



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RUTH FONSECA DE ARAÚJO

**A NÃO DUALIDADE DO CEO AFETA AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO
DE RESULTADOS? EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL**

**RECIFE – PE
2023**

RUTH FONSECA DE ARAÚJO

**A NÃO DUALIDADE DO CEO AFETA AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO
DE RESULTADOS? EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, Centro Acadêmico CCSA, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis. Área de concentração: Informação Contábil.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins
Coorientador: Prof. Dr. Giuseppe Trevisan

RECIFE – PE
2023

Catálogo na Fonte
Bibliotecária Ângela de Fátima Correia Simões, CRB4-773

A663n Araújo, Ruth Fonseca de
A não dualidade do CEO afeta as práticas de gerenciamento de resultados?: Evidências para o Brasil / Ruth Fonseca de Araújo. – 2023.
41 folhas: il. 30 cm.

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Gomes Martins e Coorientador Prof. Dr. Giuseppe Trevisan Cruz.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco, CCSA, 2023.

Inclui referências e apêndices.

1. Dualidade Teoria da Dualidade Teoria da Distribuição. 2. Informações contábeis. 3. Governança corporativa. I. Martins, Vinícius Gomes (Orientador). II. Cruz, Giuseppe Trevisan (Coorientador). III. Título.

657 CDD (22. ed.)

UFPE (CSA 2023– 053)

RUTH FONSECA DE ARAÚJO

**A NÃO DUALIDADE DO CEO AFETA AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS? EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, Centro Acadêmico CCSA, como requisito para a obtenção do título de Mestra em Ciências Contábeis. Área de concentração: Informação Contábil.

Aprovado em: 27/02/2023

BANCA EXAMINADORA

Participação via videoconferência

Prof.º Dr. Vinícius Gomes Martins (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco

Participação via videoconferência

Prof.º Dr. Cristian Baú Dal (Examinador Externo)
Universidade Comunitária da Região de Chapecó

Participação via videoconferência

Prof. Dr. Orleans Silva Martins (Examinador Externo)
Universidade Federal da Paraíba

AGRADECIMENTOS

O presente estudo foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).

RESUMO

Esta pesquisa investiga o impacto da não dualidade do CEO no gerenciamento de resultados (GR) de empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Para isso, explora-se um experimento natural criado pela mudança regulatória ocorrida em 2011, para alguns segmentos de listagem da B3, que vedou a possibilidade do acúmulo dos cargos de CEO (*Chief Executive Officer*) e de Presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) pelo mesmo indivíduo. O GR foi mensurado através dos *accruals* discricionários e das atividades reais. Para estimar o efeito causal de interesse, fez-se o uso de um desenho de *Difference-in-Differences* (DiD), com uma amostra de 110 empresas, listadas no período de 2008 a 2017. Os resultados obtidos demonstram que a não dualidade do CEO impactou negativamente as práticas de GR por meio de *accruals* discricionários, por outro lado, não se observou efeito no GR por meio das atividades reais. Essas evidências sustentam que de fato a não dualidade reduz a liberdade da gestão para realizarem escolhas contábeis oportunistas e que a segregação das funções de CEO e *chairman* se revela como um mecanismo importante de governança corporativa, com reflexo na mitigação do comportamento oportunista e na melhoria dos resultados contábeis reportados.

Palavras-chave: Dualidade do CEO; Gerenciamento de Resultados; Governança Corporativa.

ABSTRACT

This research investigates the impact of CEO non-duality on earnings management (GR) of companies listed on B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). For this, a natural experiment created by the regulatory change that occurred in 2011, for some segments of B3's listing, is explored, which prohibited the possibility of accumulating the positions of CEO (Chief Executive Officer) and Chairman of the Board of Directors (Chairman) by the same individual. GR was measured through discretionary accruals and actual activities. To estimate the causal effect of interest, a Difference-in-Differences (DiD) design was used, with a sample of 110 companies, listed in the period from 2008 to 2017. The results obtained demonstrate that the non-duality of the CEO negatively impacted EM practices through discretionary accruals, on the other hand, there was no effect on EM through actual activities. This evidence supports that, in fact, non-duality reduces management's freedom to make opportunistic accounting choices and that the segregation of CEO and chairman functions is revealed as an important mechanism of corporate governance, with an impact on the mitigation of opportunistic behavior and on the improvement of reported accounting results.

Keywords: CEO duality; Results Management; Corporate governance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1– Estudio de eventos.....	30
Figura 2 – <i>Leave-one-out</i>	32

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis.....	24
Tabela 2 – Efeitos da não dualidade de CEO.....	29
Tabela 3 – Efeitos em uso de auditoria externa e membros do board.....	33
Tabela 4 – Troca de estrutura de liderança.....	34

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESE DA PESQUISA	14
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	14
2.2 SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3 E A MUDANÇA REGULATÓRIA.....	15
2.3 DUALIDADE DE CEO E AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	17
3 PERCURSO METODOLÓGICO	20
3.1 AMOSTRA E DADOS.....	20
3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	21
3.3 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	24
3.4 ESTRATÉGIA DE IDENTIFICAÇÃO.....	25
3.5 TESTES ADICIONAIS.....	27
4 APRESENTAÇÃO DE DISCUSSÕES E RESULTADOS	28
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	35
REFERÊNCIAS	37
APÊNDICE	41

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste estudo é analisar o impacto da não dualidade do CEO, imposta por uma mudança regulatória ocorrida em 2011, nas práticas de gerenciamento de resultados de firmas listadas no mercado acionário brasileiro. A discussão sobre o papel da dualidade de CEO não é consensual na literatura, nem mesmo entre os agentes de mercado, pois, enquanto muitas empresas praticam a dualidade em todo o mundo, há também uma grande quantidade de investidores e especialistas em governança que enfatizam a importância de separar os dois cargos (Goergen *et al.*, 2020), uma vez que a liderança concentrada em um único indivíduo pode comprometer a capacidade de monitoramento (Jensen & Meckling, 1976).

A década de 1990 testemunhou uma série de mudanças nos conselhos corporativos de empresas de muitos países, incluindo o Brasil, sendo uma delas a recomendação de uma participação mais ativa e independente do conselho de administração (Silveira *et al.*, 2003), que pode ser alcançada, dentre outras medidas, através da separação dos cargos do presidente do conselho de administração (*chairman*) e do diretor executivo (CEO), pois se acredita que o acúmulo de cargos ou funções pelo mesmo indivíduo pode resultar em problemas de governança, uma vez que o CEO tem a possibilidade de representar seus interesses através de mais de uma posição na organização, gerando, assim, uma estrutura de liderança concentrada em um único indivíduo (Sprenger *et al.*, 2017).

O *chairman* e o CEO devem exercer suas funções de forma independente, de modo a evitar quaisquer práticas oportunistas que possam impactar negativamente os interesses dos acionistas (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993). Essas práticas, quando realizadas, podem estar associadas ao gerenciamento de resultados contábeis, que consiste na liberdade da mensuração do resultado da empresa pelos administradores através da discricionariedade imputada pelas normas contábeis (Lopes & Martins, 2005).

O CEO é considerado o indivíduo de maior poder dentro de uma organização, o qual desempenha um importante papel sobre a política de resultados divulgados, decisões corporativas e, conseqüentemente, sobre o desempenho organizacional (Chou & Chan, 2018), assim, sua forte influência nos resultados empresariais pode aumentar a probabilidade de gerenciamento de resultados caso este indivíduo seja motivado na

busca do atendimento dos seus próprios interesses, em detrimento dos objetivos dos proprietários. Dessa forma, quando o CEO também desenvolve o papel de *chairman*, ele pode utilizar o seu poder de influência, logo, o fluxo de informações pode se tornar ainda mais restrito, ocasionando uma redução no monitoramento e supervisão do conselho de administração (Chou & Chan, 2018).

A literatura sugere, portanto, que as empresas que têm acumulação de cargos de CEO e *chairman* estão mais suscetíveis à prática de gerenciamento de resultados (Dechow et al., 1995; Baker et al, 2019;). Logo, para que as práticas de gerenciamento de resultados sejam mitigadas, a não dualidade pode exercer um papel fundamental nas companhias, ajudando também no adequado controle e monitoramento destas (Mansor et al., 2013).

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

Pesquisas pretéritas abordaram a relação entre a dualidade de CEO e o gerenciamento de resultados (Dechow et al., 1995; Mansor et al, 2013; Nuanpradit, 2019). No entanto, não se observou a abordagem dessa relação atrelada a um contexto coercitivo imposto por alguma regulação. Em razão disso e de outros fatores, os estudos não empregaram estratégias empíricas adequadas para analisar o impacto causal da dualidade (ou da não dualidade) de CEO sobre as práticas de gerenciamento de resultados, estando expostos a questões endógenas que pode comprometer os resultados.

Diante disso, a presente pesquisa pretende acrescentar à literatura, buscando novas evidências através do uso de estratégias de identificação, das quais podem permitir extrair inferências causais. Esta proposta de pesquisa busca, ainda, avançar ao explorar heterogeneidades associadas à sua estrutura de liderança, bem como aspectos ligados à decisão das firmas ao se adequarem à mudança imposta pelo regulamento. Tudo isso pode contribuir para uma melhor compreensão desse fenômeno, isto é, se de fato a não dualidade reduz a liberdade da gestão para realizarem escolhas contábeis oportunistas e se as características das firmas podem estar ligadas a esse possível efeito.

Importante destacar que o Brasil, mercado emergente e caracterizado pela alta concentração de propriedade, pela baixa sofisticação dos investidores, pelas fragilidades relativas em termos de política de proteção aos acionistas minoritários, torna-se um ambiente favorável para níveis relativamente elevados de assimetria informacional, o que favorece o exercício de práticas oportunistas por parte da gestão das firmas (Lopes & Walker, 2008; Von Eije & Megginson, 2008; Eng *et al.*, 2019). Em mercados como o brasileiro, o efeito marginal de medidas de governança tomadas individualmente pelas firmas, como é o caso da não dualidade do CEO, pode ser mais significativo se comparado com mercados desenvolvidos, já que, tradicionalmente, possuem sistemas de governança relativamente mais robustos, reforçando, pois, as contribuições das evidências as quais esta pesquisa se presta apresentar.

Para ilustrar as fragilidades em termos de governança, nos últimos anos o Brasil ficou mundialmente conhecido por escândalos de corrupção envolvendo empresas e agentes públicos (como é o caso da Petrobrás e das Americanas), sendo possível ainda destacar que empresas de países que apresentam elevados níveis de corrupção e uma política de baixa proteção aos acionistas são mais propensas à prática de gerenciamento de resultados (Chaney *et al.*, 2011).

Nessa perspectiva, o presente estudo realizou um quase experimento, explorando a variação exógena causada pela mudança regulatória na dualidade do CEO, através do método *Difference-in-Difference* (DiD), investigando a existência de efeito causal nas práticas de gerenciamento de resultados. Os resultados revelaram efeito causal negativo da não dualidade do CEO nas práticas de gerenciamento por *accruals* discricionários, enquanto que não se observou efeito no gerenciamento por atividades reais. Essas evidências sugerem que de fato a não dualidade se revela como um mecanismo importante de governança corporativa, haja vista estreitar os canais pelos quais as práticas oportunistas podem ser facilitadas, como é o caso da mitigação da flexibilização do papel de monitoramento do conselho de administração quando da segregação das funções.

Intrínseca à teoria da agência, dentro de uma perspectiva de governança, esta pesquisa corrobora que a dualidade de CEO não acarreta em benefícios à entidade, uma vez que a concentração de poder contribuir com a busca da maximização de utilidade, para o atendimento de interesses próprios, através do comprometimento da capacidade de monitoramento (Jensen & Meckling, 1976). Portanto, esta pesquisa acrescenta à literatura ao buscar evidências capazes de explicar como a estrutura de não dualidade,

que surgiu através de um regulamento, caracterizado pela obrigatoriedade de seu cumprimento, pode impactar na realização de gerenciamento de resultados. A estrutura coercitiva da mudança da regulação, por sua vez, permite um cenário mais favorável, uma vez que os problemas provocados pela endogeneidade são minimizados, fornecendo, assim, novas percepções à temática.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESE DA PESQUISA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A separação entre propriedade e controle abriu espaço à discussão sobre conflitos de interesse dentro da organização, os quais ocorrem quando o agente busca suprir seus próprios interesses em detrimento do principal. Essa nova estrutura e seus possíveis impactos começou a ser difundida por Berle & Means (1932), os quais analisaram os efeitos que os conflitos de interesse poderiam causar no valor das empresas norte-americanas, além de seus custos e benefícios. No entanto, apesar da grande relevância do estudo de Berle & Means (1932), o desenvolvimento de novas pesquisas acerca da governança corporativa precisava de algo mais concreto, como uma teoria, a fim de melhor explicar essa estrutura e seus possíveis impactos.

Nesse contexto, foi através da Teoria da Agência de Jensen & Meckling (1976) que a discussão sobre governança corporativa foi impulsionada. Considerando que a relação da estrutura de liderança é baseada em um contrato entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976), nem sempre existe uma relação perfeita, mais precisamente porque o agente pode agir em busca dos seus próprios interesses, acarretando em conflitos. A Teoria da Agência, como uma de suas consequências, busca alinhar os interesses do principal e do agente, reduzindo a assimetria de informação e contribuindo para o melhor desempenho da organização através da definição de controles (Jensen & Meckling, 1976).

Considera-se, dentre outros pontos, que a segregação dos cargos de *chairman* e CEO é vista como um fator fundamental para a prática de uma boa governança corporativa (Fama & Jensen, 1983). Nesse contexto, a Teoria da Agência sustenta que a ocupação simultânea em atividades de decisão e controle diminui a capacidade do conselho de monitorar as decisões e ações do CEO, o qual pode agir de forma a maximizar e satisfazer seus próprios interesses (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993). Ainda de acordo com Fama e Jensen (1983) e Jensen (1993), a Teoria da Agência

considera que o conselho de administração deve atuar de forma independente a fim de limitar eventuais ações gerenciais oportunistas, contribuindo, portanto, com a proteção do interesse dos acionistas, diminuindo, assim, as chances de uma ocupação simultânea dos cargos acarretar em conflitos de interesse (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993).

2.2 SEGMENTOS DE LISTAGEM DA B3 E A MUDANÇA REGULATÓRIA

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

A B3 dispõe dos seguintes segmentos, os quais possuem regulamentos próprios que devem ser seguidos pelas companhias que pretendem se inserir em algum deles: Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2), Bovespa Mais (BM) e Bovespa Mais Nível 2 (BMN2), sendo os dois últimos criados somente em 2012. Ao se inserir em algum dos segmentos, as empresas assumem o compromisso de cumprir com as exigências extras de um conjunto de práticas de governança exigidas pela B3, esperando-se obter uma diferenciação no mercado em nível de gestão. Nesse contexto, o Quadro 1 apresenta alguns dos principais critérios entre os segmentos de listagem existentes até 2011, os quais são utilizados no presente estudo.

Quadro 1 - Comparação entre os segmentos de listagem

Itens comparativos	Novo Mercado	Nível 1	Nível 2
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (direitos adicionais)
Free float	25% ou 15%	25%	25%
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros	Mínimo de 3 membros	Mínimo de 5 membros
Vedação à acumulação de cargos	Carência de 3 anos a partir da adesão	Carência de 3 anos a partir da adesão	Carência de 3 anos a partir da adesão

Obrigação do Conselho de Administração	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisição de a�es de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas � aceita�o da OPA disponíveis no mercado)	Não há regra específica	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisição de a�es de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)
Demonstrações financeiras	Conforme legisla�o	Conforme legisla�o	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual	Realiza�o, em até 5 dias úteis após a divulga�o de resultados trimestrais ou das demonstra�es financeiras, de apresenta�o pública sobre as informa�es divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Concessão de Tag Along	100% para a�es ON	80% para a�es ON (conforme legisla�o)	100% para a�es ON e PN

Fonte: Elaborado pela autora, com base nas informa es do site da B3.

Em meio a um contexto de pós crise econ mica, em 2011 a B3 publicou um novo regulamento através da CVM n  480/2009, o qual introduziu significativas mudanças às empresas brasileiras inseridas nos segmentos de listagem especiais. Dentre elas, a veda o   acumula o de cargos de presidente do conselho de administra o e de diretor presidente, tanto no NM quanto no N1 e no N2, segmentos existentes até então. Com isso, companhias listadas em tais segmentos, antes da mudança da regula o, para fins de transi o, só poderiam ter cargos acumulados pela mesma pessoa por um período máximo de 3 (três) anos contados a partir do início de suas negocia es no segmento elegido.

Apesar da escolha das empresas de fazerem parte ou não de um determinado segmento, a sua permanência depende do cumprimento aos regulamentos existentes. A

mudança na regulação de 2011, mais precisamente a proibição da dualidade de CEO, concentra o interesse do presente estudo e é abordada como um evento exógeno, ou seja, alheio a fatores internos, uma vez que forçou mudanças de políticas existentes e dissipadas entre as empresas. Mesmo com a existência do *timing* que as empresas tiveram para passar para uma estrutura de não dualidade, a mudança decorreu da modificação no regulamento, ou seja, de um evento não controlado, individualmente, pelas companhias.

Além disso, torna-se importante ressaltar que, mesmo com a escolha inicialmente de adequar-se ou não, para fazer parte de algum segmento diferenciado de listagem, a saída deste pode não ser um fator tão simples, uma vez que a adequação em busca de uma melhor visibilidade do mercado pode ter sido realizada a partir de altos custos. Dessa forma, mesmo com a opção de saída, esta pode não ser a melhor alternativa, o que pode levar as empresas a permanecerem no segmento em que estão, mesmo com a mudança de regulações que pode não agradar quem já disseminava na prática.

2.3 DUALIDADE DE CEO E AS PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A dualidade de CEO, que se refere à ocupação simultânea dos cargos de CEO e *chairman* pela mesma pessoa, vem sendo amplamente discutida nos últimos anos no âmbito da governança corporativa em muitos países, especificamente porque pode acarretar em conflitos de interesse (Fama & Jensen, 1983). Ainda segundo Fama & Jensen (1983), a existência da dualidade dentro da organização afeta o direcionamento das informações, contribuindo para uma redução do monitoramento dentro da firma.

Enquanto a atividade do CEO concentra-se na gestão das operações, o *chairman* lida com as políticas de organização, assim como o monitoramento do desempenho organizacional. Assim, à medida que um mesmo indivíduo ocupa as duas posições, impede-se a efetiva supervisão das principais decisões tomadas dentro da organização (Fama & Jensen, 1983).

Nessa perspectiva, quando a estrutura de liderança pode acarretar em conflitos de interesse e práticas oportunistas de maximização de utilidade dos gestores, tem-se o gerenciamento de resultados, que tem sido o centro das atenções de muitas pesquisas na área da Contabilidade, tanto internacionais quanto nacionais. Amplamente abordado na

literatura acadêmica, o gerenciamento de resultados foi objeto de estudo de trabalhos seminiais utilizados até os dias atuais (Schipper, 1989; Healy & Wahlen, 1999).

Para Healy & Wahlen (1999) o gerenciamento de resultados se dá quando os gestores utilizam de julgamento na elaboração dos relatórios financeiros para distorcer as percepções dos acionistas sobre o desempenho econômico empresarial ou ainda para influenciar resultados de eventuais contratos, os quais dependem dos números contábeis reportados. Adicionalmente, para Dechow & Schrand (2010), o gerenciamento de resultados pode estar associado à qualidade do lucro reportado e, dentre uma das explicações acerca do sistema de medição contábil, existem os *accruals* discricionários, que se destinam a identificar distorções induzidas pela aplicação das regras contábeis ou gerenciamento de resultados. Para Schipper (1989), por sua vez, a prática ocorre com a ingerência voluntária na etapa de divulgação externa dos relatórios contábeis com o intuito de obter algum ganho privado, podendo o gerenciamento ocorrer em qualquer momento da divulgação e apresentar-se de várias formas.

O gerenciamento de resultados pode ser classificado a partir de duas categorias: gerenciamento através de *accruals* e gerenciamento por meio de atividades reais. Os *accruals* correspondem ao reconhecimento de receitas e despesas, oriundas de operações da empresa, antes da efetivação dos valores envolvidos (efetivação financeira), representando, assim, a diferença entre o lucro contábil de uma organização e o seu fluxo de caixa (Chan *et al.*, 2001). Os *accruals* são divididos ainda em discricionários e não discricionários, sendo gerados a partir da manipulação de informações contábeis e das atividades normais da empresa (Martinez, 2008). Dessa forma, como os *accruals* não discricionários não são gerados com o intuito de distorcer informações, identifica-se o gerenciamento de resultados através dos *accruals* discricionários.

O gerenciamento por atividades reais, por sua vez, ocorre quando os gestores realizam ações que alteram o tempo ou a estrutura de uma operação, investimento ou transação de financiamento com o objetivo de influenciar o resultado da empresa (Gunny, 2010). A manipulação por atividades pode ocorrer de três formas, sendo estimada tanto através do fluxo de caixa operacional, quanto dos custos de produção e das despesas discricionárias (Roychowdhury, 2006).

As empresas podem utilizar dos dois métodos dependendo dos objetivos pretendidos (Zang, 2012). De acordo com Cohen, Dey & Lys (2008), os gestores preferem gerenciar por atividades reais, uma vez que a manipulação das atividades é

mais difícil de ser detectada em comparação à escolha de manipular contas contábeis, sendo esse método mais popular em virtude da dificuldade de comprovar sua realização (Gunny, 2010).

Não raros são os casos noticiados sobre possíveis gerenciamentos de resultados dentro de uma organização. O caso da empresa norte-americana Enron, descoberto em 2001, ficou conhecido como uma das maiores fraudes corporativas já ocorridas, o que demandou uma política de formulação de normas e leis, como a *Lei Sarbanes Oxley*, criada no ano seguinte, com o objetivo de proteger os acionistas contra fraudes. Recentemente o Brasil também esteve entre os noticiários com a distorção das informações da empresa Americanas, o que levou a uma rápida queda no valor de suas ações, causando diversos prejuízos aos acionistas.

Diante disso, cada vez mais vem sendo discutido sobre a governança corporativa e suas práticas a fim de proteger o valor da empresa. Assim, como já discutido, a dualidade na estrutura de liderança pode dar ao CEO uma influência demasiada sobre o conselho de administração, comprometendo, assim, a realização de uma adequada política de controle na companhia (Hsu *et al.*, 2021). Assim, de forma intrínseca à Teoria da Agência, a não dualidade é considerada como uma das boas práticas de governança corporativa, permitindo à organização uma maior independência no conselho de administração, de forma a contribuir com os interesses dos acionistas e atenuar problemas relacionados à busca de interesses próprios (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993).

Nessa perspectiva, alguns estudos abordaram essa relação e seus resultados divergiram uns dos outros, ou seja, foram encontradas relações positivas e negativas para um mesmo objeto de estudo. A pesquisa de Mansor *et al.* (2013) evidenciou a relação entre essas variáveis avaliando-se um grupo de empresas da Malásia e seus resultados demonstraram que o GR poderia ser mitigado através da não dualidade de CEO, ou seja, a independência do conselho contribuiu para uma redução dessa prática. Tang & Chen (2020), por sua vez, analisaram que a dualidade de cargos das empresas listadas na bolsa de valores da China e demonstraram uma relação positiva e significativa com o GR, tanto por *accruals* discricionários quanto por atividades reais.

Nuanpradit (2019), ao investigar, por meio do gerenciamento por atividades reais, os efeitos individuais e de interação entre a dualidade de CEO e sua ocupação durante os três primeiros anos no cargo, evidenciou que a dualidade de CEO leva à manipulação da atividade de vendas, enquanto que somente a ocupação do cargo de

CEO nos três primeiros anos de mandato não afeta a manipulação de vendas. O estudo evidenciou também que o conjunto das duas práticas influencia na decisão de gerenciar resultados através das atividades de vendas. Sustentados pela teoria da agência, os achados também evidenciaram que as empresas que praticam a dualidade de CEO estão mais suscetíveis ao gerenciamento de atividades de vendas crescentes ou decrescentes, enquanto os CEOs recém nomeados costumam adotar estratégias de vendas ascendentes durante os três primeiros anos do cargo.

Al-Haddad & Whittington (2019) investigaram o impacto dos mecanismos da governança corporativa no gerenciamento de resultados, tanto por *accruals* como por atividades reais, nas empresas da Jordânia no período de 2010 a 2014. Ao utilizarem a não dualidade de CEO como um dos mecanismos de governança corporativa, observou-se uma redução no gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, enquanto houve um aumento dessa prática no gerenciamento de resultados por atividades reais. Tang e Chen (2020), por sua vez, ao analisarem como o poder de mercado e a concorrência do setor influenciam a governança corporativa no gerenciamento de resultados das empresas de Taiwan, no período de 2003 a 2014, evidenciaram uma relação positiva entre a dualidade de CEO e o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e atividades reais.

Dessa forma, considerando o contexto elencado, em que os estudos demonstram existir tanto efeitos positivos quanto negativos, é razoável esperar algum impacto a partir da obrigatoriedade da não dualidade de CEO no GR das empresas brasileiras, seja através dos *accruals* discricionários ou do gerenciamento por atividades reais, ou ambos. Ressalta-se ainda que o estudo é intrínseco à teoria da agência e às boas práticas de governança, por isso, espera-se uma diminuição nas práticas de GR. Partindo-se desse pressuposto, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A não dualidade de CEO, imposta pela mudança regulatória da B3, impactou negativamente nas práticas de GR das empresas.

3 PERCURSO METODOLÓGICO

3.1 AMOSTRA E DADOS

A amostra do estudo é composta pelas empresas que compõem o NM, N1 e N2 da B3, durante o período de 2008 a 2017, sendo este espaço temporal escolhido por contemplar o prazo que as empresas tiveram para extinguir a dualidade em sua estrutura

de liderança, assim como para analisar de forma significativa seus efeitos dinâmicos. A informação sobre a existência de dualidade foi extraída do Formulário de Referência (FR) das empresas, o qual, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, que contempla informações do emissor referentes a atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas. Nos FR, disponíveis no site da B3, foi verificado, então, se o CEO também atuou como *chairman*.

Foram excluídas da amostra as empresas que integraram algum segmento de listagem após a mudança na regulação, assim como aquelas que se encontravam em fase pré-operacional, ou seja, em um momento de preparação para a inserção no segmento. Adicionalmente, foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo e as empresas do setor financeiro, uma vez que estas últimas possuem características particulares em virtude do setor em que estão inseridas. Assim, a amostra da pesquisa totalizou com 110 empresas, sendo 28 tratadas e 82 de controle. O grupo de tratamento foi composto pelas empresas que estavam inseridas nos segmentos de listagem especiais durante a mudança da regulação e que apresentavam uma estrutura de liderança concentrada; enquanto o grupo de controle foi composto por empresas inseridas ou não nos grupos de listagem especiais, que não apresentavam dualidade do CEO e que apresentassem dados completos para as variáveis utilizadas, no mesmo período.

Os dados necessários para a operacionalização da pesquisa foram obtidos através dos Demonstrativos Contábeis Consolidados, com frequência trimestral, na plataforma Economatica®.

3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Com o intuito de melhor evidenciar as práticas de gerenciamento de resultados, foram utilizadas duas proxies: i) *accruals* discricionários; e ii) atividades reais. Optou-se pela aplicabilidade dos dois métodos, pois, conforme Zang (2012), os gerentes podem utilizar o gerenciamento baseado em *accruals* ou atividades reais como substitutos um do outro, pois, além da influência dos custos relativos à escolha do método, os gerentes também levam em consideração os objetivos pretendidos, as

limitações e o tempo das atividades para gerenciar, portanto, examinar qualquer tipo de atividade isoladamente pode não levar a conclusões definitivas.

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

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

Onde: TA_{it} : total de *accruals* da empresa i , no período t ; A_{it} : ativos totais da empresa i , no período $t-1$; Rev_{it} : receita de vendas da empresa i , no período t ; PPE_{it} : ativo imobilizado da empresa i , no período t ; ROA_{it} : retorno sobre os ativos da empresa i , no período $t-1$; ε_{it} : resíduos da regressão, que representam os *accruals* discricionários.

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

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

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

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

de analistas através da manipulação de vendas, da redução de despesas discricionárias e superprodução de estoques com o intuito de reduzir os custos das mercadorias vendidas, ações que intencionam induzir os lucros para cima.

Algumas regressões em nível de indústria podem ser utilizadas para medir o gerenciamento de resultados, estimando tanto o fluxo de caixa operacional, quanto os custos de produção e as despesas discricionárias (Roychowdhury, 2006). No entanto, optou-se por descartar a estimativa com base no fluxo de caixa operacional, uma vez que qualquer alteração nos preços ou na produção impacta no fluxo de caixa das operações, tornando seu efeito ambíguo (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Dessa forma, foram utilizadas as seguintes estimações:

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\frac{DISC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde: $PROD_{it}$: custo de produção, da empresa i , no ano t ; $DISC_{it}$: despesas discricionárias, da empresa i , no período t ; A_{t-1} : ativos totais, da empresa i , no período $t-1$; S_t : receita de vendas, da empresa i , no período t ; Δ : operador da diferença; ε : resíduo da regressão, da empresa i , no período t .

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

Para operacionalização da estratégia de identificação, considerou-se a variável de gerenciamento de resultados por atividades reais como o produto da soma do comportamento anormal dos custos de produção (resíduo da Equação 3) com o comportamento anormal das despesas discricionárias (resíduo da Equação 4). Devido ao fato de os resíduos estimados pela Equação 4 apresentarem sinais inversos a

interpretação econômica devida, faz-se necessário multiplicá-los por -1 (menos 1). Dessa forma, tem-se que o gerenciamento de resultados por atividades reais foi obtido pela Equação 5:

$$Atividades\ Reais_{it} + CACP_{it} + (-1 * CADD_{it}) \quad (5)$$

Onde: Atividades Reais_{it}: é a proxy de gerenciamento por atividades reais, da empresa i, no período t; CACP_{it}: é comportamento anormal dos custos de produção da empresa i, no período t; e CADD_{it}: é o comportamento anormal das despesas discricionárias da empresa i, no período t.

3.3 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Para fins de diagnóstico, a Tabela 1 apresenta-se as estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Os dados são descritos através de dois grupos: de controle (colunas de 1 a 3) e de tratamento (colunas de 4 a 6). Como pode-se observar, as estimações de GR por *accruals* demonstrou médias de 0.075 e 0.078, enquanto as médias de GR por atividades reais foram de 0.001 e 0.006, sugerindo maior nível de gerenciamento por *accruals* nas empresas que compõem o grupo de tratamento. Faz-se necessário mencionar ainda que a utilização de dois grupos amostrais em um estudo requer a comparação em relação à variação de seus dados. Dessa forma, realizou-se o teste T, conforme apresentado na tabela, indicando, onde seu valor P é indicado na coluna C1.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis

Variáveis	Grupo de Controle			Grupo de Tratamento			Estatística t (1) – (4) (7)
	Média (1)	DP (2)	N (3)	Média (4)	DP (5)	N (6)	
<i>Accruals</i>	0.075	0.082	3085	0.078	0.098	1038	0.392
Atividades reais	0.001	0.139	3090	0.006	0.12	1047	0.285
Auditoria	1.613	0.578	2481	1.551	0.592	857	0.007
Big Four	0.501	0.5	2481	0.471	0.499	857	0.141
Membro familiar	0.077	0.267	2533	0.43	0.495	881	0
Constituição	1.984.457	23.742	3106	1.987.146	17.6	1.049	0.001
Segmento 1	0.104	0.306	3106	0.67	0.25	1.049	0

Segmento 2	0.896	0.306	3106	0.933	0.25	1.049	0
Setor 1	0.231	0.422	3106	0.068	0.251	1.049	0
Setor 2	0.251	0.434	3106	0.427	0.495	1.049	0
Setor 3	0.124	0.33	3106	0.076	0.266	1.049	0
Setor 4	0.062	0.241	3106	0	0	1.049	0
Setor 5	0.095	0.293	3106	0.145	0.352	1.049	0
Setor 6	0.01	0.101	3106	0.141	0.348	1.049	0
Setor 7	0.062	0.241	3106	0.076	0.266	1.049	0.102
Setor 8	0.023	0.151	3106	0.038	0.192	1.049	0.01
Setor 9	0.141	0.348	3106	0.029	0.167	1.049	0

Nota: A coluna C1 apresenta a estatística do teste t, de diferença de médias entre as variáveis. Segmento 1 e 2: Nível 2 e Novo Mercado, respectivamente. Setor 1: bens de capital; Setor 2: bens de consumo (cíclicos); Setor 3: bens de consumo (não cíclicos); Setor 4: materiais básicos; Setor 5: outros; Setor 6: óleo, gás e biocombustíveis; Setor 7: saúde; Setor 8: TI e comunicação; Setor 9: utilidades públicas.

Aproximadamente 50,1% e 47,1% das empresas do grupo de controle e de tratamento, respectivamente, são auditadas por uma das Big Four. Ainda, 7,7% das empresas de controle possuem um membro da família inserido na estrutura de liderança, em comparação às empresas do grupo de tratamento, que apresentaram um percentual de 4,3%. Além disso, como se pode observar, apesar da diferença no número de observações para os dois grupos, em virtude do tamanho da amostra, os coeficientes de dispersão foram semelhantes para ambos na maioria das variáveis, representando, assim, uma aparente homogeneidade entre os grupos de controle e de tratamento.

3.4 ESTRATÉGIA DE IDENTIFICAÇÃO

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

O modelo empírico padrão utilizado na pesquisa é descrito a seguir:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta ND_{i,t} + \gamma \text{Controles}_{i,t} + \theta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Onde: $Y_{i,t}$ refere-se ao *outcome* de uma determinada empresa i , no período t . O *outcome*, por sua vez, será a métrica de gerenciamento de resultados, tanto por *accruals* quanto por atividades reais; ND (*dummy*) é a variável que identifica se houve a segregação de dualidade de CEO em determinada empresa i , no período t ; *Controles* representa um vetor composto por variáveis de controle da empresa i , no período t ; θ_i representa os efeitos fixos da firma, isto é, a heterogeneidade não observada, invariante ao longo do tempo; μ_t são os efeitos fixos de tempo, que controlam choques que podem afetar de forma homogênea todas as firmas ao longo do tempo; e $\varepsilon_{i,t}$ refere-se aos resíduos da regressão. O coeficiente β evidencia o impacto da não dualidade nos resultados de interesse.

O modelo padrão de DiD só fornece uma estimativa robusta acerca do efeito do tratamento subjacente quando as unidades de tratamento recebem a intervenção no mesmo tempo (Goodman-Bacon, 2021). Todavia, nem todo desenho de DiD consegue explorar a variação entre grupos de tratados e de controle (não tratados) no mesmo momento, como é o caso deste estudo, uma vez que a mudança regulatória, introduzida em 2011 pela B3, concedeu um período de até três anos para a readequação da estrutura de liderança das firmas. Quando a intervenção ocorre em momentos distintos entre as unidades, aquelas já tratadas podem atuar como controles, fazendo com que o estimador DiD padrão seja distorcido. Diante disso, para melhor examinar as mudanças no gerenciamento de resultados antes e depois da não dualidade, foi aplicado um modelo empírico mais flexível retratado como estudo de evento, além do método DiD, conforme apresentado pela Equação 7:

$$Y_{i,t} = \alpha + \sum_{k=-M}^M \beta_k * ND_i * D_k + \gamma \text{Controles}_{i,t} + \theta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Onde:

D_k são *dummies* específicas de trimestre; β_k representam os coeficientes que buscam capturar pré-tendências para períodos com $k < 0$ e efeitos dinâmicos do tratamento para $k \geq 0$. Conforme Equação 7, os parâmetros de interesse serão identificados por meio da variação interna do *outcome* das firmas tratadas em cada período de análise.

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

3.5 TESTES ADICIONAIS

A mudança de CEO pode impactar na forma como uma companhia é gerida e no seu valor de mercado, que varia de acordo com as justificativas de troca de comando (Cheung & Jackson, 2013). Dessa forma, vendo que a troca de CEO pode gerar efeitos nas organizações, faz-se importante considerar tais aspectos no âmbito do gerenciamento de resultados das empresas. No mesmo sentido, o estabelecimento da não dualidade por meio da substituição do *chairman* pode resultar em melhorias no monitoramento, logo, isso pode ter reflexos significativos na redução das práticas de gerenciamento de resultados. Portanto, como teste de robustez, buscou-se controlar o efeito nas situações com as quais as organizações adotaram a não dualidade através da: i) troca de CEO; e ii) troca do *chairman*.

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

Nesse contexto, como o GR está associado à divulgação de informações contábeis e conseqüentemente relaciona-se com a auditoria e com a sua estrutura corporativa, optou-se por realizar também possíveis mecanismos existentes para o GR atrelados a aspectos de governança e monitoramento. Ou seja, verificou-se se: i) a existência de algum membro familiar dentro da estrutura do conselho de administração contribuiria com a realização do GR; e ii) a quantidade de firmas de auditoria contratada pela empresa em análise, assim como se a empresa auditada por uma Big Four, empresas mundialmente reconhecidas pela qualidade de suas auditorias, reduziria o GR.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta as estimativas dos efeitos médios da não-dualidade do CEO sobre o gerenciamento de resultados, de acordo com a especificação apresentada na Equação 7. Os resultados do modelo de diferença-em-diferenças apresentam um padrão interessante. Na coluna (1), para o indicador de *accruals*, a estimativa indica que a mudança na estrutura de liderança provoca um efeito negativo sobre o gerenciamento de resultados, por meio de *accruals* discricionários. Isso sugere que, em relação ao grupo de controle, as empresas passam a gerenciar menos os seus resultados, utilizando o poder de discricionariedade sobre as escolhas contábeis, como possível consequência à maior autonomia do conselho de administração oriunda da ruptura na dualidade dos cargos. Na coluna (2), quando adicionadas as variáveis de controle ao modelo principal, o resultado se mostra extremamente robusto. A coluna (3) explora efeitos fixos alternativos, incluindo a interação entre efeitos fixos de setor e trimestre-ano. Da mesma maneira, os resultados não são sensíveis à diferente modelagem econométrica. As colunas restantes indicam que o gerenciamento de resultados por atividades reais não respondeu à separação dos cargos.

Tabela 2: Efeitos da não-dualidade de CEO

	<i>Accruals</i>			Atividades Reais		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Não-Dualidade	-0,035*** (0,011)	-0,035*** (0,011)	-0,034*** (0,012)	-0,007 (0,011)	-0,008 (0,011)	-0,010 (0,010)
Nº de Observações	4.123	4.123	4.123	4.137	4.137	4.137
Variáveis de controle	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Efeito fixo de firma	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de trimestre-ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de setor-ano	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Não

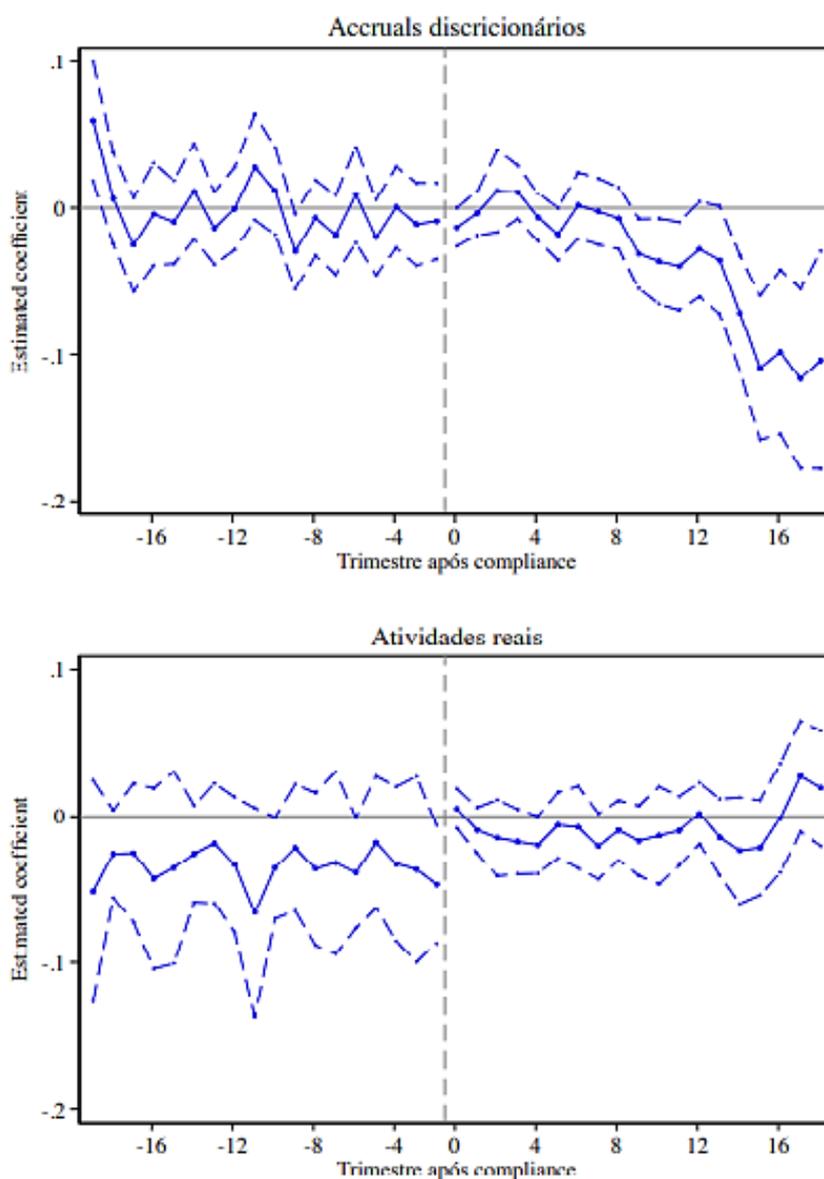
Nota: Os erros padrão estão entre parênteses. *** indica significância a 1%.

De maneira geral, os resultados contrastam com os achados de Cohen, Dey & Lys (2008), os quais evidenciam que os gestores são mais suscetíveis ao gerenciamento por atividades reais, uma vez que essa prática é mais difícil de ser detectada por auditorias e órgãos reguladores. No entanto, mesmo que exista uma preferência por gerenciar através do método de atividades reais, em virtude de ser mais difícil de se detectar em comparação aos *accruals*, comprovar a sua realização nem sempre é possível, tornando o seu uso mais popular sem que se comprove em muitos casos (Gunny, 2010). É válido ressaltar que a escolha de um método em detrimento do outro pode estar relacionado ainda ao custo de fazê-lo e ao custo das suas consequências (Burnett et al., 2012), conhecendo e considerando possíveis custos de curto e longo prazo provenientes da escolha por *accruals* ou por atividades reais, respectivamente.

Convém ressaltar que os resultados sumarizados em um único coeficiente tendem a mascarar a dinâmica do impacto de tratamento. Além disso, pode ser que exista alguma pré-tendência nos indicadores de gerenciamento de resultados que sugira um comportamento endógeno. Para entender melhor os efeitos de curto e médio prazo da não dualidade e checar a hipótese de ausência de efeitos antecipatórios, a Figura 1 mostra as estimativas obtidas por meio do modelo de estudo de eventos, conforme Equação 7, juntamente com o respectivo intervalo de confiança (90% de confiança). Nenhum dos indicadores de impacto apresentou diferenças significantes entre os grupos de tratamento e controle antes da ruptura de dualidade, uma vez que os intervalos de confiança incluem o zero para todos os coeficientes. Esse achado corrobora com a

hipótese de identificação e reduz drasticamente preocupações com relação a problemas de seleção. No entanto, após o choque exógeno, observa-se que o impacto negativo no gerenciamento de resultados é longe de ser imediato e ocorre de forma progressiva. O gráfico indica que os *accruals* discricionários respondem de forma mais acentuada ao tratamento a partir do 9º trimestre. Esse comportamento está alinhado aos achados de Guimarães & Trevisan (2022), uma vez que o mercado responde positivamente à ruptura de dualidade apenas no longo prazo.

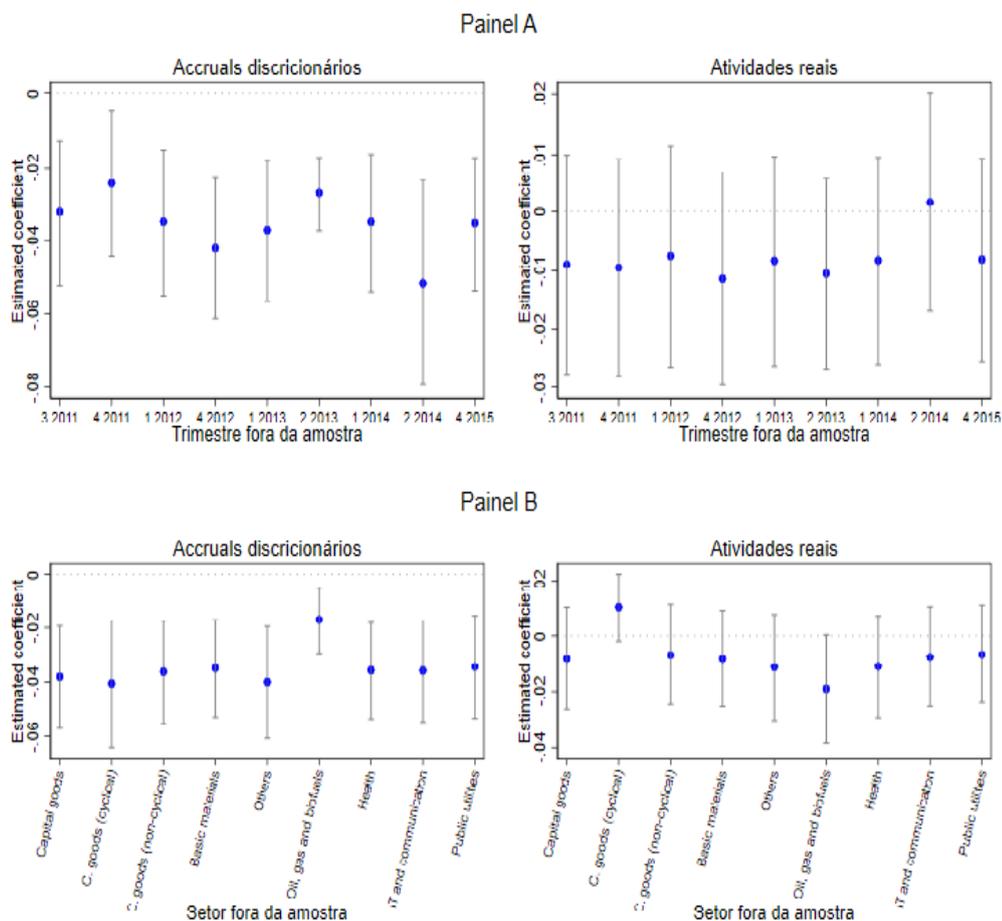
Figura 1. Estudo de eventos



A partir do décimo segundo trimestre, momento em que ocorreram as quedas mais significativas no gerenciamento por *accruals*, tem-se que os achados podem estar associados ao *trade off* entre os benefícios gerados e o risco de perda de reputação pelo CEO. Assim, caso o CEO exerça um longo mandato e sua reputação já tenha sido construída dentro da organização, a prática de gerenciamento de resultados pode causar hesitação, uma vez que evidências de manipulações podem causar prejuízo da sua imagem perante o mercado (Ali & Zhang, 2015). Os efeitos sobre o gerenciamento por atividades reais apresentam um comportamento uniforme e próximo de zero em toda sua trajetória pós-tratamento, corroborando com os resultados evidenciados na Tabela 2 para esse indicador.

Como checagem alternativa de robustez dos resultados, apresenta-se na Figura 2 as estimativas pontuais para testes de *leave-one-out* para cada indicador de impacto. Essa abordagem consiste em retirar da amostra, de maneira sequencial, empresas que pertencem a um determinado grupo. Portanto, espera-se que a exclusão de certos grupos de observações não afete substancialmente os resultados principais. No painel A, foram excluídas as empresas tratadas para cada trimestre de tratamento. A distribuição dos coeficientes estimados sugere que os resultados são bem consistentes, independentemente da subamostra analisada.

O painel B, por sua vez, apresenta os resultados da exclusão de um grupo de empresas pelo setor em que estão inseridas. Ressalta-se que, neste caso, empresas de dado setor em ambos os grupos de tratamento e controle são retiradas da regressão. De maneira similar, os resultados demonstram robustez para cada amostra, indicando que todos os segmentos apresentam características semelhantes no que se refere à composição amostral.

Figura 2. *Leave-one-out*

Os resultados desta seção geram evidências adicionais contra uma possível manipulação estratégica à iminente mudança na estrutura de liderança, uma vez que certas empresas poderiam antecipar ou até mesmo delongar a conformidade à regra de forma a obter os melhores ganhos. Dito de outra forma, os testes funcionam como checagem de falsificação dos resultados e reforçam a estratégia de identificação utilizada.

Como verificação alternativa dos resultados, apresentou-se na Tabela 3 as estimativas para o uso de auditoria externa, e também se as empresas de auditoria é Big Four ou se algum *board* é atrelado ao CEO. Essa análise busca mitigar ainda mais possíveis efeitos endógenos que possam existir em virtude das características da composição da firma e sua relação com o GR.

Tabela 3: Efeitos em uso de auditoria externa e membros do board

	N° de Firmas de				Membro familiar	
	Auditoria		Big four		no Board	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Não-dualidade	-0,069	-0,072	0,059	0,056	-0,091	-0,091
	(0,075)	(0,076)	(0,064)	(0,064)	(0,065)	(0,066)
N° de Observações	3.330	3.330	3.330	3.330	3.414	3.414
Variáveis de controle	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de firma	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de trimestre-ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de setor-ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim

Nota: Os erros padrão estão entre parênteses.

A Coluna (1) explora os resultados com variáveis de controle e efeitos fixos de firma e pelo efeito fixo da interação entre trimestre e ano, enquanto a coluna (2) explora as mesmas variáveis da coluna 1 e adiciona o efeito fixo da interação entre setor e ano. Ressalta-se, porém, que nenhuma das variáveis demonstrou significância, indicando que não há efeitos para o GR atrelado às empresas que têm suas demonstrações contábeis analisadas por auditorias externas, mesmo sendo Big Four ou quando algum membro do *board* é atrelado ao CEO.

A Tabela 4 retrata as diferentes formas em que a não dualidade pode se dar, seja pela troca do CEO ou do *chairman*. A realização desta análise ajuda a controlar fatores endógenos e também na melhor percepção de mecanismos de governança corporativa.

Tabela 4: Troca de estrutura de liderança

	<i>Accruals</i>				<i>Atividades reais</i>			
	Troca de CEO		Troca de chairman		Troca de CEO		Troca de chairman	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
GR	-0.049***	-0.048***	-0.040***	-0.039***	-0.004	-0.006	-0.001	-0.004
	(0.015)	(0.016)	(0.009)	(0.009)	(0.011)	(0.011)	(0.015)	(0.015)
Nº de Observações	3.719	3.719	3.558	3.558	3.725	3.725	3.571	3.571
Variáveis de controle	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de firma	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de trimestre-ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito fixo de setor-ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim

Nota: os erros padrão estão entre parênteses. *** indica significância a 1%.

Observa-se que a estimação por *accruals*, independente de considerar se a mudança na estrutura de liderança se deu por meio da troca do CEO ou do *chairman*, tem coeficientes negativos, indicando que as empresas gerenciam resultados em menor medida por essa alternativa. Ou seja, independentemente de a troca de cargo ser do diretor executivo ou do presidente do conselho de administração, os resultados permanecem semelhantes, indicando, assim, que não são impactados por quem deixou o cargo.

Krause & Semadeni (2013) estudaram as situações de troca de *chairman* e CEO relacionados aos impactos no desempenho das empresas e concluíram que a escolha de troca deve levar mais em consideração a forma e o tempo em que o processo é feito, e não necessariamente se deve ser feito. Assim, aplicando-se este modelo associado ao GR, e também em um contexto coercitivo, não foram encontrados indícios de que uma troca em detrimento de outra causasse maior ou menor impacto no GR por *accruals*, o qual permanece semelhante em coeficiente e valor para ambos os testes.

Ao se observar o segundo método, pode-se perceber que para o gerenciamento por atividades reais não foram encontrados efeitos. Dessa forma, mesmo que os gestores sejam mais propensos à realização desta prática em virtude da menor probabilidade de detecção em auditorias e órgãos reguladores (Graham et al., 2005), não foram encontrados impactos no gerenciamento de resultados a partir da mudança na estrutura de liderança das empresas, mesmo com os controles de efeitos fixos.

Diante desse contexto, os achados não rejeitaram a hipótese de pesquisa, inferindo-se, portanto, que a não dualidade de CEO, imposta pela mudança regulatória da B3, impactou negativamente nas práticas de GR das empresas, mais precisamente através dos *accruals* discricionários. Observou-se ainda que tais resultados foram robustos e persistentes para todos os testes realizados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há décadas a separação entre propriedade e controle tem sido objeto de estudo de pesquisas, mais precisamente pela necessidade criada em virtude da expansão das organizações, as quais passaram a exigir cada vez mais ferramentas para mitigar os conflitos de agência. Assim, ainda nas últimas décadas, uma série de mudanças

começou a fixar novas recomendações à estrutura de liderança das organizações, sendo uma delas uma participação mais independente do conselho de administração, que poderia ser atingida com a não dualidade.

Nesse contexto, considerando a teoria da agência, que recomenda a independência do conselho como forma de melhorar o monitoramento, e também que uma estrutura de dualidade pode ser mais favorável à manipulação de resultados, este trabalho teve o objetivo de investigar se a ruptura da dualidade de CEO, imposta por uma mudança regulatória, impactou o GR das empresas, tanto por *accruals*, quanto por atividades reais. Mais especificamente, analisou-se essa relação causal considerando o contexto coercitivo de uma mudança de regulação a que as empresas foram inseridas.

Utilizando-se o método quase experimental de *Difference-in-Difference*, a presente pesquisa observou impacto predominante no GR das empresas brasileiras por meio de *accruals*. O GR por atividades reais, por sua vez, não apresentou efeitos, nem mesmo com o desmembramento da sua variável, avaliando separadamente por custos e despesas discricionárias.

Além disso, os resultados permaneceram semelhantes mesmo com a realização do teste considerando a não dualidade tanto a partir a troca do *chairman* quanto do CEO, ou seja, o GR não é modificado quando se considera trocar um indivíduo do cargo em detrimento do outro, indicando persistência dos resultados. Tem-se ainda que a mudança na estrutura de liderança não gerou consequências em relação ao GR por atividades reais, o que pode ser em virtude da dificuldade da sua detecção, apesar de sua prática ser muito frequente.

Por fim, ressalta-se que os resultados, apesar de persistentes, são limitados ao contexto brasileiro, mais precisamente às empresas inseridas nos segmentos de listagem especiais no momento da mudança da regulação que impactou a estrutura de liderança aceita até então. Dessa forma, destaca-se que os resultados podem apresentar-se diferentes a depender do país em que as empresas estejam inseridas, mesmo considerando uma mesma obrigatoriedade. Além disso, mesmo com a utilização de controles para mitigar possíveis endogeneidades, não se pode comprovar a utilização de um cenário totalmente livre destas. Dessa forma, sugere-se para futuras pesquisas a utilização de outro método, além do estudo de evento, como ferramenta adicional na mitigação mais efetiva de possíveis endogeneidades que possam impactar os achados.

REFERÊNCIAS

- Al-Haddad, L., & Whittington, M. (2019). The impact of corporate governance mechanisms on real and accrual earnings management practices: evidence from Jordan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79.
- Angrist, J. D. ;. (2008). *Mostly harmless econometrics*. Princeton university press.
- Baker, T. A., Lopez, T. J., Reitenga, A. L., & Ruch, G. W. (2019). The influence of CEO and CFO power on accruals and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 325-345.
- Burnett, B. M., Cripe, B. M., Martin, G. W., & McAllister, B. P. (2012). Audit quality and the trade-off between accretive stock repurchases and accrual-based earnings management. *The accounting review*, 87(6), 1861-1884.
- Chan, K., Chan, L. K. C., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2001). Earnings quality and stock returns: The evidence from accruals. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.259691>
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76.
- Cheung, W. J., & Jackson, A. B. (2013). Chief Executive Officer departures and market uncertainty. *Australian Journal of Management*, 38(2), 279–310. <https://doi.org/10.1177/0312896212450040>
- Chou, Y. Y., & Chan, M. L. (2018). The impact of CEO characteristics on real earnings management: Evidence from the US banking industry. *Journal of Applied Finance and Banking*, 8(2), 17-44.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2008). Economic consequences of real and accrual-based earnings management activities. *The Accounting Review*, 83(3), 758-787.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of accounting studies*, 355–384.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

- Eng, L. L., Lin, J., & Neiva De Figueiredo, J. (2019). International Financial Reporting Standards adoption and information quality: Evidence from Brazil. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 30(1), 5–29. <https://doi.org/10.1111/jifm.12092>
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80(4), 1101–1124. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1101>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law & economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Goergen, M., Limbach, P., & Scholz-Daneshgari, M. (2020). Firms' rationales for CEO duality: Evidence from a mandatory disclosure regulation. *Journal of Corporate Finance*, 65(101770), 101770. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101770>
- Goodman-Bacon, A. (2021). Difference-in-differences with variation in treatment timing. *Journal of Econometrics*, 225(2), 254–277. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2021.03.014>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1-3), 3-73.
- Guimarães, R., & Trevisan, G. Mandatory CEO Non-Duality, Agency Risk, and Shareholder Value (May 29, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4122646>
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks: Real activities manipulation and future performance. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888.
- Habib, A., Uddin Bhuiyan, B., & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hsu, S., Lin, S.-W., Chen, W.P., & Huang, J.-W. (2021). CEO duality, information costs, and firm performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 55(101011), 101011. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101011>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193. <https://doi.org/10.2307/2491047>.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Krause, R., & Semadeni, M. (2013). Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO–board chair separation. *Academy of Management Journal*, 56(3), 805-826.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. Atlas.
- Lopes, B., & Walker, A. M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. Em Available at SSRN 1095781.
- Mansor, N., Che-Ahmad, A., Ahmad-Zaluki, N. A., & Osman, A. H. (2013). Corporate governance and earnings management: A study on the Malaysian family and non-family owned PLCs. *Procedia Economics and Finance*, 7, 221–229. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(13\)00238-4](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(13)00238-4)
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19, 7-17.
- Nuanpradit, S. (2019). Real earnings management in Thailand: CEO duality and serviced early years. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 11(1), 88–108. <https://doi.org/10.1108/apjba-08-2018-0133>.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5–22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de empresas*, 43, 50-64.

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

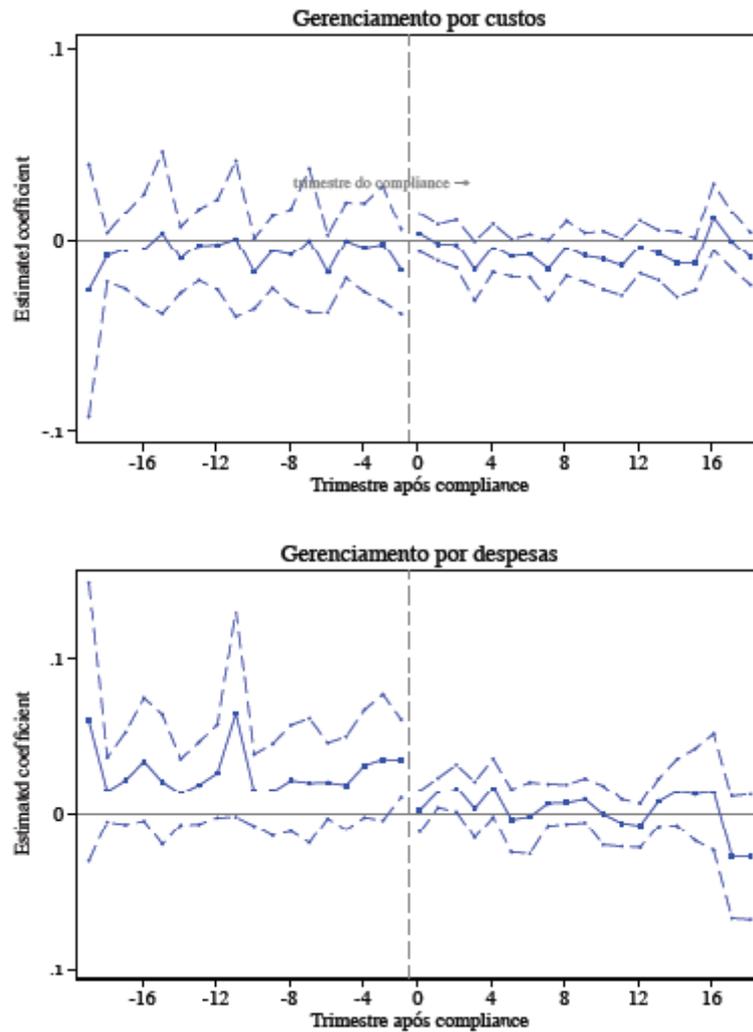
Tang, H.-W., & Chen, A. (2020). How do market power and industry competition influence the effect of corporate governance on earnings management? *The Quarterly Review of Economics and Finance: Journal of the Midwest Economics Association*, 78, 212–225. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.02.001>.

Von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics*, 89(2), 347-374.

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

APÊNDICE

Figura 3. Decomposição das variáveis



Como se pode observar, o gerenciamento por atividades reais não apresentou efeitos nos testes realizados. Dessa forma, como se trata de uma variável agrupada, optou-se por desmembrá-la, observando, de forma separada, se havia efeitos no gerenciamento tanto através dos custos quanto das despesas. No entanto, conforme a figura 3 apresentada, constatou-se a falta de efeitos em ambas as variáveis, confirmando os testes realizados.