

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –

FECAP

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

ADOLPHO CYRIACO NUNES DE SOUZA NETO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NOS
PERÍODOS DE TROCA DO PRINCIPAL EXECUTIVO (CEO)
DE COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL**

São Paulo

2017

ADOLPHO CYRIACO NUNES DE SOUZA NETO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS NOS PERÍODOS
DE TROCA DO PRINCIPAL EXECUTIVO (CEO) DE COMPANHIAS
ABERTAS NO BRASIL**

Dissertação de Mestrado apresentado à Fundação
Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP,
como requisito para a obtenção do título de Mestre em
Administração.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

S729g

Souza Neto, Adolpho Cyriaco Nunes de

Gerenciamento de resultados contábeis nos períodos de troca do principal executivo (CEO) de companhias abertas no Brasil / Adolpho Cyriaco Nunes de Souza Neto. - - São Paulo, 2017.

48 f.

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Gerenciamento de resultados. 2. Diretores-executivos - Brasil.
3. Empresas - Brasil.

CDD: 658.40715

ADOLPHO CYRIACO NUNES DE SOUZA NETO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS
NOS PERÍODOS DE TROCA DO PRINCIPAL EXECUTIVO (CEO)
DE COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL.**

Dissertação de Mestrado apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário Contani
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva
FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 20 de setembro de 2017.

**Para minha mãe Eleusis, por todo amor que me deu e pelo exemplo de força,
Para o meu filho Gabriel, meu maior orgulho e quem mais ensinou– e continua ensinando –
nessa vida,
Para minha mulher Lillian, por toda paciência, por todo incentivo e por ser fonte de inspiração
contínua.**

Resumo

Esse estudo busca averiguar a presença do gerenciamento de resultados (GR) nos períodos afetados pela substituição de CEOs no Brasil. O gerenciamento de resultados pode ser definido pelo uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis, dentro dos limites da norma, com a intenção de produzir um resultado enviesado da entidade, buscando a obtenção de benefícios. O trabalho classifica-se como uma pesquisa explicativa, com abordagem quantitativa e gênero empírico, e utiliza os resultados financeiros de 227 companhias listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2010 a 2016. Para o CEO que está deixando a empresa, as razões para realizar o gerenciamento de resultados incluem, entre outras, a possível necessidade de ocultar uma performance ruim, obtenção de vantagens financeiras e a construção de imagem de profissional bem-sucedido. No caso do CEO que ingressa na empresa, o GR pode ser utilizado para estabelecer uma base de resultados deprimida no ano de sua entrada, visando melhorar as condições para apresentar uma evolução dos resultados nos anos posteriores. Para a verificação dessas hipóteses foram utilizados dois modelos de detecção do GR baseados em *accruals*, o Jones Modificado e o Jones Modificado com ROA. Os resultados demonstram que, apesar de não haverem evidências que o nível médio de GR é influenciado pelo CEO em seu último ano no cargo, detectou-se a presença, estatisticamente significativa, do gerenciamento de resultados no primeiro ano do CEO entrante com a intenção de redução do lucro corrente reportado, confirmando a hipótese de criar uma base de comparação deprimida para que os resultados dos anos subsequentes sejam analisados de maneira mais favorável.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; Troca do CEO; Informação contábil-financeira; Resultados; Companhias abertas - Brasil.

Abstract

This study intends to verify the presence of earnings management (EM) in the periods surrounding CEO changes in Brazil. Earnings management can be defined as the use of managerial discretion when making accounting choices, within the limits of the standards, with the intention of producing a skewed view of the entity's earnings to obtain gains. The work is classified as an explanatory research, with a quantitative and empirical approach, and uses the financial results of 227 companies listed on the BM&FBOVESPA between 2010 and 2016. For the CEO who is leaving the company, the reasons for undertaking earnings management include, among others, the possible need to hide a poor performance, obtain financial advantages, and build a successful professional image. In the case of the CEO who enters the company, the EM can be used to establish a depressed earnings base in the year of his/her entry, improving the conditions to present an evolution of earnings in later years. In order to verify these hypotheses, two EM detection models based on accruals were used, the modified Jones and the modified Jones with ROA. The results of the study demonstrate that, although there is no evidence that the average EM level is influenced by the CEO being in his/her last year in office, there was a statistically significant presence of earnings management in the first year of the incoming CEO with the intention of reducing reported profits, confirming the hypothesis of creating a depressed comparison basis so that the earnings of subsequent years are analyzed more favorably.

Keywords: Earnings management; CEO change; Financial information; Earnings; Publicly-held companies - Brazil.

Sumário

1	Introdução	7
2	Referencial Teórico.....	11
2.1	Resultados e a informação contábil-financeira.....	11
2.2	O Gerenciamento de resultados	13
2.3	Modelos de detecção	17
2.4	Gerenciamento de resultados e o CEO.....	21
3	Metodologia.....	24
3.1	Tipo de pesquisa	24
3.2	Amostra	24
3.3	Definição dos períodos analisados.....	25
3.4	Modelos de detecção do gerenciamento de resultados utilizados.....	26
3.5	Variáveis de controle	28
3.6	Modelo de regressão	29
4	Resultados	31
4.1	Estatísticas descritivas da amostra e das variáveis de controle.....	31
4.2	Gerenciamento de resultados	33
5	Conclusão	37
	Referências	40
	Apêndice A – Companhias Analisadas	45
	Apêndice B – Pesquisa de Dados	47

1 Introdução

O fenômeno do gerenciamento de resultados contábeis pode ser caracterizado como o uso da discricionariedade para mostrar de maneira intencional uma imagem diferente do resultado da entidade – seja ela melhor, pior ou mais estável – e se manifesta na intersecção entre a necessidade de utilização de julgamento em diversas instâncias da prática contábil e os interesses daqueles que são simultaneamente responsáveis pela divulgação e beneficiários do atingimento de metas e objetivos associados a esses mesmíssimos resultados.

A relevância na análise do gerenciamento de resultados (GR) decorre da importância do próprio objeto sob o qual ele se manifesta: o resultado financeiro das empresas. Podendo ser medido por meio de diferentes métricas – Lucro Líquido, Lucro Operacional, EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), entre outras – o resultado é medida fundamental para mensuração do sucesso financeiro da organização e da qualidade da sua gestão, sendo utilizado para diversos fins e por diversos agentes. O resultado de uma companhia é elemento importante não só para a tomada de decisões, como a compra e venda de uma ação dessa companhia por parte de um investidor, mas também serve de referência para a execução de obrigações contratuais da empresa – poderíamos citar aqui os *covenants* de contratos de empréstimos e escrituras de debêntures – e de seus executivos, pois uma parte importante da remuneração variável desses indivíduos está atrelada a essas medidas.

A literatura sobre gerenciamento de resultados pode ser, de maneira geral, dividida em três grupos: (1) a pesquisa teórica com a conceptualização do fenômeno e o estudo de suas causas, manifestações e consequências, incluindo também os trabalhos de revisão da literatura (Arya, Glover, & Sunder, 1998; Dye, 1988; Lambert, 1984; Martinez, 2013; Ronen & Yaari, 2008; Schipper, 1989), (2) as pesquisas que, apesar do enfoque empírico, formularam novos métodos para a detecção da presença do GR (Healy, 1985; Jones, 1991) e os trabalhos com foco exclusivo na proposição ou discussão dos métodos empíricos de detecção do GR (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995; Kang & Sivaramakrishnan, 1995; Paulo, 2007), e finalmente (3) as pesquisas empíricas onde, utilizando-se métodos de detecção do GR já consolidados, busca-se verificar e entender a presença do gerenciamento de resultados em:

- (i) Determinados eventos corporativos e mudanças no ambiente empresarial: IPOs (*Initial Public Offering*) (Gioielli, Carvalho, & Sampaio, 2013), operações de Fusão e Aquisição com troca de ações, ciclos econômicos (Silva, Weffort, Flores, & Silva, 2014);

- (ii) Associado a acordos contratuais: empréstimos, planos de remuneração da gestão (Bergstresser & Philippon, 2006; Kadan & Yang, 2016), concessões governamentais;
- (iii) Correlacionado a atributos da empresa: modelo de governança corporativa (Mazzioni, Prigol, Moura, & Klann, 2015), estrutura acionária (Santos, Dani, Dal Magro, & Machado, 2017), setor de atuação (Gabriel & Corrar, 2010).

Este trabalho está inserido no terceiro grupo, especificamente buscando averiguar a presença do gerenciamento de resultados em evento relacionado àquele que talvez seja o agente individual mais importante na construção do resultado da empresa: Seu principal executivo, o Diretor Presidente ou CEO (*Chief Executive Officer*) em inglês. O evento em questão é a substituição deste executivo em empresas de capital aberto no Brasil, quando investigamos a possível associação entre a troca do CEO e a prática do gerenciamento de resultados, analisando os períodos imediatamente anteriores e posteriores a essa substituição.

Para o CEO que está deixando a empresa, as razões para mostrar um retrato enviesado da realidade econômica da entidade incluem, entre outras, a possível necessidade de ocultar uma performance ruim da sua parte, a obtenção de vantagens financeiras por meio de bônus e outras formas de remuneração atreladas aos resultados, e a construção de uma imagem de profissional bem-sucedido no mercado de trabalho. Os trabalhos internacionais a respeito do tema apontam que o gerenciamento de resultados praticado por estes executivos busca mostrar um resultado melhor do que aquele que seria divulgado pela entidade sem esse viés (*upwards earnings management*).

No caso do CEO que está entrando na organização, os incentivos para realizar o GR podem estar ligados a estabelecer uma base de resultados deprimida no ano de sua entrada, já que a performance ruim nesse ano pode ser atribuída ao seu predecessor e os louros de uma melhoria posterior podem ser mais facilmente associados a ele. Outra hipótese, associada indiretamente ao comportamento do CEO que deixa a organização, é que, dada a existência de passivos subdimensionados gerados por esse, existe a necessidade do CEO entrante compensar as práticas contábeis realizadas anteriormente apenas para refletir a situação patrimonial adequada da empresa. O fenômeno da forte minimização do lucro no período de mudança da gestão é identificado na literatura internacional com as expressões “*Big Bath Accounting*” ou “*Taking a Bath*”, que na tradução literal significa “tomando um banho”, mas que poderíamos traduzir livremente como “limpar o balanço”, com diversos trabalhos

identificando a presença do “*Big Bath*” nos períodos imediatamente posteriores a entrada de um novo CEO.

Este trabalho busca, portanto, evidenciar a associação entre o gerenciamento de resultados e a substituição do principal executivo (o CEO) da empresa, e identificar se existe um viés deste gerenciamento motivado pelos incentivos específicos relacionados aos processos de saída e entrada na empresa destes indivíduos. As hipóteses de pesquisa a serem investigadas são:

Hipótese 1: Os resultados das companhias nos períodos imediatamente precedentes e posteriores à mudança de seu principal executivo (CEO) apresentam um nível mais alto de gerenciamento de resultados do que nas empresas onde não acontece esta mudança.

Hipótese 2: Nos períodos imediatamente precedentes à mudança de seu principal executivo (CEO) observa-se a presença do gerenciamento de resultados para maximização do lucro corrente (*upwards earnings management*).

Hipótese 3: Nos períodos posteriores a mudança do principal executivo (CEO) observa-se a presença do gerenciamento de resultados para minimização do lucro corrente (incluindo o *Big Bath Accounting*).

Essa pesquisa procura contribuir para a compreensão de um fenômeno que é de interesse para acionistas e o mercado de capitais: a possibilidade de que, nos eventos de mudança do principal executivo da empresa, os resultados sejam apresentados de maneira enviesada, e não representem uma fotografia fidedigna da performance, do valor e do risco da empresa. Além das preocupações de natureza econômico-financeira, o assunto adquire uma importância ainda maior devido a relevância do CEO para a organização: sendo a principal referência perante aos funcionários e o todos os *stakeholders* com os quais a empresa se relaciona, seu comportamento tem efeitos profundos e longevos sobre a cultura da empresa, sua credibilidade e sua continuidade.

A estrutura deste trabalho compreende, além dessa introdução (seção 1), uma revisão da literatura com um resumo dos conceitos associados ao gerenciamento de resultados e dos trabalhos existentes que abordam a questão da substituição dos CEOs (seção 2), a metodologia utilizada no trabalho incluindo os testes econométricos a serem realizados, a definição da amostra e as hipóteses a serem testadas (seção 3), a estatística descritiva e os

resultados e tabelas correspondentes à regressão utilizada (seção 4), e finalmente a conclusão (seção 5) e as referências bibliográficas.

2 Referencial Teórico

2.1 Resultados e a informação contábil-financeira

É recomendável que antes de começarmos a discussão do gerenciamento de resultados façamos uma breve conceituação do termo ‘resultado’ e da importância do mesmo. Apesar da maioria dos trabalhos acadêmicos de GR não definirem o termo ‘resultado’, de maneira geral entende-se ‘resultado’ com o último item da demonstração do resultado, o ‘lucro líquido’ ou ‘resultado líquido do exercício’ (Ronen & Yaari, 2008). Note-se que dentro do contexto empresarial, o termo ‘resultado’ pode abarcar outros conceitos e significados, que se distanciam progressivamente da aceção estrita de ‘lucro líquido’: (1) representando medidas parciais ou intermediárias da performance financeira que não o lucro líquido: lucro bruto, lucro antes dos impostos, EBITDA e outras; (2) a peça inteira da Demonstração do Resultado ou ainda o conjunto das demonstrações financeiras, incluindo o Balanço, a Demonstração do Resultado e o Fluxo de Caixa; e (3) como sinônimo das consequências dos atos da gestão, que incluem não apenas as resultantes financeiras (como o lucro líquido e o EBITDA), mas também as resultantes em indicadores não financeiros (operacionais, ambientais, de satisfação de clientes e outros).

A importância do ‘resultado’ confunde-se com a importância que a informação contábil-financeira (IC-F) têm. De maneira geral a literatura acadêmica atribui a informação contábil duas grandes finalidades, a de informar e a de controlar (Ronen & Yaari, 2008). Como fonte de informação a IC-F prove dados para que os diversos agentes possam tomar decisões, principalmente de caráter econômico e relativas a projeções futuras da entidade. Já a finalidade de controle deriva principalmente da separação entre a propriedade (acionistas) e os encarregados de realizarem a administração das empresas, os gestores (Jensen & Meckling, 1976): como os objetivos destes dois agentes não são necessariamente alinhados, a IC-F também é utilizada para direcionar e controlar as ações dos gestores para o interesse dos acionistas (Watts & Zimmerman, 1978). Na mesma linha, Bushman e Smith (2001) definem o papel da informação contábil como mecanismo de controle que promove a governança eficiente das empresas. A última atualização do pronunciamento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – entidade formada pelo Conselho Federal de Contabilidade, ABRASCA, IBRACON, BOVESPA, FIPECAFI e APIMEC NACIONAL, que tem como objetivo o estudo, preparo e emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora

brasileira – sobre a estrutura conceitual da elaboração de relatório contábil-financeiro (Pronunciamento Técnico CPC-00, 2011), contém em sua introdução uma lista não exaustiva de usos da informação contábil-financeira:

- (a) decidir quando comprar, manter ou vender instrumentos patrimoniais;
- (b) avaliar a administração da entidade quanto à responsabilidade que lhe tenha sido conferida e quanto à qualidade de seu desempenho e de sua prestação de contas;
- (c) avaliar a capacidade de a entidade pagar seus empregados e proporcionar-lhes outros benefícios;
- (d) avaliar a segurança quanto à recuperação dos recursos financeiros emprestados à entidade;
- (e) determinar políticas tributárias;
- (f) determinar a distribuição de lucros e dividendos;
- (g) elaborar e usar estatísticas da renda nacional; ou
- (h) regulamentar as atividades das entidades.

Para uma compreensão completa do fenômeno do GR é necessário também uma discussão a respeito de certas características da prática contábil. No já citado CPC-00 observamos a obrigatoriedade da utilização do regime de competência (*accruals*) e uma definição do mesmo: “a entidade deve elaborar as suas demonstrações contábeis retratando os efeitos de transações nos períodos em que ditos efeitos são produzidos, ainda que os recebimentos e pagamentos em caixa derivados ocorram em períodos distintos”. No mesmo documento, na seção que trata do ‘Objetivo, utilidade e limitações do relatório contábil-financeiro’, é evidenciada a impossibilidade de produção do relatório contábil-financeiro ideal dado que, entre outras limitações, “em larga extensão, os relatórios contábil-financeiros são baseados em estimativas, julgamentos e modelos e não em descrições ou retratos exatos”.

Esses conceitos estão interconectados e são importantes porque definem o espaço no qual o gerenciamento de resultados contábil opera: nem todas as operações da empresa podem ser medidas de maneira exata ou geram entradas e saídas de caixa no momento em que acontecem. A mecânica utilizada para contornar essas restrições e representar de maneira fidedigna o resultado da entidade no período é a realização de lançamentos contábeis que (1) reconhecem no período corrente os efeitos econômicos de operações que, apesar de notoriamente quantificáveis, só movimentarão o caixa no futuro ou (2) refletem as estimativas dos impactos financeiros das operações e eventos onde existe incerteza sobre seus efeitos finais.

De maneira simplificada é essa a mecânica utilizada para que o resultado contábil-financeiro reflita o regime de competência (ou ‘*AccrualBasis*’ em inglês). Nos textos acadêmicos no Brasil e no Exterior o termo “*accrual*” é utilizado indiscriminadamente para denominar tanto o conceito de regime de competência, quanto a mecânica de lançamentos descrita acima e seus valores monetários correspondentes. Neste trabalho, a não ser que indicado, o termo “*accrual*” será utilizado na segunda definição, representando a mecânica de lançamentos e seus valores. As pesquisas em gerenciamento de resultados buscam separar os *accruals* que são necessários para que as operações correntes da empresa sejam refletidas de maneira correta dentro do princípio da competência (*accruals* não discricionários – “AnD”) e os *accruals* feitos pela gestão com a intenção de alterar de alguma maneira o resultado reportado da entidade – os *accruals* discricionários (AD).

Essas alterações intencionais por meio dos *accruals* discricionários e que caracterizam o gerenciamento de resultados, se opõe frontalmente a uma das características qualitativas fundamentais da IC-F que é a Representação fidedigna das operações econômicas das entidades (Pronunciamento Técnico CPC-00, 2011). Para que essa representação seja fidedigna, a contabilidade deve buscar maximizar os atributos de completude, neutralidade e ausência de erros. A inclusão de ADs para mostrar um retrato diferente da situação da empresa se opõe frontalmente ao atributo da neutralidade.

2.2 O Gerenciamento de resultados

Em seu livro sobre a teoria e a literatura norte-americana a respeito do GR, Ronen e Yaari (2008) categorizam as contribuições iniciais ao estudo deste tema em três grandes grupos: (1) a produção acadêmica teórica que utiliza como fonte de inspiração as discussões a respeito da teoria da firma e o conflito entre agentes de Jensen e Meckling (1976) e conceitos da teoria de jogos, (2) a pesquisa empírica sobre o GR que, na busca do entendimento das instâncias em que os gestores utilizam desse artifício desenvolveu uma série de técnicas de detecção do GR além de expandir e refinar o escopo de análise deste fenômeno, e finalmente (3) as intervenções e respostas dos órgãos reguladores às questões envolvendo o gerenciamento de resultados e sua derivada mais extrema que é a manipulação fraudulenta de informações contábeis.

No grupo de pesquisas teóricas podemos citar o trabalho de Lambert (1984) que usa a teoria da agência para examinar o fenômeno do “*real incomesmoothing*” (ou suavização real de resultados). A análise utiliza a premissa que tanto o principal (o acionista ou seus representantes) quanto o gestor são agentes racionais e nesse contexto o principal poderia

prever as ações da gestão em resposta aos incentivos de remuneração, levando isso em conta ao decidir quais incentivos incluir no esquema de remuneração dos executivos. Os resultados demonstram que o esquema de compensação ótimo faz com que a gestão suavize o resultado da empresa, com o *incomesmoothing* surgindo como um comportamento de equilíbrio entre estes dois agentes. Ainda na linha teórica, Dye (1988) propõe e analisa duas razões pelas quais os acionistas talvez não queiram eliminar a tendência dos gestores de se envolverem no gerenciamento de resultados. O primeiro motivo está relacionado ao valor que as informações contábeis têm no gerenciamento e controle (“*stewardship*”) da gestão. Uma vez que os acionistas determinaram os objetivos que devem ser atingidos, eles precisam criar um contrato para incentivar a gestão a buscar esses objetivos. Se o contrato de menor custo encoraja o gerenciamento de resultados mesmo que indiretamente, então existe uma “demanda interna” para gerenciamento de resultados. Adicionalmente, os acionistas teriam uma “demanda externa” para o gerenciamento de resultados se, mantendo fixos os objetivos e a remuneração da gestão, pudessem melhorar os termos contratuais da empresa com terceiros ou alterar positivamente as percepções dos potenciais investidores sobre o valor da empresa.

O grupo de trabalhos iniciais em pesquisa empírica definiram em grande parte o rumo da literatura acadêmica sobre o tema feita até hoje. Nesse grupo temos o artigo de Healy (1985) que estudou o formato de contratos de bônus típicos e seus efeitos nas práticas contábeis, com resultados que apontavam para (1) a presença de gerenciamento do resultado devido aos objetivos financeiros (de resultado) presentes nos contratos de bônus, e (2) que mudanças dos procedimentos contábeis nas empresas estão associadas à adoção ou modificação do plano de bônus dos executivos. No artigo, Healy propõe uma metodologia para a detecção da presença do GR utilizando as variações do total de *accruals* ponderados pelos ativos totais como medida (proxy) para a presença dos *accruals* discricionários, que seriam os instrumentos utilizados pela gestão para alterar o resultado a ser reportado. Em 1989 é publicada por Schipper a primeira revisão da literatura produzida sobre o GR, incluindo uma discussão sobre as diferentes definições de gerenciamento de resultados.

O trabalho de Jones (1991) analisando a presença do GR em empresas que poderiam se beneficiar de restrições à importação de produtos similares àqueles fabricados por elas, e cujos resultados eram analisados pela Comissão de Comércio dos EUA como parte das análises para determinação de ditas restrições, introduz um modelo para estimação do GR que, como relatado por Paulo (2007), relaxa o pressuposto utilizado por Healy (1985) e DeAngelo (1986) de que os *accruals* não-discricionários são constantes ao longo do período,

separando estes dos *accruals* discricionários. As evoluções do modelo proposto por Jones ao longo do tempo, cujos sucessores mais utilizados são o modelo ‘Jones Modificado’ de Dechow et al. (1995) e o modelo ‘KS’ proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995) também de 1995, continuam a ser utilizadas até hoje nos trabalhos empíricos sobre o GR.

Em relação as contribuições iniciais dos órgãos reguladores devemos citar o discurso proferido em 1998 pelo então presidente da SEC (*Securities and Exchange Commission*) nos EUA, Arthur Levitt, intitulado “*The numbers game*”. Nele Levitt discorre de maneira clara e direta sobre a utilização do GR por empresas listadas nos EUA como forma de atingir os resultados esperados pelo mercado financeiro descrevendo cinco das técnicas mais utilizadas (“*Big Bath*”, classificação indevida de despesas como ‘reestruturação’, contabilidade criativa em operações de aquisição, contabilização de provisões não justificáveis para “dias de chuva”, aplicação indevida do princípio da materialidade e o reconhecimento prematuro de receitas). O discurso contém uma excelente definição coloquial do gerenciamento de resultados: “Uma área cinzenta onde a contabilidade está sendo pervertida; onde os gestores estão ‘pegando um atalho’; E onde relatórios financeiros refletem os desejos de gestão em vez do desempenho financeiro subjacente da empresa” (Tradução livre do original em inglês).

A definição do termo ‘gerenciamento de resultados’ vem evoluindo com o tempo, refletindo a ampliação do entendimento dos pesquisadores sobre o fenômeno. A definição de Schipper (1989) enfatiza a intervenção proposital no processo de comunicação externa financeira, com a intenção de obter algum benefício privado. Observamos que esta definição ressalta que (i) o GR não segue uma das características qualitativas fundamentais da informação contábil-financeira útil que é a neutralidade e (ii) introduz a questão do conflito de interesses por parte dos responsáveis pela divulgação do resultado (a gestão).

Healy e Wahlen (1999) descrevem o GR como o uso do julgamento pelos gestores na preparação dos relatórios financeiros e na estruturação das transações para alterar os relatórios financeiros, buscando chamar (ou não) a atenção de alguns *stakeholders* sobre o desempenho da empresa, ou tentando influenciar os resultados de contratos que dependem dos números contábeis. Essa definição adiciona o conceito do gerenciamento de resultados por meio de transações operacionais, aquelas que afetam diretamente o fluxo de caixa da empresa, e inclui como motivação para o GR o impacto que a informação financeira pode ter nos contratos da empresa. Ampliando esta definição, Ronen e Yaari (2008) definem o GR como uma coleção de decisões gerenciais que resultam em não relatar o verdadeiro resultado de curto prazo, tal como conhecido pela gestão. A execução do GR viria por meio da tomada de ações de

produção/investimento, ou fazendo escolhas contábeis que afetam o número do lucro e sua interpretação.

O conceito de GR de Martinez (2013, p. 5) adiciona dois elementos não presentes nas definições anteriores: os critérios de apresentação do resultado como meio alternativo para efetuar oGR, e o fato de que o GR não se confunde com fraude pois acontece dentro dos limites permitidos pela norma contábil:

O uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação da demonstração de resultado (disclosure). Todas dentro dos limites das normas contábeis, visando influenciar as percepções sobre fatos econômicos subjacentes, que são refletidos nas medidas de resultado contábil.

A Tabela 1 resume os principais conceitos associados ao gerenciamento de resultados na literatura.

Tabela 1
Gerenciamento de Resultados (GR)

Características	Modos de efetivar	Motivações	Materialização na Dem. de Resultado
- Intencional e dissimulado	- <i>Accruals</i> discricionários	- Influenciar a visão de <i>stakeholders</i> sobre o resultado e o risco da empresa	- <i>Target Earnings</i> (objetivo de resultado) . Maximizar Lucro . Minimizar Lucro (inclui <i>Big Bath</i>)
- Produz visão enviesada (não neutra) dos resultados da entidade	- Decisões operacionais - Modelo de apresentação das demonstrações financeiras	- Garantir o atingimento de metas contratuais - Obter enquadramentos favoráveis em regulamentações, impostos e regras antitruste	- <i>Income smoothing</i> (suavização do resultado)
- Não é fraude			

Quando consideramos apenas a efetivação por meio de *accruals*, o gerenciamento de resultados pode ser descrito como **a aplicação intencional por parte da gestão do (anti)princípio contábil da ‘forma sobre a essência’ para produzir um resultado enviesado da entidade com o objetivo de obter benefícios e/ou interpretações do resultado que não aconteceriam caso fosse feita a divulgação neutra (sem vieses) da informação contábil-financeira.** O ponto fundamental dessa definição é o jogo de palavras ‘forma sobre a essência’ que subverte a característica fundamental de ‘essência sobre a forma’ dos relatórios contábil-financeiros, indicando a utilização no GR de parâmetros permitidos pela norma (a ‘forma’) com o intuito de corromper uma representação neutra e verdadeira da realidade econômica da empresa (a ‘essência’).

No Brasil a pesquisa de GR teve início em 2001 com a tese de doutorado de Antonio Lopo Martinez: “Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras”. Desde então o número de trabalhos vem crescendo progressivamente como demonstram Konraht e Soutes em seu artigo de 2015 sobre a produção científica de GR nos periódicos contábeis brasileiros: a média de artigos publicados foi superior a onze artigos/ano nos três últimos períodos analisados (2012, 2013 e 2014), enquanto que a média dos cinco períodos anteriores (2007 a 2011) havia sido de cinco artigos por ano.

Na sua *survey* da literatura do GR de 2013, Martinez aponta que a pesquisa acadêmica do tema no Brasil é dominada por métodos baseados em modelos estatísticos, observação confirmada por Konraht e Soutes (2015) que ressaltam o predomínio da abordagem empírica sobre a teórica na produção científica brasileira. Nesse mesmo trabalho Konraht e Soutes apresentam tabela com os enfoques de pesquisa dos artigos analisados demonstrando que o enfoque que recebeu o maior número de contribuições foi o de mecanismos de GR, tratando das maneiras como as empresas gerenciam os resultados contábeis e dos elementos contábeis utilizados para isso. Em seguida na lista aparecem a influência da qualidade da governança corporativa, a influência da auditoria e em quarto lugar os incentivos que levam à prática do gerenciamento de resultados.

Em relação aos modelos utilizados para a detecção do GR observa-se que existe uma prevalência no Brasil (Konraht & Soutes, 2015; Martinez, 2013) da utilização do modelo ‘KS’ seguido pelo modelo ‘Jones Modificado’.

2.3 Modelos de detecção

Os modelos de detecção utilizados para a identificação do GR são classificados em três categorias:

- (1) Os modelos baseados em *Accruals*
- (2) Análise de uma conta contábil específica
- (3) Análise de distribuição de frequências

Os modelos baseados em *Accruals* são os mais utilizados na pesquisa empírica do GR pois permitem que hipóteses de diferentes motivações e origens sejam testadas por meio da variação de agregados contábeis presentes nas demonstrações financeiras de todas as empresas, facilitando a obtenção de dados que permitam a verificação de tais hipóteses. De maneira geral estes modelos envolvem duas operações: (1) estimar os *accruals* discricionários que funcionam como uma *proxy* para o gerenciamento de resultados e (2) verificar, por meio

de regressão, se existe relação causal estatisticamente relevante entre os *accruals* discricionários e as variáveis que explicariam a presença do GR. A pesquisa de modelos baseados em *Accruals* têm início na década de 80 com DeAngelo (1986), Healy (1985) e Ronen e Sadan (1981), mas foi o modelo proposto por Jones (1991) e suas evoluções, o modelo ‘Jones Modificado’ de Dechow et al. (1995) e o modelo ‘KS’ proposto por Kang e Sivaramakrishnan também em 1995, que impulsionaram de maneira significativa as pesquisas em gerenciamento de resultados.

Os *accruals* discricionários (AD) são estimados pela diferença entre os *accruals* totais (AcT) e os *accruals* não discricionários (AnD). Os *accruals* totais podem ser calculados por meio de variações nas contas do balanço patrimonial ou diretamente do fluxo de caixa e demonstração de resultado, sendo que a metodologia mais utilizada é a que utiliza o balanço pois nem sempre as demonstrações do fluxo de caixa contêm o detalhamento necessário para que os cálculos sejam feitos. Pela abordagem do balanço patrimonial os AcT são calculados da seguinte forma (Paulo, 2007):

$$AcT_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta DISP_t) - (\Delta PC_t - \Delta DIV_t) - DEPR_t}{AT_{t-1}} \quad (\text{Equação 1})$$

Em que:

AcT_t = são os *accruals* totais no período t ;

ΔAC_t = é a variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta DISP_t$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

ΔPC_t = variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

ΔDIV_t = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$DEPR_t$ = montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período t ;

AT_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-1$.

É na estimativa dos *accruals* não discricionários (e, por diferença, dos *accruals* discricionários que funcionam como *proxy* da presença do GR) onde residem as maiores

dificuldades para os pesquisadores já que as motivações para os administradores procederem ao GR são múltiplas e as formas de executá-lo também o são, o que torna a identificação das relações entre estas variáveis particularmente difícil (Paulo, 2007). Buscando mitigar os impactos destas dificuldades os modelos baseados em *accruals* foram sofisticando-se ao longo do tempo, mas a base de todos eles permanece a mesma: calculam-se os parâmetros da regressão com as variáveis relevantes para o comportamento dos *accruals* totais (AcT) da empresa e posteriormente calculam-se os *accruals* não discricionários (AnD) com base nos coeficientes e nos valores reais das variáveis explicativas. O modelo mais utilizado na literatura internacional é o de Jones Modificado, que descrevemos a seguir:

$$AnDt = \hat{\alpha} \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \hat{\beta}1 (\Delta Rt - \Delta CRt) + \hat{\beta}2 (AIDt) \text{ (Equação 2)}$$

Em que:

$AnDt$ = *accruals* não discricionários no período t;

ΔRt = variação receita líquida entre os anos t e t-1, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

ΔCRt = variação das contas a receber (clientes) entre os períodos t e t-1, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

$AIDt$ = imobilizado e diferido no período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1.

AT_{t-1} = ativo total da firma i no período t-1.

As estimativas dos parâmetros da equação 2 α , $\beta 1$ e $\beta 2$ são geradas pelo seguinte modelo:

$$ACORt = \alpha \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \beta 1 (\Delta Rt - \Delta CRt) + \beta 2 (AIDt) + \varepsilon t \text{ (Equação 3)}$$

Em que:

$ACORt$ = *accruals* correntes (não discricionários) no período t;

εt = resíduo da regressão no período t;

Demais variáveis: mesma definição da equação 2.

Os modelos baseados na análise de uma conta contábil específica trabalham com a premissa de que uma determinada conta é material para as demonstrações financeiras de uma empresa e/ou setor, que a oportunidade e a materialidade de gerenciar resultados em outras contas é baixa pois do contrário a leitura dos resultados poderia ser prejudicada (Martinez, 2013), e que tal conta pode ser manipulada dentro dos limites permitidos pelos princípios contábeis, já que sua quantificação é baseada em estimativas (Ronen & Yaari, 2008). Como exemplo de conta específica analisada no contexto do gerenciamento de resultados temos a conta de Perdas estimadas em créditos de liquidação duvidosa (PCLD) (Dantas, Medeiros, Galdi, & Costa, 2013; Karagaretnam, Lobo, & Mathieu, 2004; McNichols & Wilson, 1988) que devido a sua relevância no resultado de vários setores – como o setor financeiro por exemplo –, e por incluir um grau razoável de estimativas e julgamentos no seu cálculo, permite a execução do GR por parte da administração. A metodologia da análise de uma conta específica é baseada na comparação das variações no resultado e no balanço de tais contas com a variação da(s) conta(s) que deveria(m) explicar boa parte das alterações de valor ocorridas (no caso da PCLD, a conta de vendas). Martinez (2013) aponta que uma das vantagens do modelo de análise de uma conta específica é a possibilidade de aprofundar de maneira detalhada os fatores chave que influenciam o *accrual* da conta em questão.

Finalmente, a análise de distribuição de frequências utiliza a premissa de que os resultados “não gerenciados” (ou neutros) deveriam ter uma distribuição normal (distribuição de Gauss), e que o GR seria observado quando os resultados divulgados se desviassem dessa distribuição (Ronen & Yaari, 2008). Outra definição deste método é a de Martinez (2013), que o descreve como o estudo das propriedades estatísticas da distribuição de frequência de lucros, e apontando que, se por um lado este método não incorre nos erros de mensuração e especificação dos modelos de *accruals*, ele não permite demonstrar a origem do GR. Um exemplo da aplicação desse método é o trabalho de Jacob e Jorgensen (2007) onde se compara a presença do GR nos períodos de doze meses que não são idênticos ao ano fiscal (por exemplo os resultados que vão do 3º trimestre do ano $n-1$ ao 2º trimestre do ano n) aos resultados do ano fiscal completo (1º trimestre ao 4º trimestre de determinado ano). A conclusão evidência o gerenciamento de resultados pontual no 4º trimestre (4T) do ano pois o mesmo não é encontrado quando o trimestre final dos períodos de doze meses não é igual ao 4T. No Brasil esta abordagem têm sido utilizada em vários trabalhos, dentre eles o de Ferreira, Martinez, Costa, e Passamani (2012) que utilizou a distribuição de frequências para avaliar se haveria uma descontinuidade em torno de objetivo a ser atingido de *BTD (book-tax*

diferences) indicando que haveria GR para evitar a apresentação de BTB em nível e/ou variação entre períodos.

2.4 Gerenciamento de resultados e o CEO

O evento da troca do CEO numa organização e sua relação com o gerenciamento de resultados busca nas motivações específicas do executivo que deixa a organização (o CEO que sai) e do executivo que ingressa na empresa (o CEO entrante) as razões para as quais o GR seria praticado e qual direção (para maximizar ou minimizar os resultados) esse gerenciamento teria. Também têm sido analisadas as circunstâncias de como essas mudanças acontecem pois elas podem influenciar a maneira como os CEOs atuam: Uma saída forçada de um CEO é diferente de uma saída negociada com antecedência por aposentadoria; a entrada de um CEO vindo de fora da organização é diferente da promoção de um executivo dos quadros da companhia (Choi, Kwak, & Choe, 2012; Wells, 2002).

As razões para que o CEO que sai gerencie os resultados podem estar ligadas à tentativa de permanecer no cargo tentando mascarar uma performance ruim da empresa, para obter uma remuneração variável maior nos seus últimos anos na empresa (o problema do horizonte), ou ainda para obter posições melhores após o seu mandato, por exemplo, na atuação como membro de conselhos de administração de outras empresas (Ronen & Yaari, 2008). O trabalho de Choi et al.(2012) sobre a mudança de CEOs na Coreia do Sul encontra evidências do GR para maximização dos lucros pelo CEO que sai quando a partida é forçada. O problema do horizonte é evidenciado no estudo de Antia, Pantzalis, e Park(2010) onde é observado que a duração do horizonte de decisão do CEO tem uma influência positiva sobre o valor da empresa e um efeito negativo sobre o risco de informação, dentre eles o gerenciamento de resultados.

Em relação ao CEO entrante são identificadas duas motivações para o gerenciamento de resultados: De um lado o GR para minimizar os lucros no ano de sua entrada com a intenção de criar uma base de comparação deprimida para que os resultados dos anos subsequentes sejam analisados de maneira mais favorável. No sentido oposto existe a vontade de mostrar resultados melhores e estabelecer sua reputação como um gestor competente, o que levaria os CEOs a praticarem o GR com a finalidade de maximizar os lucros.

No seu estudo sobre a troca de CEOs em empresas Australianas, Wells (2002) apresenta evidências compatíveis com a hipótese da minimização do resultado, observando que os CEOs entrantes empreendem o gerenciamento de resultados para reduzir o lucro no ano em que entram, sendo a utilização de itens extraordinários o principal veículo para a

realização do GR. Este resultado é consistente com a noção de novos CEOs realizarem o “*Big Bath*”, com Wells destacando que ela é mais forte para as mudanças não-rotineiras do CEO, onde as oportunidades para o GR são maiores. Na mesma direção, o já citado trabalho de Choi et al. (2012) encontra evidências que o novo CEO se dedica ao gerenciamento de resultados para minimização do lucro usando tanto *accruals* discricionários quanto a gestão de atividades reais, enquanto que Bornemann, Kick, Pfingsten e Schertler (2011), analisando a substituição de CEOs em bancos alemães durante o período de 1993 a 2009, encontram evidências que (1) CEO sentrantes aumentam as despesas discricionárias realizando o “*Big Bath*”, (2) CEOs entrantes de fora do banco realizam um “*Big Bath*” maior do que os CEOs que são promovidos de dentro da organização e (3) a propensão para se envolver no gerenciamento de resultados não depende muito das razões pelas quais o CEO anterior sai do banco. No Brasil, Paulo (2007), analisando os incentivos para manipulação das informações contábeis, inclui a hipótese de que o GR pode ser utilizado para reduzir o resultado no período próximo à mudança de gestão da companhia, já que o mau resultado pode ser atribuído à gestão anterior e nos períodos posteriores os resultados mais satisfatórios influenciam positivamente a reputação do novo gestor.

Em contrapartida, as análises de Ali e Zhang (2015) e Cella, Ellul, e Gupta (2017), que examinaram incentivos dos CEOs para gerenciar resultados durante seu mandato, mostram que principalmente nos primeiros anos de serviço os CEOs utilizam o GR para aumentar os lucros, conclusão consistente com o argumento de que estes indivíduos buscam influenciar favoravelmente a percepção do mercado e do conselho de administração a respeito da sua capacidade num período onde estão sendo testados. O estudo de Cella também demonstra que a utilização do GR vai diminuindo gradualmente conforme o CEO vai avançando no seu mandato.

O estudo de Hazarika, Karpoff e Nahata (2012) analisando a troca de CEOs nos Estados Unidos no período de 1992 a 2004 levanta uma outra hipótese para a ligação entre o GR e a saída de CEOs, provendo evidências de que é o gerenciamento de resultados em si que está associado à demissão forçada do CEO, e não a existência do GR para maximização ou minimização do lucro, ou se a empresa tem uma boa ou má performance. São encontrados indícios que o gerenciamento de resultados está fortemente associado à probabilidade subsequente de rotatividade forçada do CEO, mas não está significativamente relacionado a saídas voluntárias desses executivos. A inferência é que os CEOs são forçados a sair porque, ao gerenciar os resultados, eles podem potencialmente impor custos elevados aos acionistas

dado que aumentam a probabilidade de consequências negativas para a empresa tais como sanções da SEC e perda de credibilidade junto a investidores e o mercado de capitais.

É importante mencionar que a vertente com o maior número de estudos relacionado o CEO com o gerenciamento de resultados está ligada à existência desse último no contexto da remuneração variável desses executivos. O trabalho de Bergstresser e Philippon (2006) apresenta evidências que o GR por meio dos *accruals* discricionários é mais pronunciado em empresas onde a remuneração total do CEO está mais estreitamente ligada ao valor das ações e das participações em opções. Além disso observam que nos anos onde foi detectada uma presença mais forte do GR, também se observa que os CEOs exercem um número invulgarmente grande de opções. Na mesma linha Kadan e Yang (2016) conduz pesquisa cujos resultados sugerem um ciclo de vida do gerenciamento de resultados: nos anos em que as opções são concedidas a gestão busca minimizar o resultado através do GR para que as opções concedidas tenham condições mais favoráveis. Já nos anos de vencimento das opções, os CEOs gerenciam os resultados para aumentar os lucros da empresa, aumentando o preço das ações e maximizando seus ganhos na venda de suas opções.

3 Metodologia

3.1 Tipo de pesquisa

Utilizando-se as definições apresentadas por Gil (2002, p. 42), o presente trabalho, do ponto de vista de seus objetivos, classifica-se como uma pesquisa explicativa já que “têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos” – no caso específico o evento de troca do CEO e a ocorrência do fenômeno do gerenciamento de resultados – e tem no seu *design* (delineamento) um procedimento para a coleta de dados *ex-postfacto* (“a partir do fato passado” na tradução literal), pois o estudo é realizado após a ocorrência de variações na variável dependente (o GR) no curso dos acontecimentos.

Este trabalho adota métodos estatísticos para a determinar a existência das relações previstas entre as variáveis nas hipóteses levantadas, a natureza dessas relações e qual é sua força. Neste sentido classifica-se a abordagem desta pesquisa como quantitativa, pois “caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas” (Richardson, 1999, p. 70). Finalmente, considerando-se todos os aspectos descritos anteriormente, podemos classificar o gênero dessa pesquisa como empírico, pois é dedicada ao tratamento da “face empírica e fatural da realidade; produz e analisa dados, procedendo sempre pela via do controle empírico e fatural” (Demo, 2000, p. 21).

3.2 Amostra

A base de dados foi elaborada com base nas informações anuais contábeis e cadastrais do software Economatica®, nas páginas web da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e da BM&FBOVESPA, e na página web de Relações com Investidores (RI) das empresas da amostra. O período analisado compreende os anos de 2010 a 2016, já que o evento da adoção obrigatória do IFRS a partir de 2010 levou a uma diferença nos *accruals* discricionários (ADs) entre os períodos anteriores à adoção do IFRS (até 2009) e os períodos pós adoção do IFRS, não se considerando metodologicamente adequado medir esses *accruals* para uma amostra que congregue dados contábeis dos dois períodos (Cardoso, Souza, & Dantas, 2015).

Da amostra total, que envolve todas as empresas com sede principal no Brasil listadas na BM&FBOVESPA, foram retiradas (i) empresas com registro cancelado em Abril de 2017, (ii) companhias cujas ações são negociadas nos segmentos de listagem “Balcão organizado” e “Bovespa mais”, (iii) empresas dos setores Economatica “finanças e seguros”, “fundos” e

“energia elétrica”, e classificadas no código 55 da NAIC – “Administração de empresas e empreendimentos” por serem companhias de setores regulados e sujeitos a normas contábeis com significativas diferenças em relação a outros setores (Brugni, Rodrigues, Cruz, & Szuster, 2012; Martinez, 2001), resultando num total de 227 companhias analisadas, listadas no apêndice A. Adicionalmente foram eliminadas as observações (resultados anuais) quando não existia informação contábil disponível e, para minimizar o efeito dos *outliers*, também foram excluídas as observações cujas acumulações se situavam abaixo do percentil 0,25% e acima do percentil 99,75% (*winsorizing* em 0,25% e 99,75%).

A data do evento da troca do CEO foi mapeada por meio de pesquisa no site da CVM. A descrição detalhada de como foi feita a pesquisa desse dado, bem como das informações referentes às variáveis de controle utilizadas, encontra-se no apêndice B desse trabalho.

3.3 Definição dos períodos analisados

Como o propósito deste trabalho é identificar a presença do gerenciamento do resultado nos períodos imediatamente precedentes e posteriores à mudança de seu principal executivo (CEO), cumpre definir quais são esses períodos e a que resultados contábeis se referem:

Período precedente (t-1): Corresponde ao último ano em que o CEO que sai atuou até o mês de dezembro. Nos casos em que o CEO que sai tenha deixado a companhia durante o primeiro trimestre do ano seguinte (*t*), consideramos que sua influência ainda foi decisiva no fechamento contábil do ‘*período precedente*’ já que os lançamentos contábeis referentes ao ano *t* – são feitos na primeira quinzena do mês de janeiro do ano *t* e mudanças posteriores são mais trabalhosas operacionalmente além de poderem, potencialmente, chamar a atenção da auditoria externa. De acordo com as hipóteses da pesquisa deveríamos (i) identificar a presença do GR nesse ‘*período precedente*’ (*t-1*) nas empresas onde aconteceu a troca de CEO no ano *t* e (ii) esse GR foi realizado para maximização do lucro reportado do ano (*t-1*) – hipótese 2.

Período posterior (t): Corresponde ao ano em que aconteceu a mudança de CEO. Os resultados fechados deste ano serão reportados no primeiro trimestre do ano seguinte (*t+1*) e o CEO que entra poderá influenciar os *accruals* discricionários desse primeiro ano – na maior parte das vezes parcial – de sua gestão. Consideramos que mesmo os CEOs que entraram no último trimestre do ano *t* poderão executar o GR nos resultados contábeis desse mesmo ano, já que a motivação para realizar tal procedimento no ano seguinte (*t+1*) será menor, pois

os CEOS entrantes serão considerados responsáveis pela totalidade dos resultados desse período. De acordo com as hipóteses da pesquisa deveríamos (i) identificar a presença do GR nesse ‘*período posterior*’ nas empresas onde aconteceu a troca de CEO no ano t e (ii) esse GR foi realizado para minimização do lucro corrente do ano t – hipótese 3.

O conjunto de observações dos dois períodos descritos acima – o ‘*período precedente*’ e o ‘*período posterior*’ – constituem o período total afetado pelo evento de troca do CEO e, de acordo com a hipótese 1 da pesquisa, deveriam apresentar um nível mais alto de GR do que nas empresas onde não acontece esta mudança. A Tabela 2 resume de forma gráfica os períodos ao redor da troca do CEO e a que resultados contábeis se referem.

Tabela 2
Períodos ao redor da troca do CEO

Mês da Substituição (x)	Ano t												Ano t+1		
	Jan	Fev ou Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev ou Mar		
Janeiro	x	4T t-1												4T t	
Fevereiro		x 4T t-1												4T t	
Março		4T t-1 x												4T t	
Abril		4T t-1	x											4T t	
Mai		4T t-1		x										4T t	
Junho		4T t-1			x									4T t	
Julho		4T t-1				x								4T t	
Agosto		4T t-1					x							4T t	
Setembro		4T t-1						x						4T t	
Outubro		4T t-1							x					4T t	
Novembro		4T t-1								x				4T t	
Dezembro		4T t-1									x			4T t	

Nota. 4T t-1 = Divulgação do resultado do ano anterior à troca (período precedente), responsabilidade do CEO que sai; 4T t = Divulgação do resultado do ano onde acontece a troca (período posterior), responsabilidade do CEO que entra.

3.4 Modelos de detecção do gerenciamento de resultados utilizados

A estimativa dos *accruals* não discricionários foram feitas por meio de dois modelos econométricos: o modelo de Jones Modificado e o modelo de Jones Modificado com ROA (Dechow et al., 1995, com os ajustes sugeridos por Kothari, Leone, & Wasley, 2005). As alterações propostas por Dechow et al. (1995) para o modelo original de Jones e que geraram o modelo de Jones Modificado, decorreram da observação de que a premissa de que as receitas contábeis não são objeto do GR nem sempre é verdadeira. Considera-se, portanto, a possibilidade de manipulação das vendas a prazo e por isso ajusta-se a variação no contas a receber pelas variações de vendas (Paulo, 2007). O modelo de Jones Modificado com ROA

acrescenta um controle adicional para a estimação dos *accruals* não discricionários que é o retorno sobre os ativos (ROA).

Adicionalmente foram eliminados dos modelos de cálculo dos *accruals* totais (AcT) e dos *accruals* não discricionários (AnD) as variáveis *DEPRt* (montante das despesas com depreciação e amortização) e *AIDt* (imobilizado e diferido) respectivamente, já que a informação disponibilizada no software Economatica não garante que os saldos destas duas contas contábeis considerem exatamente os mesmos elementos de origem (a mesma base de ativos imobilizados e diferidos), o que pode levar a presença de variações não explicadas decorrentes da falta de congruência entre essas duas entidades. Este mesmo ajuste já foi realizado nos trabalhos de Gioielli et al. (2013) e Sincerre, Sampaio, Famá e Santos (2016).

Considerando o exposto, os *accruals* totais (AcT) foram calculados por:

$$AcT_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta DISP_t) - (\Delta PC_t - \Delta DIV_t)}{AT_{t-1}} \quad (\text{Equação 4})$$

E a estimativa dos *accruals* não discricionários (AnD) foi feita por meio de dois modelos:

1) O modelo de Jones Modificado:

$$AnD_t = \hat{\alpha} \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 (\Delta R_t - \Delta CR_t) \quad (\text{Equação 5})$$

onde as estimativas dos parâmetros da equação 5 α e β_1 são geradas por:

$$ACOR_t = \alpha \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_t - \Delta CR_t) + \varepsilon_t \quad (\text{Equação 6})$$

com a exclusão na base de dados das observações onde temos o evento da troca do CEO (períodos *precedente* e *posterior*).

2) O modelo de Jones Modificado com ROA:

$$AnD_t = \hat{\alpha} \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 (\Delta R_t - \Delta CR_t) + \hat{\beta}_2 (ROA) \quad (\text{Equação 7})$$

Em que:

ROA = *Return on Assets* (Retorno sobre os Ativos)

e onde as estimativas dos parâmetros da equação 7 α , β_1 e β_2 são geradas por:

$$ACOR_t = \alpha \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_t - \Delta CR_t) + \beta_2 (ROA) + \varepsilon_t \text{ (Equação 8)}$$

com a exclusão na base de dados das observações onde temos o evento da troca do CEO (períodos *precedente e posterior*).

Finalmente, o gerenciamento de resultados ($GR_{i,t}$) para a empresa i no período t é calculado como a diferença entre as variáveis $AcT_{i,t}$ e $AnD_{i,t}$:

$$GR_{i,t} = AcT_{i,t} - AnD_{i,t} \text{ (Equação 9)}$$

3.5 Variáveis de controle

As variáveis de controle para a heterogeneidade da empresa são:

- *Auditor*: variável *dummy* que assume o valor um se a empresa tinha suas demonstrações financeiras auditadas por um dos líderes de mercado, ou “*Big Four*” (KPMG, Ernst & Young, Price waterhouse Coopers e Deloitte Touche Tohmatsu) e zero caso contrário;
- *Tamanho*: é o logaritmo natural dos ativos totais da empresa no ano t (em milhões de reais);
- *Crescimento*: é a variação da receita líquida operacional da empresa entre os anos $t - 1$ e t ;
- *Alavancagem*: alavancagem da empresa no ano t , calculada como a razão entre a dívida e a soma da dívida com o patrimônio líquido;
- *ROA*: retorno sobre os ativos da empresa no ano t , razão entre o lucro líquido e os ativos totais;
- *IPO/SEO*: variável *dummy* que assume valor um nos anos em que a empresa realizou oferta pública inicial de ações (IPO) ou oferta pública subsequente (SEO), e zero caso contrário;
- *DEB*: variável *dummy* que assume o valor no ano em que a empresa realizou uma emissão de debênture e zero caso contrário; e
- *Governança Corporativa*: variável *dummy* que assume valor um se a empresa está listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e zero em caso contrário.

Adicionalmente foram utilizadas variáveis *dummy* para os anos dos resultados reportados e para os setores das empresas de forma a controlar possíveis vieses relativos a essas duas dimensões. A Tabela 3 sintetiza as referências utilizadas para a seleção das variáveis de controle.

Tabela 3
Variáveis de Controle

Variável de controle	Porque foi utilizada	Impacto esperado	Autores
Auditor	Maior qualidade do auditor pode inibir a presença do GR; Reputação do auditor externo poderia ser prejudicada se falha em detectar distorções contábeis	Reduz probabilidade de GR	Myers, Myers e Omer (2003); Morsfield e Tan (2006); Azevedo e Costa (2012)
Tamanho	Empresas maiores por serem mais complexas têm maiores oportunidades para o GR (+); Ao mesmo tempo sofrem maior monitoramento por analistas de mercado (-)	Sem expectativa clara	Meek, Rao e Skousen (2007); Jaggi, Leung e Gul (2009); Hochberg (2012)
Crescimento	Empresas com crescimento maior são mais propensas a apresentar <i>Accruals</i> discricionários (ADs)	Aumenta probabilidade de GR	Ghosh, Gu e Jain (2005); Othman e Zeghal (2006); Hochberg (2012); Silva et al. (2014)
Alavancagem	Empresas alavancadas podem utilizar o GR para evitar violação dos covenants (+); Ao mesmo tempo são mais monitoradas por ag. de crédito e auditores (-)	Sem expectativa clara	Coelho e Lopes (2007); Rahmani e Akbari (2013); Mazzioni et al. (2015)
ROA	Controla potencial viés que os testes de GR podem sofrer se os ADs forem correlacionados com o desempenho da empresa	Sem expectativa clara	Dechow et al. (1995); McNichols (2000); Kothari et al. (2005); Silva et al. (2014)
IPO/SEO	Empresas têm incentivo para manipular os resultados quando realizam uma oferta pública de ações (Inicial ou Subsequente)	Aumenta probabilidade de GR	Rangan (1998); Teoh, Welch e Wong (1998); Gioielli et al. (2013)
DEB	Empresas têm incentivo para manipular os resultados com o intuito de alterar a percepção de risco dos investidores quando realizam uma oferta de dívida	Aumenta probabilidade de GR	Martinez e Faria (2007); Sincerre et al. (2016)
Governança Corporativa	Controla efeito que governança corporativa pode ter em inibir o GR	Reduz probabilidade de GR	Erfuth e Bezerra (2013); Barros, Soares e Lima (2013); Mazzioni et al. (2015)

3.6 Modelo de regressão

Para testar a hipótese H1, que leva em consideração possíveis diferenças no nível do GR ao longo do tempo, utilizaram-se regressões em painel em que a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados ($GR_{i,t-1;t}$) para a empresa i nos tempos $t-1$ e t , medida pelas acumulações discricionárias correntes. A variável de interesse é a *dummy* indicativa dos períodos precedente e posterior à troca do CEO no tempo t “*CEO troca*”. Para confirmar H1, o coeficiente da variável *dummy* “*CEO troca*” deve ser estatisticamente significativo. O modelo da regressão, incluindo as variáveis de controle, se apresenta da seguinte maneira:

$$\begin{aligned}
 GR_{i,t-1;t} = & \beta_0 + \beta_1 CEOtroca + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Tamanho_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} \\
 & + \beta_5 Alavancagem_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 IPO/SEO_{i,t} + \beta_8 DEB_{i,t} \\
 & + \beta_9 Governança_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Equação 10)}
 \end{aligned}$$

Em que:

CEO troca: é a variável *dummy* que assume valor um para empresa i nos anos t e $t - 1$ caso tenha acontecido a troca do CEO no ano t .

Para testar a hipótese H2, a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados ($GR_{i,t-1}$) para a empresa i no tempo $t-1$, medida pelas acumulações discricionárias correntes. A variável de interesse é a *dummy* indicativa do período precedente à troca do CEO no tempo t “*CEO precedente*”. Para confirmar H2, o coeficiente dessa variável *dummy* deve ser positivo e estatisticamente significativo. O modelo da regressão, incluindo as variáveis de controle, se apresenta da seguinte maneira:

$$GR_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 CEO_{precedente\ i,t} + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Tamanho_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Alavancagem_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 IPO/SEO_{i,t} + \beta_8 DEB_{i,t} + \beta_9 Governança_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Equação 11)}$$

Em que:

CEO precedente: é a variável *dummy* que assume valor um para empresa i no ano $t - 1$ caso tenha acontecido a troca do CEO no ano t .

O teste da hipótese H3 utiliza-se da mesma especificação básica da equação 11, apenas substituindo a variável “*CEO precedente*” pela variável “*CEO posterior*”. Para confirmar H3, o coeficiente dessa variável *dummy* deve ser negativo e estatisticamente significativo:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEO_{posterior\ i,t} + \beta_2 Auditor_{i,t} + \beta_3 Tamanho_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Alavancagem_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 IPO/SEO_{i,t} + \beta_8 DEB_{i,t} + \beta_9 Governança_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ (Equação 12)}$$

Em que:

CEO posterior: é a variável *dummy* que assume valor um para empresa i no ano t caso tenha acontecido a troca do CEO no ano t .

4 Resultados

4.1 Estatísticas descritivas da amostra e das variáveis de controle

As Tabelas 4 e 5 apresentam as estatísticas descritivas para as variáveis que caracterizam a heterogeneidade dos períodos analisados e das empresas da amostra. Na Tabela 4 comparamos as observações dos períodos *precedente* (último ano em que o CEO que sai atuou até o mês de dezembro) e *posterior* (ano em que aconteceu a mudança de CEO) que juntas totalizaram 177 de um total de 1.301 observações, com os períodos não afetados pela troca de CEO (1.124 observações). Para facilitar a leitura da tabela lembramos que as empresas que promoveram a troca de CEO no período analisado podem aparecer nos dois subgrupos destacados e, portanto, as diferenças dos agregados absolutos como a receita líquida ou o ativo total são menos importantes que medidas relativas de desempenho como o ROA que é, na média, negativo nos anos impactados pela troca do CEO (-2.12%) e positivo nos outros períodos (+1.53%).

Tabela 4

Estatística Descritiva das Características da Amostra (anos afetados pela troca do CEO vs. anos não afetados)

	Todas as observações			Anos afetados pela troca do CEO (períodos <i>precedente</i> + <i>posterior</i>)			Anos não afetados pela troca do CEO			Estat. <i>t</i>
	N = 1301			N = 177			N = 1124			
	Média	Mediana	Des. Pad.	Média	Mediana	Des. Pad.	Média	Mediana	Des. Pad.	
Receita (bilhões)	6.08	0.86	23.90	13.26	1.66	42.68	4.95	0.80	19.14	-4.33
Lucro Líquido (bilhões)	0.17	0.02	2.71	-0.07	0.02	4.60	0.21	0.02	2.27	-1.26
Ativos Totais (bilhões)	11.51	1.86	56.45	28.15	3.61	111.74	8.89	1.64	41.00	-4.25
Crescimento Receita	22.39	6.40	323.78	27.86	5.70	179.07	21.52	6.45	341.07	-0.24
Alavancagem	36.78	39.60	161.70	57.21	50.00	89.39	33.57	37.70	170.12	-1.81
ROA	1.03	2.20	226.56	-2.12	0.90	12.99	1.53	2.40	243.70	0.20
Tamanho (ln)	7.45	7.50	1.95	8.38	8.20	1.76	7.31	7.40	1.93	-6.92
Governança	0.53	1.00	0.50	0.68	1.00	0.47	0.51	1.00	0.50	-4.38
Auditoria	0.74	1.00	0.44	0.82	1.00	0.38	0.72	1.00	0.45	-2.90
Debêntures	0.15	0.00	0.35	0.19	0.00	0.40	0.14	0.00	0.34	-1.90
IPO / SEO	0.04	0.00	0.19	0.05	0.00	0.21	0.04	0.00	0.19	-0.44

Nota. A estatística T testa a diferença das médias das variáveis elencadas dos dois subgrupos de observações analisados. Estão destacadas em negrito as diferenças de médias estatisticamente significativas ao nível de 5% ou menos e diferentes de zero.

Na Tabela 5 comparam-se as características das empresas que realizaram a troca do CEO em algum momento entre os anos 2011 e 2016 (o ano de 2010 apesar de fazer parte do banco de dados do estudo foi utilizado apenas como base de cálculo para o GR e outras

variáveis do ano de 2011) e os resultados das empresas que mantiveram o CEO durante todo este período.

Observa-se que o grupo de empresas que em algum momento realizaram a troca de CEO são maiores (receita líquida e ativos totais maiores, na média, 438% e 415% respectivamente), utilizaram auditores de maior qualidade (82% das empresas que trocaram o CEO contrataram um dos líderes de mercado –*Big Four*– nos períodos observados contra 69% das empresas que não mudaram o CEO) e apresentam um maior nível de governança corporativa: 72% das empresas que substituíram o CEO estavam listadas no Nível II ou Novo Mercado de governança corporativa nos anos entre 2011 e 2016, contra 44% das empresas onde não houve a troca. A análise da estatística T demonstra que para essas variáveis (Receita, Ativo total, Governança e Auditoria – além da variável Tamanho medida como o logaritmo natural do Ativo total), as diferenças das médias são estatisticamente significantes ao nível de 5% ou menos e sugere que existe uma rotatividade maior na posição de CEO nas empresas maiores, mais complexas e com uma governança formal mais forte.

Verifica-se também que o retorno sobre os ativos (ROA) do grupo de empresas que em algum momento alterou seu principal executivo no período foi negativo, na média, em -0,70% contra um retorno positivo das empresas que não realizaram esta mudança de 1,87%.

Tabela 5

Estatística Descritiva das Características da Amostra (empresas que realizaram troca vs. empresas sem troca)

	Todas as observações			Empresas que realizaram troca de CEO			Empresas que não realizaram troca de CEO			Estat. <i>t</i>
	N = 1301			N = 426			N = 875			
	Média	Mediana	Des. Pad.	Média	Mediana	Des. Pad.	Média	Mediana	Des. Pad.	
Receita (bilhões)	6.08	0.86	23.90	13.44	1.76	39.90	2.50	2.50	6.01	-7.93
Lucro Líquido (bilhões)	0.17	0.02	2.71	0.21	0.06	4.38	0.15	0.15	1.25	-0.41
Ativos Totais (bilhões)	11.51	1.86	56.45	25.12	3.71	96.08	4.88	4.88	10.77	-6.15
Crescimento Receita	22.39	6.40	323.78	49.36	7.75	555.42	9.26	9.26	73.47	-2.10
Alavancagem	36.78	39.60	161.70	50.03	45.95	77.51	30.33	30.33	189.33	-2.06
ROA	1.03	2.20	226.56	-0.70	1.70	19.38	1.87	1.87	275.97	0.19
Tamanho (ln)	7.45	7.50	1.95	8.29	8.20	1.81	7.04	7.04	1.88	-11.40
Governança	0.53	1.00	0.50	0.72	1.00	0.45	0.44	0.44	0.50	-10.00
Auditoria	0.74	1.00	0.44	0.82	1.00	0.38	0.69	0.69	0.46	-5.09
Debêntures	0.15	0.00	0.35	0.19	0.00	0.39	0.12	0.12	0.33	-3.38
IPO / SEO	0.04	0.00	0.19	0.04	0.00	0.21	0.04	0.04	0.19	-0.70

Nota. A estatística T testa a diferença das médias das variáveis elencadas dos dois subgrupos de observações analisados. Estão destacadas em negrito as diferenças de médias estatisticamente significativas ao nível de 5% ou menos e diferentes de zero.

A Tabela 6 apresenta a correlação entre as variáveis exógenas. Observa-se que enquanto as correlações das variáveis econômicas ‘Crescimento da Receita’, ‘Alavancagem’ e ‘ROA’ com as outras variáveis são baixas, o mesmo não ocorre com a variável ‘Tamanho’ que têm correlação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com as variáveis ‘Governança’, ‘Auditoria’ e com as variáveis *dummy* indicadoras da execução de operações de ‘Debêntures’ e ‘IPO/SEO’, além da variável Alavancagem. Isso indica, conforme era esperado, que empresas maiores estão mais presentes nos níveis de governança Nível II ou Novo Mercado, utilizam mais auditores de alta reputação (*Big Four*), tendem a ser mais alavancadas, e lideram as operações junto ao mercado de capitais de emissão de dívida e ofertas públicas de ações.

Tabela 6
Matriz de Correlação para as Variáveis Independentes

Var. Independ.	Gov	Deb	IPO_SEO	Audit	Tamanho	Cresc. RL	Alav.	ROA
Gov	1							
Deb	0.1900***	1						
IPO_SEO	0.1419***	0.0291	1					
Audit	0.4470***	0.1779***	0.0942***	1				
Tamanho (ln)	0.3768***	0.2516***	0.0860***	0.3461***	1			
Cresc. RL	0.0330	-0.0149	0.0066	0.0097	0.0050	1		
Alav.	0.0081	0.0335	-0.0046	-0.0070	0.0826***	-0.0094	1	
ROA	0.0344	0.0026	0.0017	0.0152	0.0345	-0.0160	-0.0061	1

Nota. *, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% (para testes bicaudais), respectivamente.

4.2 Gerenciamento de resultados

A Tabela 7 apresenta o nível de gerenciamento de resultados, considerando os resultados dos períodos afetados (*precedente* – CEO_Prec, *posterior* – CEO_Post e o conjunto dos dois – CEO_Troca) e os não afetados pela mudança do principal executivo (CEO), para os dois modelos utilizados para detecção do GR, o de Jones Modificado e o Jones Modificado com ROA. Inicialmente podemos observar que os resultados da análise univariada – médias e desvios-padrão – são bastante semelhantes nos dois modelos. A tabela aponta que o nível médio de gerenciamento de resultados nos períodos afetados pela troca do CEO é mais alto que o nível de GR nos períodos não afetados por esta mudança, com destaque para o período referente ao ano em que o novo CEO entra na empresa (CEO_Post) que apresenta um GR médio de -2,20% a -2,30%, enquanto que a média do GR nos períodos não afetados pela mudança vai de 0.02% a 0.11%. O nível médio de GR encontrado para o período anterior a

troca do CEO (último ano completo do CEO que deixa a empresa) também foi maior do que a média do período não afetado, variando de 1,24% a 1,27%. Finalmente, considerando-se todos os períodos afetados pela mudança (CEO_Troca), os níveis médios de GR foram de -0,61% a -0,69% conforme o modelo utilizado, resultado esse afetado pela soma de observações com sinal majoritariamente negativo (CEO_Post) e observações com sinal majoritariamente positivo (CEO_Prec). Apesar das diferenças observadas não serem estatisticamente significativas ao nível de 5% ou menos, os resultados encontrados são consistentes com as hipóteses levantadas, não só pela detecção de um nível de gerenciamento de resultados maior nos períodos afetados pela mudança do CEO como também pelo sinal dos resultados apresentados – especificamente, o GR do período de entrada do novo CEO (CEO_Post) é negativo indicando um gerenciamento de resultados buscando a minimização dos lucros reportados e o GR do último período do CEO que sai (CEO_Prec) é positivo, sinalizando o propósito de melhorar o lucro reportado.

Tabela 7
Gerenciamento de resultados por período

Modelo	Períodos observados	Nr. Observ.	Média	Diferença	Desvio-Padrão
Jones Modificado	CEO_Prec (ano anterior à troca)	95	1.27%	-1.25%	11.14%
	CEO_Post (ano da troca)	98	-2.20%	2.22%	10.82%
	CEO_Troca (CEO_Prec + CEO_Post)	177	-0.61%	0.64%	11.22%
	Não afetados pela mudança	1,124	0.02%	-	17.74%
	Todos os períodos	1,301	-0.06%	-	17.00%
Jones Modificado com ROA	CEO_Prec (ano anterior à troca)	95	1.24%	-1.13%	11.17%
	CEO_Post (ano da troca)	98	-2.30%	2.41%	10.97%
	CEO_Troca (CEO_Prec + CEO_Post)	177	-0.69%	0.79%	11.32%
	Não afetados pela mudança	1,124	0.11%	-	19.94%
	Todos os períodos	1,301	0.00%	-	19.00%

Nota. Estatísticas descritivas para o nível do gerenciamento de resultados nos períodos de troca do CEO; a amostra consiste em 1.301 observações de 227 diferentes empresas no período de 2011 a 2016; as duas medições de gerenciamento de resultados são baseadas nos modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA; o gerenciamento de resultados é em percentagem dos ativos totais; a variável dummy anual referente ao ano de 2011 foi omitida devido a colinearidade. A diferença da média do GR nos períodos afetados pela troca do CEO (CEO_Prec, CEO_Post e CEO_Troca) foi calculada em relação a média do GR das observações nos períodos não afetados pela mudança. O teste t para a diferença de médias indicou que nenhuma delas é estatisticamente significativa ao nível de 5% ou menos.

A Tabela 8 apresenta as estimativas para o modelo de regressão multivariada que inclui as variáveis *dummy* que identificamos períodos em que as empresas tiveram os resultados potencialmente afetados pelo evento da substituição do CEO e as variáveis de

controle que representam as características das empresas da mostra. Os resultados obtidos em relação a variável de interesse demonstram que, apesar de não detectarmos evidências que o nível médio de GR é influenciado pelo CEO no conjunto dos dois períodos afetados por este evento – períodos anterior e imediatamente posterior – (hipótese 1, *dummy* CEO_Troca) e em seu último ano no cargo (hipótese 2, *dummy* CEO_Prec), a variável *dummy* que controla o período de entrada do novo CEO (CEO_Post) apresenta nos dois modelos utilizados significância estatística ao nível de 5% e coeficiente negativo, confirmando a hipótese 3 de presença do GR no primeiro ano do CEO entrante com intenção de redução do lucro corrente reportado, em consonância com os trabalhos de Bornemann et al. (2011), Choi et al. (2012), e Wells (2002).

As variáveis de controle que apresentaram significância estatística foram, na ordem de relevância: ROA (significância estatística ao nível de 1% no modelo de Jones modificado com ROA e 5% no Jones modificado), Auditoria (significância estatística ao nível de 5% no modelo de Jones modificado com ROA e 10% no Jones modificado) e Alavancagem (significância estatística ao nível de 10% nos dois modelos). O resultado observado das variáveis ROA e Alavancagem são concordantes com a literatura existente, que correlacionam a presença do GR com o desempenho da empresa (ROA) como constatado por Dechow et al. (1995), Kothari et al. (2005), e McNichols (2000), e com a utilização do gerenciamento de resultados para evitar a violação dos *covenants* relacionados a dívida nas empresas mais alavancadas (Coelho & Lopes, 2007; Mazzioniet al., 2015; Rahmani & Akbari, 2013). Por outro lado, a significância estatística encontrada na variável Auditoria (nível de 5% no modelo de Jones modificado com ROA e 10% no Jones modificado) e o sinal positivo do coeficiente não eram esperados: a utilização de auditores mais qualificados deveria reduzir a presença do GR. A suposição é que o gerenciamento de resultados é encontrado em maior intensidade em empresas que, devido a suas características (complexidade, tamanho, estrutura acionária e nível de exposição institucional) trabalham com auditores mais reputados, mas que esse atributo não é suficiente para coibir a presença do GR de maneira significativa. As outras variáveis de controle – Governança, emissão de Debênture, IPO/SEO, Tamanho e Crescimento da RL – não são estatisticamente significativas em nenhum dos modelos analisados.

Por fim, destacamos que os resultados são robustos no que se refere à inserção de diversos controles, medidas de gerenciamento de resultados e métodos estatísticos, e que o teste F para a significância conjunta de todas as variáveis explicativas é estatisticamente significativo ao nível de 1% em todos os modelos analisados.

Tabela 8
Regressões de Gerenciamento de Resultados e Períodos de troca de CEO

Variáveis	Modelo Jonas modificado			Modelo Jonas modificado com ROA		
	Ceo_Troca	Ceo_Prec	Ceo_Post	Ceo_Troca	Ceo_Prec	Ceo_Post
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Dummy mudança CEO	-0.0119 (0.0115)	0.00737 (0.0138)	-0.0275** (0.0138)	-0.0124 (0.0115)	0.00679 (0.0138)	-0.0282** (0.0138)
Dummy Governança	0.0146 (0.00998)	0.0136 (0.00996)	0.0148 (0.00991)	0.0150 (0.00999)	0.0140 (0.00998)	0.0151 (0.00992)
Dummy Debênture	0.00862 (0.00760)	0.00864 (0.00757)	0.00889 (0.00760)	0.00947 (0.00762)	0.00949 (0.00759)	0.00974 (0.00762)
Dummy IPO / SEO	0.0427 (0.0290)	0.0431 (0.0291)	0.0429 (0.0289)	0.0415 (0.0285)	0.0419 (0.0286)	0.0417 (0.0284)
Dummy Auditoria	0.0331* (0.0177)	0.0335* (0.0177)	0.0333* (0.0177)	0.0350** (0.0178)	0.0354** (0.0178)	0.0352** (0.0178)
Tamanho	-0.00560 (0.00684)	-0.00607 (0.00683)	-0.00554 (0.00683)	-0.00681 (0.00687)	-0.00728 (0.00686)	-0.00676 (0.00686)
Crescimento RL	2.13e-05 (1.79e-05)	2.14e-05 (1.78e-05)	2.09e-05 (1.76e-05)	2.04e-05 (1.74e-05)	2.05e-05 (1.73e-05)	2.00e-05 (1.71e-05)
Alavancagem	0.000146* (8.12e-05)	0.000145* (8.12e-05)	0.000147* (8.12e-05)	0.000145* (8.09e-05)	0.000144* (8.09e-05)	0.000146* (8.09e-05)
ROA	9.01e-05** (3.91e-05)	9.03e-05** (3.91e-05)	9.01e-05** (3.91e-05)	0.000382*** (3.92e-05)	0.000382*** (3.92e-05)	0.000382*** (3.92e-05)
Intercepto	0.0326 (0.0415)	0.0353 (0.0415)	0.0306 (0.0414)	0.0383 (0.0418)	0.0409 (0.0419)	0.0362 (0.0417)
Dummies Anuais	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
Dummies Setor	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
Nr. de Observações	1,301	1,301	1,301	1,301	1,301	1,301
F (31, 1269)	2,40	2,36	2,52	8,22	8,19	8,36
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
R²	0.059	0.059	0.061	0.245	0.244	0.246

Nota. Análise de regressão em painel do nível de gerenciamento de resultados nos períodos de troca do CEO; a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como porcentagem dos ativos totais; ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA); a amostra consiste em 1.301 observações de 227 diferentes empresas no período de 2011 a 2016; as variáveis dummy referentes ao ano de 2011 e ao setor Minerais não metálicos foram omitidas devido a colinearidade; as estatísticas *t* (ou *z*) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses.

*, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% (para testes bicaudais), respectivamente.

5 Conclusão

A relevância na análise do gerenciamento de resultados (GR) decorre da importância do objeto sob qual ele se manifesta, o próprio ‘resultado’, que sendo parte da informação contábil-financeira, é medida essencial para avaliação da qualidade da administração e sua remuneração variável, das análises utilizadas para decisões de compra e venda de instrumentos patrimoniais, e para avaliação do risco de crédito da entidade, entre outros usos.

O gerenciamento de resultados pode ser definido pelo uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis, dentro dos limites da norma contábil, com a intenção de produzir um resultado enviesado da entidade, buscando a obtenção de benefícios e/ou interpretações do resultado que não aconteceriam caso fosse feita a divulgação neutra (sem vieses) da informação contábil-financeira. Assim sendo, estamos analisando um fenômeno que apesar de legal do ponto de vista estritamente normativo, se caracteriza pela oposição frontal a uma das características qualitativas fundamentais da informação contábil-financeira que é a representação fidedigna (completa, neutra e ausente de erros) das operações econômicas das entidades, e por aumentar a assimetria de informação entre os administradores e os demais *stakeholders* afetados pelo resultado da empresa.

Nesse sentido, esse trabalho analisa um evento que é de vital interesse para esses *stakeholders*: a possibilidade de que, nos episódios de mudança do principal executivo da empresa (o diretor presidente ou CEO), os resultados sejam afetados pelo gerenciamento de resultados e não representem uma fotografia fidedigna da performance, do valor e do risco da empresa. Para a verificação dessa hipótese foram utilizados dois modelos de detecção do GR baseados em *accruals*, o Jones Modificado e o Jones Modificado com ROA, e definidas três hipóteses específicas: que os resultados das companhias nos períodos imediatamente precedentes e posteriores à mudança de CEO apresentam um nível mais alto de GR do que nas empresas onde não acontece esta mudança (hipótese 1), que nos períodos imediatamente precedentes à mudança do CEO observa-se a presença do GR para maximização do lucro corrente (hipótese 2) e que nos períodos posteriores a mudança do CEO observa-se a presença do GR para minimização do lucro corrente (hipótese 3).

Para testar as três hipóteses do trabalho, utilizaram-se regressões em painel em que a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados, medido pelas acumulações discricionárias correntes, e a variável de interesse é a *dummy* indicativa dos períodos precedente e posterior à troca do CEO. Para confirmar as hipóteses da pesquisa o coeficiente da variável *dummy* dos períodos de troca do CEO deve ser estatisticamente significativo. A

amostra utilizada incluiu o resultado de 227 companhias listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2010 a 2016 gerando um total de 1.301 observações após a exclusão das acumulações que se situavam abaixo do percentil 0,25% e acima do percentil 99,75%.

O estudo verificou que as empresas que em algum momento realizaram a troca do seu principal executivo no período analisado são maiores (receita líquida e ativos totais maiores, na média, 438% e 415% respectivamente), utilizaram auditores de maior qualidade (82% delas contrataram um dos líderes de mercado – *Big Four*– nos períodos observados, contra 69% das empresas que não mudaram o CEO) e apresentam um maior nível de governança corporativa: 72% dessas empresas estavam listadas no Nível II ou Novo Mercado de governança corporativa nos anos entre 2011 e 2016, contra 44% das empresas onde não houve a substituição. A análise da estatística T demonstra que para essas variáveis (Receita, Ativo total, Governança e Auditoria), as diferenças das médias são estatisticamente significantes ao nível de 5% ou menos, sugerindo que existe uma rotatividade maior na posição de CEO nas empresas maiores, mais complexas e com uma governança formal mais forte. O retorno sobre os ativos (ROA) do grupo de empresas que em algum momento alterou seu principal executivo no período foi negativo, na média, em -0,70% contra um retorno positivo das empresas que não realizaram esta mudança de 1,87%.

Os resultados do modelo de regressão multivariada demonstram que, apesar de não detectarmos evidências que o nível médio de GR é influenciado pelo CEO em seu último ano no cargo ou no período total que compreende os resultados dos dois anos afetados pela troca do CEO (hipóteses 1 e 2), a variável *dummy* que controla o período de entrada do novo CEO apresenta nos dois modelos utilizados para a identificação do GR (Jones Modificado e o Jones Modificado com ROA) significância estatística ao nível de 5% e coeficiente negativo, confirmando a hipótese 3 de presença do GR no primeiro ano do CEO entrante com intenção de redução do lucro corrente reportado. Esse resultado é compatível com aqueles observados nos trabalhos de Bornemann et al.(2011); Choi et al. (2012); Wells (2002), e demonstram no CEO entrante a intenção de criar uma base de comparação deprimida para que os resultados dos anos subsequentes sejam analisados de maneira mais favorável.

As consequências desse fenômeno vão além do impacto que tal prática acarreta para o resultado anual da empresa, o preço de sua ação e o aumento da assimetria de informação entre a administração e outros *stakeholders*: fica demonstrado que, mesmo nas empresas com maiores níveis de governança, os mecanismos para a inibição de tal comportamento não são suficientes e os agentes que deveriam atuar para coibir tais artifícios, tal como o conselho de administração, os auditores externos e os órgãos reguladores não atuam de maneira efetiva.

Poder-se-ia questionar também se não existe uma aceitação tácita por parte de todos os envolvidos no processo de divulgação das informações contábeis-financeiras – não apenas o CEO e os já citados acionistas e agentes fiscalizadores, mas também as equipes envolvidas na preparação das demonstrações financeiras – de que o gerenciamento de resultados é um fenômeno natural na vida das empresas e que uma das competências desejadas de um bom executivo é a capacidade de executá-lo sem que os mesmos gerem consequências externas negativas. Os perigos desse “Estado de coisas” (*stateofaffairs*) são múltiplos: a prática do GR pode facilmente derivar para a fraude contábil; um alinhamento temporário entre os acionistas representados no conselho e a administração no sentido de enviesar o resultado num determinado período pode, depois que a prática foi instalada e aceita como habitual, gerar um ambiente em que a administração atue de acordo com seus interesses e não dos acionistas; a leniência dos Auditores perante o GR pode um dia gerar um evento grave de manipulação contábil e prejudicar sua própria reputação, além de possíveis consequências econômicas; a lista é longa e sempre traz elementos que prejudicam a cultura e a sustentabilidade da empresa.

Investigações posteriores poderão enriquecer a compreensão desse fenômeno por meio da inter-relação da troca do CEO com outras características da firma (tipo de controle acionário), outros eventos (remuneração variável por meio de *stock options*), e da própria natureza da mudança do presidente: se a mesma foi consensual ou forçada, se o CEO que entra vem de dentro da organização ou de fora, e se o CEO que sai permanece ligado à organização (como membro do conselho de administração por exemplo) ou não.

Referências

- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79.
- Antia, M., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2010). CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 288-301.
- Arya, A., Glover, J., & Sunder, S. (1998). Earnings management and the revelation principle. *Review of Accounting Studies*, 3(1-2), 7-34.
- Azevedo, F. B., & Costa, F. M. (2012). Efeito da troca da firma de auditoria no gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(5), 65-100.
- Barros, C. M. E., Soares, R. O., & Lima, G. A. S. F. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 19, 27-39.
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
- Bornemann, S., Kick, T., Pfingsten, A., & Schertler, A. (2011). Taking a bath while receiving the baton: An empirical analysis of ceo behavior during turnovers in banks [Working Paper, September]. *Deutsche Bundesbank*, Deutschland.
- Brugni, T. V., Rodrigues, A., Cruz, C. F., & Szuster, N. (2012). IFRIC 12, ICPC 01 e contabilidade regulatória: Influências na formação de tarifas do setor de energia Elétrica. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2), 104-119.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Cardoso, R. L., Souza, F. S. R. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da adoção do ifrs na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84.
- Cella, C., & Ellul, A., & Gupta, N. (2017). Learning through a smokescreen: Earnings management and CEO compensation over tenure [Riksbank Research Paper Series Forthcoming; Research Paper No. 15-18]. *Kelley School of Business Swedish House of Finance Research*, Switzerland.
- Choi, J. S., Kwak, Y. M., & Choe, C. (2012). Earnings management surrounding CEO Turnover: Evidence from Korea [Discussion Paper]. *Monash University*, Australia.
- Coelho, A. C., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *RAC - Revista de Administração Contemporânea*, 11(especial 2), 121-144.

- Dantas, J. A., Medeiros, O. R., Galdi, F. C., & Costa, F. M. (2013). Gerenciamento de resultados em bancos com uso de TVM: Validação de modelo de dois estágios. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(61), 37-54.
- Deangelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Demo, P. (2000). *Metodologia do conhecimento científico*. São Paulo: Atlas.
- Dye, R. A. (1988). Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting Research*, 26(2), 195-235.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 32-42.
- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M., & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488-501.
- Gabriel, F., & Corrar, L. J. (2010). Gerenciamento de resultados e de capital no sistema bancário brasileiro: Uma investigação empírica nas aplicações em títulos e valores mobiliários. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 15(2), 49-62.
- Ghosh, A., Gu, Z., & Jain, P. C. (2005). Sustained earnings and revenue growth, earnings quality, and earnings response coefficients. *Review of Accounting Studies*, 10(1), 33-57.
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.
- Gioielli S. P. O., Carvalho A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *BBR - Brazilian Business Review*, 10(4), 32-68.
- Hazarika, S., Karpoff, J. M.; R. & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44-69.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- 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.
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture capital and corporate governance in the newly public firm. *Review of Finance*, 16(2), 1-52.
- Jacob, J., & Jorgensen, B. N. (2007). Earnings management and accounting income aggregation. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), 369-390.

- 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 investigation. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kadan, O., & Yang, J. (2016). Executive stock options and earnings management: A theoretical and empirical analysis. *Quarterly Journal of Finance*, 6(2), 1-39.
- Kang, S-H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353-367.
- Karagaretnam, K., Lobo, G. J., & Mathieu, R. (2004). Earnings management to reduce earnings variability: Evidence from Bank Loan Loss provisions. *Review of Accounting & Finance*, 3(1), 128-148.
- Konraht, J. M., & Soutes, D. O. (2015). A produção científica sobre earnings management nos periódicos contábeis brasileiros. *Capital Científico*, 13(4), 63-80.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Jaggi, B., Leung, S., & Gul, F. (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 281-300.
- Lambert, R. A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *The Accounting Review*, 59(4), 604-618.
- Levitt, A. (1998). *Remarks by chairman Arthur Levitt, securities and exchange commission, the numbers game*. New York, NY: NYU Center for Law and Business. Retrieved from <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>
- Mazzioni, S., Prigol, V., Moura, G. D., & Klann, R. C. (2015). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 61-85.
- Martinez, A. L. (2001). *“Gerenciamento” dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: Um *survey* da literatura. *BBR - Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Martinez, A. L.; & Faria, M. P. (2007). Emissão de debêntures e *earnings management* no Brasil. *Revista de Informação Contábil*, 2(1), 57-71.
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26(Suppl.), 1-31.
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 313-345.

- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? *The Accounting Review*, 81(5), 1119-1150.
- Meek, G. K., Rao, R. P., & Skousen, C. J. (2007). Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 6(3), 304-323.
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Omer, T. C. (2003). Exploring the term of the auditor-client relationship and the quality of earnings: A case for mandatory auditor rotation? *The Accounting Review*, 78(3), 779-799.
- Othman, H. B., & Zeghal, D. (2006). A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 406-435.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Pronunciamento Técnico CPC-00* (2011). Pronunciamento conceitual básico (R1): Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Recuperado de http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf
- Rahmani, S., & Akbari, M. A. (2013). Impact of firm size and capital structure on earnings management: Evidence from Iran. *World of Sciences Journal*, 1(17), 59-71.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101-122.
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa social: Métodos e técnicas* (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Ronen, J., & Sadan, S. (1981). *Smoothing income numbers, objectives, means, and implications*. Reading, MA: Addison Wesley.
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management: Emerging insights in theory, practice, and research*. New York: Springer.
- Santos P. S. A., Dani, A. C., Dal Magro, C. B., & Machado, D. G. (2017). Propriedade familiar e o *earnings management* no Brasil: Uma análise sob a ótica do *take a bath* e do *incomesmoothing*. *Enfoque: Reflexão Contábil UEM*, 36(1), 23-44.
- Silva, A. F., Weffort, E. F. J., Flores, E. S., & Silva, G. P. (2014). Gerenciamento de resultados e crises econômicas no mercado de capitais brasileiro. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268-283.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305.

- Teoh, S. H.; Welch, I.; & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63-99.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.
- Wells, P. (2002). Earnings management surrounding CEO changes. *Accounting and Finance*, 42(2), 169-193.

Apêndice A – Companhias Analisadas

Aco Altona	Copasa	Grazziotin
Advanced-Dh	Cosan	Grendene
Aliansce	Cosan Log	Guararapes
Aliperti	Coteminas	Haga S/A
Alliar	Cr2	Helbor
Alpargatas	Cremer	Hercules
Ambev S/A	Cristal	Hoteis Othon
Anima	Csu Cardsyst	Hypermarcas
Arezzo Co	Cvc Brasil	IGB S/A
Arteris	Cyre Com-Ccp	Iguatemi
Atompar	Cyrela Realt	Ihpardini
Azevedo	Dasa	Imc S/A
Azul S.A.	Dimed	Ind Cataguas
B2W Digital	Direcional	Inds Romi
Bardella	Dohler	Inepar
Battistella	Dtcom Direct	Iochnp-Maxion
Baumer	Duratex	Itautec
Bic Monark	Ecorodovias	J B Duarte
Biosev	Elekeiroz	JBS
Bombril	Embraer	JHSF Part
BR Brokers	Encorpar	Joao Fortes
BR Malls Par	Estacio Part	Josapar
BR Pharma	Estrela	JSL
BR Propert	Eternit	Karsten
Brasilagro	Eucatex	Kepler Weber
Braskem	Even	Klabin S/A
BRF SA	Excelsior	Kroton
Buettner	Eztec	La Fonte Tel
Cambuci	Fer Heringer	Le Lis Blanc
Casan	Ferbasa	Linx
CCR SA	Fibam	Lix da Cunha
Ccx Carvao	Fibria	Localiza
Cedro	Fleury	Locamerica
Ceg	Forja Taurus	Log-In
Celul Irani	Fras-Le	Lojas Americ
Cia Hering	Gafisa	Lojas Hering
Cielo	Generalshopp	Lojas Marisa
Comgas	Gerdau	Lojas Renner
Const A Lind	Gerdau Met	Lopes Brasil
Contax	Gol	Lupatech

M.Diasbranco	Plascar Part	Tegma
Magaz Luiza	Pomifrutas	Teka
Magnesita SA	Portobello	Tekno
Mangels Indl	Positivo Tec	Telebras
Marcopolo	Pq Hopi Hari	Telef Brasil
Marfrig	Profarma	Tenda
Melhor SP	Qgep Part	Terra Santa
Mendes Jr	Qualicorp	Tex Renaux
Metal Iguacu	RaiaDrogasil	Tim Part S/A
Metal Leve	Randon Part	Time For Fun
Metalfrio	Recrusul	Totvs
Metisa	Riosulense	Trisul
Mills	Rodobensimob	Triunfo Part
Minasmaquinas	Rossi Resid	Tupy
Minerva	Rumo S.A.	Ultrapar
Minupar	Sabesp	Unicasa
MMX Miner	Sanepar	Unipar
Movida	Sansuy	Usiminas
MRV	Santanense	Vale
Multiplan	Santos Brp	Valid
Multiplus	Sao Carlos	Viavarejo
Mundial	Sao Martinho	Viver
Nadir Figuei	Saraiva Livr	Vulcabras
Natura	Sauipe	Weg
Nordon Met	Schulz	Wetzel S/A
Nova Oleo	Ser Educa	Whirlpool
Oderich	Sid Nacional	Wlm Ind Com
Odontoprev	Sierrabrasil	
OGX Petroleo	SLC Agricola	
Oi	Smiles	
OSX Brasil	Somos Educa	
Ourofino S/A	Sondotecnica	
P.Acucar-Cbd	Springer	
Panatlantica	Springs	
Paranapanema	SPTuris	
PDG Realt	Suzano Papel	
Pet Manguinh	Technos	
Petrobras	Tecnisa	
Petrorio	Tecnosolo	
Pettenati	Tectoy	

Apêndice B – Pesquisa de Dados

A data do evento da troca do CEO foi mapeada por meio de pesquisa na página web da CVM (www.cvm.gov.br), utilizando-se a opção >Companhias >Informações Periódicas e Eventuais de Companhias >3-Consulta por data >Módulo IPE, com as seguintes seleções de dados:

- Período da consulta: “01/01/2010 a 30/04/2017”;
- Categoria(s): 1 - “Aviso aos Acionistas” (tipo: “Outros Avisos”); 2 - “Comunicado ao Mercado” (tipo: “Outros Comunicados Não Considerados Fatos Relevantes”); 3 - “Fato Relevante”;
- Palavra(s) chave: “Presidente”; “Presidência”; “CEO”.

Os documentos gerados por esta pesquisa foram analisados individualmente para que fossem identificados os eventos de troca do CEO. Eventuais dúvidas foram resolvidas por meio de consulta direta à página web de Relações com Investidores das companhias.

A variável de controle “*Auditor*” foi mapeada da mesma forma, com as seguintes seleções de dados:

- Período da consulta: “01/01/2010 a 30/04/2017”;
- Categoria: “Comunicado ao Mercado” - tipo: “Mudança de Auditor (art. 28, Instr. CVM nr. 308/99)”.

Eventuais dúvidas foram resolvidas por meio de consulta a página web de Relações com Investidores das companhias.

A variável de controle “*IPO/SEO*” (oferta pública inicial de ações – IPO, ou oferta subsequente de ações – SEO) foi obtida através da página web da BM&F Bovespa (http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm), consultando a opção >Serviços >Ofertas públicas (disponível através do enlace ‘Confira a relação completa dos serviços na Bolsa. Saiba Mais’ dentro do menu inicial de Serviços) >Estatísticas, e baixando o arquivo do enlace ‘Ofertas Públicas e IPOs’.

A variável de controle “*DEB*” (emissão de debênture) foi obtida na página web <http://www.debentures.com.br/> por meio do enlace ‘arquivo Consolidado de Debêntures’ que dá acesso a um arquivo com o detalhamento de todas as emissões a partir de 2010.

As variáveis de controle “*Tamanho*”, “*Crescimento*”, “*Alavancagem*”, “*ROA*” e “*Governança Corporativa*” foram todas obtidas diretamente no software da Economatica.