



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB) FACULDADE DE ECONOMIA,
ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E GESTÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
(FACE) DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS (CCA)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (PPGCont)**

THAIS MOTA CRABBI

A CONFIANÇA É CONFIÁVEL?

Brasília – DF
2020

THAIS MOTA CRABBI

A CONFIANÇA É CONFIÁVEL?

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont) da Universidade de Brasília.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília – DF
2020

Ficha Catalográfica

CRABBI, Thais Mota

A CONFIANÇA É CONFIÁVEL? / Thais Mota Crabbi. Brasília, 2020.

Orientador: Cesar Augusto Tibúrcio Silva. -- Brasília, 2020.
50 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de Brasília, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Brasília, 2020.

1. Excesso de confiança. 2. Chief Executive Officer. 3. Gerenciamento de resultados. I. Silva, Cesar Augusto Tiburcio , orient. II. Título.

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professora Doutora Adalene Moreira Silva
Decana de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas

Professor Doutor Paulo César de Melo Mendes
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

RESUMO

Usando dados de empresas brasileiras de capital aberto, o presente trabalho teve por objetivo verificar quais são as características relacionadas ao excesso de confiança do *Chief Executive Officer* (CEO) que explicam as práticas de gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais. Baseado na literatura sobre o tema, foram empregadas novas medidas como *proxies* para o excesso de confiança do CEO, assim como medidas constantemente utilizadas. O cerne da pesquisa baseia-se no seguinte entendimento: embora o excesso de confiança seja uma característica comum das pessoas, os executivos tendem a ser mais confiantes em suas próprias habilidades. Além disso, por terem sua condição social e econômica atreladas ao resultado da empresa, trabalham em prol da manutenção e melhoria de sua posição. Como consequência, e baseado na Teoria dos Escalões Superiores (TES), o gestor (excessivamente confiante) pode usar seu elevado poder de influência sobre os processos internos da companhia para gerenciar os resultados. Para atingir o objetivo da pesquisa, operacionalizou-se os dados a partir de um modelo de regressão linear, utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), com heterocedasticidade corrigida, onde a variável dependente foram os resíduos dos modelos propostos por Roychowdhury (2006), que são considerados *proxies* para o gerenciamento de resultados operacionais, e as variáveis independentes, as *proxies* para o excesso de confiança. Os resultados encontrados sugerem que todas as variáveis selecionadas apresentaram resultados significativos em relação ao gerenciamento de resultados através das atividades operacionais, apesar da divergência de sinal encontrada, tornando o resultado inconclusivo para elas. Esses achados estão de acordo com a TES e sugerem que fatores comportamentais do mais alto executivo são significativos e influenciam os resultados contábeis de suas respectivas empresas. As implicações práticas deste trabalho agregam as discussões tão relevantes acerca da governança corporativa das instituições de capital aberto e, especialmente, da escolha dos indivíduos que irão gerenciá-la. Além disso, os resultados são capazes de embasar e fortalecer o monitoramento dos reguladores e sociedade quando uma empresa é gerenciada por um executivo com excesso de confiança.

Palavras-chaves: Excesso de confiança; Chief Executive Officer; Gerenciamento de resultados

ABSTRACT

Using data from publicly traded Brazilian companies, the present study aimed to verify which are the characteristics related to the Chief Executive Officer (CEO) overconfidence that explains earnings management practices through operational activities. Based on the topic's literature, new measures were used as proxies for the CEO's overconfidence, as well as measures constantly used. The research's core is based on the following understanding: while overconfidence is a common characteristic of people, executives tend to be more confident in their own abilities. In addition, because their social and economic conditions are linked to the company's results, they work to maintain and improve their position. As a consequence, and based on the Higher Levels Theory, the manager (overconfident) can use his high power of influence on the company's internal processes to manage the results. To achieve the research objective, the data was operationalized using a linear regression model, using the Ordinary Least Squares (OLS) method, with corrected heteroscedasticity, where the dependent variable was the residuals of the models proposed by Roychowdhury (2006), which are considered proxies for the management of operating results, and the independent variables, the proxies for overconfidence. The results found suggest that all selected variables showed significant results in relation to earnings management through operational activities, despite the sign divergence found, making the result inconclusive for them. These findings are in agreement with the Higher Levels Theory and suggest that behavioral factors of the highest executive are significant and influence the accounting results of their respective companies. The practical implications of this work add to the very relevant discussions about the corporate governance of publicly traded institutions and, especially, the choice of individuals who will manage it. In addition, the results are able to support and strengthen the monitoring of regulators and society when a company is managed by an overconfident executive.

Keywords: Overconfidence; Chief Executive Officer; Earnings management

Conteúdo

1	Introdução	5
1.1	Objetivo da pesquisa	6
1.2	Originalidade e relevância da pesquisa	7
2	Fundamentação teórica	8
2.1	Excesso de confiança	8
2.1.1	Confiança de acordo a popularidade (Google)	10
2.1.2	Empreendedor vs. não empreendedor	10
2.1.3	Proporção de Ações	11
2.1.4	Confiança de acordo com o Relatório da Administração	11
2.1.5	Idade	12
2.1.6	Fotografia oficial	12
2.1.7	Tempo de atuação na empresa	13
2.1.8	Formação acadêmica	13
2.1.9	Remuneração	14
2.1.10	Gênero	14
2.1.11	Confiança de acordo com o Valor Econômico	14
2.2	Gerenciamento de resultados e incentivos para escolhas contábeis oportunistas	15
2.3	Gerenciamento de resultados através das decisões operacionais	16
2.4	Relação entre gerenciamento de resultados e gestores excessivamente confiantes	18
3	Metodologia	19
4	Análise de dados	23
4.1	Estatísticas Descritivas	23
4.2	Regressão linear	28
4.3	Análises Adicionais	30
4.3.1	Resíduos extremos	30
4.3.2	Regressão por Etapas	33
5	Considerações finais	36
6	Referências	37
A	Apêndice. Estatísticas descritivas e correlações	45
B	Apêndice. Análise de Componentes Principais	48

1 Introdução

*“Não por acaso, há quem diga que o maior produto de X é o próprio X. Esta é apenas uma entre as tantas facetas de uma pedra rara, um personagem fora da curva, no momento desafiado a provar o quanto é grande a distância entre a consolidação de um dos maiores conglomerados logístico industriais do país e o protagonismo de um estridente fracasso”*¹.

Filho de um brasileiro e de uma alemã, nasceu no Brasil e foi cedo estudar na Alemanha. Já de volta à terra natal, começou a trabalhar com intermediação de ouro entre grandes produtores brasileiros e o mercado europeu. Com 21 anos, fundou sua primeira empresa e, com 25, tinha um patrimônio estimado em 6 milhões de dólares. No início dos anos 90, com apenas 29 anos, foi CEO pela primeira vez de uma empresa aberta de grande porte, listada na bolsa de Toronto, Canadá. Foi considerado por diversas vezes um dos dez homens mais ricos do mundo, segundo a Forbes, e o homem mais rico do Brasil, pela imprensa nacional. Midiático, com milhões de seguidores em redes sociais como o Twitter, Instagram, FaceBook e LinkedIn, vendia a confiança que possuía em suas empresas, que tinham como característica principal, a letra X, que simboliza a multiplicação da riqueza. Foi excessivamente confiante em acreditar e convencer o mundo que havia muito petróleo em uma determinada região. E ele conseguiu convencer muita gente. Obteve financiamentos de bilhões de dólares de grandes empresas gestoras de fundos internacionais, além de financiamentos bilionários de bancos estrangeiros e brasileiros, sem sequer ter produzido um único barril de petróleo. O executivo realizou IPO - *Initial Public Offering* - da maioria de suas empresas em fases pré-operacionais do negócio, cenário no qual os resultados operacionais são incipientes, não há histórico de resultados passados e a maioria das apostas se encontram no futuro, evidenciando um comportamento empresarial mais arriscado e um excesso de confiança no negócio. Em outubro de 2011, sua holding petrolífera tinha o lote mais caro de ações negociadas na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, cerca de R\$ 2.400,00. Em dezembro de 2018, as ações valiam menos de R\$ 1,40. Um aspecto interessante dessa história é que não haviam dúvidas quanto à solidez de tal império. Mesmo pessoas influentes e conhecedoras do mundo dos negócios, foram convencidas: uma CEO de uma das maiores multinacionais de mineração do mundo perdeu mais de 5 bilhões de dólares em um projeto de extração de ferro liderado pelo empresário. A confiança excessiva do executivo convenceu governos, mercado e investidores, e foi determinante para os resultados da companhia.

A história descrita acima, baseada em fatos narrados a partir de uma visão externa (jornalistas, em sua grande maioria), evidencia o quanto o comportamento de uma única pessoa é capaz de instigar o de outras pessoas. O comportamento deste executivo foi percebido como excessivamente confiante pelos meios midiáticos. A autoconfiança excessiva vem sendo estudada na literatura como um viés cognitivo potencialmente catastrófico (Plous, 1993) podendo, inclusive, ter sido a causadora de desastres históricos, como a Primeira Guerra Mundial, a crise financeira de 2008 e a falta de preparação para fenômenos ambientais, tais como os furacões e o aquecimento global (Johnson & Fowler, 2011). Considerando que os executivos tomam decisões com significativo poder de influência operacional dentro de uma organização, como a escolha do melhor mercado para iniciar a entrada de um novo produto ou extinguir a fabricação de um outro considerado obsoleto, torna-se importante pesquisar o impacto que o excesso de confiança pode exercer sobre os números contábeis e, conseqüentemente, sobre a sociedade.

O viés cognitivo do excesso de confiança está relacionado à avaliação subjetiva de probabilidade, onde os julgamentos são baseados em dados cuja validade é limitada. A utilização de regras de bolso para a tomada de decisão, as chamadas heurísticas, fazem com que decisões complexas se tornem fáceis e rápidas de serem resolvidas. Esse fenômeno pode ocorrer em virtude da representatividade da informação, da disponibilidade da informação ou do efeito ancoragem que a informação pode ter, todos relacionados à tomada de decisão (Kahneman & Tversky, 1974).

Larwood e Whittaker (1977) argumentam que o excesso de confiança está relacionado a comportamentos que são irrealisticamente otimistas quanto a resultados incertos. De acordo com os autores, esse viés cognitivo tem sido associado ao efeito “melhor que a média”, em que os indivíduos tendem a superestimar sua capacidade individual em relação à média; ou a “ilusão de controle”, onde acredita-se ter maior controle sobre eventos incertos do que para eventos aleatórios ou incontroláveis. Além disso, estudos sobre excesso de confiança mostraram que além de os indivíduos serem mal calibrados quando realizam tarefas difíceis, das quais não possuem conhecimento necessário, do que para tarefas fáceis, para as quais possuem esse conhecimento, a confiança com a qual fazem suas previsões excede em muito suas taxas de precisão (Dunning, Griffin, Milojkovic, & Ross, 1990; Lichtenstein & Fischhoff, 1977; Lichtenstein, Fischhoff, & Phillips, 1982).

Especificamente no meio corporativo, os executivos tendem a ser mais confiantes do que a população no geral em virtude do viés de seleção. É bem provável que muitos indivíduos que buscam cargos gerenciais são aqueles que confiam demais em suas próprias habilidades como futuros gestores (Gervais, Heaton, Odean, 2003). Malmendier e

¹Último Segundo. Os 60 mais poderosos. Disponível em: <https://ultimosegundo.ig.com.br/os-60-mais-poderosos/eikebatista/51f2d8543fc24efa7f0000005.html>

Tate (2005) argumentam que os executivos parecem ser mais propensos a exibir excesso de confiança quando avaliam sua habilidade relativa, tendendo a exagerar seus resultados positivos em relação à média (Larwood & Whittaker, 1977; Svenson, 1981; Alicke, 1985), assim como em termos de estreitos intervalos de confiança (Larwood & Whittaker, 1977; Kidd, & 1970; Moore, 1977).

Um executivo que escolhe pessoalmente um projeto de investimento provavelmente acredita que é capaz de controlar seu resultado, subestimando a probabilidade de fracasso (March & Shapira, 1987; Langer, 1975). Além disso, um típico executivo também está comprometido com o desempenho da empresa assim como o fato de que sua riqueza pessoal e o valor do seu capital humano oscilam com a variação do preço das ações da empresa (Malmendier & Tate, 2005).

Evidências de testes realizados nos Estados Unidos sugerem que gerentes superconfiantes são mais propensos a destruir o valor da empresa do que os demais gerentes que não possuem este viés cognitivo, principalmente quando se trata de decisões operacionais relacionadas a fusões e aquisições (Brown & Sarma, 2007). Para Roll (1986), este comportamento se justifica devido às decisões baseadas em erros de avaliação dos gerentes excessivamente confiantes (arrogância gerencial) sobre as potenciais sinergias que serão conquistadas com a aquisição. Tais decisões, de acordo com o autor, são características de serem contrárias aos interesses dos acionistas.

Entretanto, tão importante quanto identificar a extensão do excesso de confiança do CEO, é identificar a capacidade deste indivíduo impor suas crenças sobre as decisões da empresa (Brown & Sarma, 2007). De acordo com Hsieh, Bedard e Johnstone (2014), as características individuais do comportamento do executivo desempenham um papel importante no comportamento corporativo. Dessa forma, julgou-se necessário analisar o cenário no qual os aspectos comportamentais do executivo interferem negativamente na qualidade da informação contábil.

Para Roychowdhury (2006) “há evidências substanciais de que os executivos participam do gerenciamento de resultados”. Em geral, tal comportamento é impulsionado pelo desejo de aumentar o preço das ações da empresa, visto que, na maioria dos casos, o valor da ação é base fundamental para os componentes flexíveis da remuneração. Estes componentes incluem a remuneração baseada em ações e/ou opções, bônus pelo atingimento de alguma meta que interfira no preço da ação e outros incentivos de longo prazo (Ruiz – Verdu, 2008).

Em mercados menos desenvolvidos, como é o caso do Brasil, os incentivos relacionados à remuneração podem não ser tão relevantes. Isso acontece porque as empresas listadas nestes países possuem uma estrutura de propriedade altamente concentrada, com um alto número de executivos como acionistas controladores. Nesse cenário, os acionistas minoritários correm o risco de serem expropriados pelos acionistas controladores que, em grande parte, ganham o controle efetivo sobre a administração da empresa (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Embora a administração seja a parte mais informada para relatar o desempenho da empresa, ela também é avaliada e recompensada com base do seu desempenho. Na ausência de procedimentos objetivos para determinar o desempenho, as partes externas têm dificuldade em avaliar a confiabilidade dos sinais produzidos pela administração. Exigir objetividade e verificabilidade, limita a discricão da gerência e reduz a possibilidade de que possa fornecer informações falsas para um ganho privado (Dechow, 1994).

Tendo em vista o exposto, o presente trabalho adentra no campo de pesquisa que estuda a relação entre os vieses cognitivos dos executivos do alto escalão com a qualidade das informações contábeis de suas empresas. Para tanto, considera-se os pressupostos da Teoria dos Escalões Superiores, de Hambrick e Manson (1984). De acordo com Hambrick (2007), a premissa central desta teoria é que as experiências, valores e personalidades dos executivos influenciam muito suas interpretações das situações que enfrentam e, por sua vez, afetam suas escolhas. Esta teoria deve ser pensada e interpretada sob a ótica na racionalidade limitada, onde situações incertas e complexas em termos informativos não são objetivamente “conhecíveis”, mas sim meramente interpretáveis. Além disso, em virtude da dificuldade de obter dados psicométricos convencionais, a teoria pressupõe que as características demográficas dos executivos – como antecedentes funcionais e educacionais – podem ser usadas como *proxies* válidas, embora incompletas e imprecisas, dos quadros cognitivos dos executivos. Dessa forma, se o objetivo de um pesquisador for entender porque as organizações fazem o que fazem, ou porque têm o desempenho que têm, deve-se considerar os vieses cognitivos e disposições de seus atores mais poderosos – seus principais executivos. Em resumo, os executivos do topo influenciam o que acontece com suas organizações (Hambrick, 2007).

1.1 Objetivo da pesquisa

O caso particular que introduziu este trabalho, somado às pesquisas teóricas e empíricas sobre o viés cognitivo do excesso de confiança, considerou que este comportamento pode exercer influência sobre práticas de gerenciamento de resultado. Atualmente, alguns pesquisadores têm se interessado em estudar como as características comportamentais de um único gestor influenciam na qualidade da informação contábil. Nesse sentido, a partir de teorias e testes laboratoriais, diversas *proxies* que medem comportamento foram associadas com fenômenos econômicos e financeiros. Ainda assim,

as características comportamentais de um indivíduo, derivado de seu processamento cognitivo a partir das experiências vividas, são inúmeras.

Este trabalho se insere nesta discussão crescente e atual e expande novos debates sobre quais comportamentos influenciam os números contábeis. Portanto, o objetivo central da pesquisa é verificar quais são as características relacionadas ao excesso de confiança do *Chief Executive Officer* (CEO) que explicam as práticas de gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais.

1.2 Originalidade e relevância da pesquisa

A qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas brasileiras é significativamente influenciada pelo ambiente institucional, econômico e político únicos que caracterizam o Brasil e pelas pessoas inseridas neste ambiente. Nesse contexto, de acordo com Paulo (2007), as características idiossincráticas de cada região são importantes na determinação dos mecanismos de governanças corporativa e, consequentemente, nas condutas de fraudes empresariais, especialmente as praticadas pelas grandes organizações nos últimos anos. Algumas pesquisas que associaram as *proxies* para o excesso de confiança com o gerenciamento de resultados o fizeram utilizando dados de países com características econômicas e comportamentais diferentes das do Brasil e do brasileiro.

Por exemplo, Hsieh, Besard e Johnstone (2014) mostraram que o ambiente regulatório pode ser um dos fatores que reduz o comportamento do CEO excessivamente confiante de gerenciar os resultados, mas não restringe por completo. O estudo mostrou que antes de ser emitida a Lei *Sabanes Oxley* (SOX), em 2002, as empresas com CEOs excessivamente confiantes tinham maior probabilidade de se comprometer na gestão de lucros, acelerando o timing do fluxo de caixa, de modo a alcançar as previsões dos analistas de mercado. Após a SOX, as empresas com CEOs excessivamente confiantes tinham maior probabilidade de se envolver em decisões discricionárias relacionadas ao aumento das receitas, aos fluxos de caixa anormalmente altos e as despesas discricionárias anormalmente baixas.

A originalidade desta pesquisa centra-se na interação de três eixos: características econômicas singulares do Brasil; modelos pouco utilizados para mensurar o gerenciamento de resultados; e novas medidas para o excesso de confiança.

Diferentemente das economias altamente industrializadas, onde é realizada a maioria das pesquisas sobre vieses cognitivos e gerenciamento de resultados, o Brasil, que está entre os 10 países do mundo com maior Produto Interno Bruto (PIB) é considerado uma das maiores economias emergentes do mundo (FMI, 2019), tem como características principais um sistema jurídico e regulatório fraco, reduzida proteção legal aos acionistas e elevada influência estatal, além de lacunas significativas entre o que prevê as IFRS e o que de fato é praticado pelas empresas. (Eng, Ling, & Neiva de Figueiredo, 2019). Consequentemente, tais características singulares afetam a governança corporativa das empresas e, sobretudo, a qualidade da informação contábil reportada por elas (Paulo, 2007).

Associado às características singulares em que as empresas brasileiras estão inseridas, tem-se o resultado encontrado por Martinez (2013), de que a maioria absoluta das pesquisas no Brasil sobre esta temática utilizaram os *accruals* discricionários como medida para o gerenciamento de resultados. Um exemplo é o trabalho de Oliveira (2017), que demonstrou a relação positiva entre o excesso de confiança, mensurado pelo conceito de *net buyer* (comprador habitual) de Malmendier e Tate (2005) e o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals*, estimado pelo modelo Jones Modificado (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995). De acordo com o autor, o gerenciamento de resultados através das atividades operacionais que, necessariamente, afeta Fluxo de Caixa Operacional, ainda é uma área de análise que requer mais investigações.

Considerando a singularidade e riqueza dos dados, o pesquisador sentiu a necessidade de ampliar a discussão sobre vieses cognitivos utilizando novas métricas para mensurar o excesso de confiança. Por exemplo, o grau de confiança mensurado através de uma foto e o divulgado através de relatórios anuais, não haviam sido utilizados anteriormente por pesquisas similares a esta. Uma outra medida foi adaptada para o contexto brasileiro a partir de Malmendier e Tate (2008), que são as menções de confiança divulgadas pelo jornal Valor Econômico, que, de igual modo, não foi utilizada anteriormente.

Finalmente, surge o questionamento de qual a relevância e/ou implicações práticas a análise feita por esta pesquisa pode propiciar. Dois argumentos indissociáveis são base para isso. O primeiro leva em consideração os pressupostos da TES, de que o comportamento da alta administração influencia, de maneira significativa, os resultados da empresa. Associado isso, tem-se o segundo, e principal, argumento, baseado no trabalho de Alfaro, Chari e Panizza (2019). De acordo com os autores, em economias emergentes, as grandes corporações exercem elevada influência na vulnerabilidade financeira do país como um todo. Dessa forma, estudar a relação entre o comportamento e a gestão de resultados, tem seu valor não somente para a contabilidade, mas, também, para todos que, de alguma forma, influenciam ou são influenciados pelas instituições geridas por executivos enviesados.

2 Fundamentação teórica

2.1 Excesso de confiança

“Talvez a descoberta mais robusta da psicologia do julgamento seja que as pessoas são excessivamente confiantes” (De Bondt, & Thaler, 1995). A confiança é um ingrediente essencial do sucesso de uma ampla gama de domínios, desde o desempenho laboral, saúde mental, esportes, negócios e até mesmo no combate. Não apenas a confiança, mas o excesso de confiança é vantajoso para aumentar a ambição, a moral, a resolução de problemas, a persistência ou a credibilidade do blefe (Johnson & Fowler, 2011). Ao contrário do que pressupõe a moderna teoria de finanças, onde o indivíduo, em condições de incerteza, é racional em suas escolhas e maximiza sua utilidade esperada, a irracionalidade obtida por meio da autoconfiança, pode ser decisiva na tomada de decisão. Este comportamento leva a avaliações equivocadas, expectativas irreais, decisões perigosas, arrogância, bolhas de mercado, colapsos financeiros, guerras dispendiosas, entre outros (Johnson & Fowler, 2011).

Além disso, a tomada de decisão envolve, basicamente, dois fatores: a posse da informação e o quanto essa informação é relevante para a decisão. Acontece que as pessoas consideram mais importante a força da informação, ou seja, o quão impressionante seria essa informação, sem considerar sua validade (ou fonte) e/ou a relevância que ela tem para a tomada de decisão. Dessa forma, as pessoas superestimam suas habilidades por acreditarem que estão bem orientadas quando, de fato, as informações são invalidadas (Griffin & Tversky, 1992).

Deve-se haver um cuidado por parte dos pesquisadores no uso do termo “excesso de confiança”. De acordo com Moore e Healey (2008), existem três conceitos sobre este termo que significam coisas muito diferentes. O primeiro deles é a Superestimação, que é a crença de que você é melhor do que realmente é na realização de uma tarefa objetiva. O segundo conceito se refere ao Excesso de Colocação, que é a crença de achar que é melhor do que mais pessoas do que realmente é. E, por fim, a Superprecisão, que é ter mais confiança em suas crenças do que se justifica. Apesar de diferentes, os conceitos não serão tratados à parte por esta pesquisa em razão da dificuldade de se obter dados psicométricos que validem o argumento que de um executivo é excessivamente confiante. Como são utilizadas proxies que representam o fenômeno real, mas não o explicam por completo, o pesquisador não é capaz de afirmar, com certeza, que um indivíduo satisfaz um conceito e detrimento de outro.

Vale destacar, também, que muitos trabalhos analisaram o excesso de confiança e otimismo de uma maneira geral. Entretanto, Lambert, Bessièr e N’Goala (2012) afirmam que, apesar de conceitualmente diferentes no contexto de tomada de decisão, tais vieses são complementares. Ainda assim, é importante ressaltar suas diferenças, considerando que na presente pesquisa o viés estudado é o excesso de confiança e não o otimismo. Para Tiger (1979) o otimismo permeia o pensamento irrealisticamente positivo das pessoas sobre acontecimentos futuros, enquanto o excesso de confiança, de acordo com Barros (2005), está relacionado ao comportamento dos indivíduos de superestimar suas próprias habilidades. Gestores com viés otimista, por exemplo, são positivos em relação as perspectivas futuras da organização que gerem, superestimando a probabilidade de sucesso dos projetos empreendidos pela empresa e subestimando seu fracasso, enquanto que gestores excessivamente confiantes superestimam suas próprias capacidades de tomada de decisão.

Ambos os vieses cognitivos levam a uma ilusão de pensamento positivo e potencialmente tem impactos semelhantes nos resultados de pesquisas empíricas. Entretanto, existem duas razões principais pelas quais a distinção é importante. Primeiro, as intervenções de informação destinadas a reduzir o pensamento positivo podem não ser eficazes se visarem o tipo incorreto de viés. Segundo, deixar de distinguir entre os dois pode levar a previsões imprecisas, dependendo do papel do desempenho individual no comportamento ou resultado previsto (Heger & Papageorge, 2018). Por isso, o pesquisador precisa ter em mente qual é o viés a ser pesquisado e quais são as características específicas que representam e mitigam este viés. A presente pesquisa trata-se especificamente do excesso de confiança e todas as variáveis selecionados foram baseadas na literatura sobre este tema.

De acordo com Hill, Kern e White (2014), existe uma tendência das pesquisas em associar o termo excesso de confiança a um constructo pejorativo, referindo-o como similar ao termo arrogância. E isso já vem sendo demonstrado pelas pesquisas em psicologia há muito tempo (por exemplo, Oskamp, 1965). A definição original de “arrogância”, concebido pelos antigos gregos, quer dizer “uma disposição ao excesso de confiança”. Nesse sentido, como afirmam Hill, Kern e White (2014), tanto o excesso de confiança, quanto a arrogância, referem-se à tendência dos indivíduos de inflar estimativas de suas habilidades. Dada essa visão, alguns pesquisadores utilizam estes termos de forma intercambiável, tal como Malmendier e Tate (2008).

Nesse contexto, Johnson e Fowler (2011) levantam o seguinte questionamento: se o excesso de confiança é uma característica difundida da psicologia humana como semelhante à arrogância e causadora de erros dispendiosos, porque os seres humanos deveriam ter evoluído ou mantido um viés aparentemente tão prejudicial? Para os autores, uma solução possível é que o excesso de confiança possa realmente ser vantajoso na média, embora, em algumas circunstâncias, seja

caro. Se características de auto avaliação excessiva aumentaram os ganhos líquidos em competição ou conflito ao longo da história evolutiva humana, o excesso de confiança pode ter sido favorecido pela seleção natural (Johnson & Fowler, 2011).

Enquanto os economistas tendem a postular a noção de cérebros humanos como máquinas de maximizar a utilidade esperada de uso geral na avaliação dos custos, benefícios e probabilidades de diferentes opções caso a caso, a seleção natural pode ter favorecido o desenvolvimento de vieses heurísticos simples, tal como o excesso de confiança, em um determinado domínio porque eram mais econômicos, disponíveis ou mais rápidos (Johnson & Fowler, 2011).

Auto avaliações excessivamente positivas, percepções exageradas de controle ou domínio e otimismo irrealista são características do pensamento humano normal. Entretanto, tal viés pode ser exaltado em determinadas situações, como com a realização de tarefas difíceis (Taylor, & Brown, 1988). A dificuldade de uma tarefa pode ser considerada o principal determinante, ainda que não seja o único, para o excesso de confiança. Sendo assim, questões fáceis não demonstram um comportamento excessivamente confiante como questões mais difíceis (Kahneman, 1996). Tal comportamento tende a se reduzir, ou até mesmo ser eliminado, quando as tarefas apresentadas são mais fáceis, previsíveis, repetitivas e com *feedback* rápido e preciso (Murphy & Winkler, 1984). *Feedbacks* rápidos após cada previsão, pode ser uma ferramenta útil para mitigar comportamentos enviesados, porém, não reduzem por completo este tipo de viés. Meteorologistas, por exemplo, são bem calibrados e apresentam níveis de excesso de confiança bem reduzidos por recebem *feedbacks* quase instantâneos de suas previsões (choveu ou não choveu), além de suas previsões serem altamente repetitivas e mais fáceis. Por outro lado, os médicos apresentam exacerbado excesso de confiança e isso é causado, em grande parte, porque esses profissionais não recebem *feedback* imediato (uma doença prevista pode depender de muitos exames e demorar a ser comprovada, além de que o paciente pode não voltar ao mesmo médico) e a possibilidades de previsão (doença) são inúmeras (Lichtenstein, Fischhoff, & Phillips, 1982).

No que se refere, especialmente, ao meio corporativo, que é o tema deste trabalho, Gervais e Odean (1991) afirmam que além das decisões corporativas envolverem alta complexidade, como a correta seleção dos projetos de investimento e alocação dos recursos, seus resultados possuem *feedback* lento e frequentemente ambíguo, por isso os gestores tenderiam a apresentar um comportamento excessivamente confiante. Conforme Phua, Tham e Wei (2018), é provável que os conselhos corporativos contratem CEOs excessivamente confiantes devido a sua visão e talento de liderança. Estes executivos, ao demonstrarem uma forte crença nas perspectivas das atividades corporativas, geram resultados tangíveis na forma de compromissos das partes relacionadas. Estes executivos atraem relacionamentos mais fortes, duradouros e apresentam menor risco de rescisão com os fornecedores, principalmente nas indústrias onde essas relações são valiosas. Além disso, a capacidade de liderança também se estende aos funcionários. Eles são mais capazes de reter talentos, principalmente em setores onde o capital humano é mais valioso, e incentivam uma maior propriedade das ações da empresa nos planos de benefícios. Dessa forma, como argumentam Ferreira e Yu (2003), próprio mercado de trabalho pode ter sido o alicerce para que as pessoas adquiram excesso de confiança. Isso é evidente quanto verifica-se que a experiência é positivamente relacionada a elevados níveis confiança.

Embora o excesso de confiança seja encontrado em uma parcela significativa das pessoas, os altos executivos parecem ser mais confiantes do que a média da população. Isto é afirmado por Paredes (2004), que propõe três razões que podem explicar isso. Primeiro, a alta remuneração dos executivos fornece *feedback* positivo ao CEO e sinaliza que o executivo principal é um sucesso. *Feedback* positivo e sucesso criam confiança. Segundo, o próprio processo de ganhar a “competição gerencial”, torna o CEO mais confiante. Além disso, os CEOs se tornam excessivamente confiantes como resultado do grande controle corporativo que está centrado em suas mãos.

Goel e Thakor (2008) reconhecem que muitos estudos foram realizados abordando o viés cognitivo do excesso de confiança em executivos e que tais estudos geraram *insights* valiosos. Os autores argumentam que, apesar das distorções comportamentais documentadas associadas ao viés cognitivo do excesso de confiança, os agentes excessivamente confiantes ainda se tornam presidentes. Para os autores, uma questão importante é que as estimativas de confiança do CEO podem estar relacionadas com os vieses comportamentais daqueles que estão no grupo de onde os diretores são escolhidos, ou como a governança corporativa afeta a composição desse grupo.

Quando um conselho de administração está decidido em nomear um diretor presidente, a atenção geralmente se concentra em um pequeno grupo de executivos seniores que sobreviveram ao processo de governança. Se esse processo for tendencioso em favor daqueles com um conjunto específico de atributos, como a confiança, os concorrentes exibirão uma preponderância destes atributos. Dessa forma, o comportamento excessivamente do gestor pode ser construído em decorrência da governança corporativa dentro da empresa, e todas os processos que o fizeram subir de cargo (Goel & Thakor, 2008).

De acordo com Hill, Kern e White (2014), uma das grandes dificuldades das pesquisas em finanças comportamentais, reside em medir os vieses e heurísticas, já que tais comportamentos não são diretamente observáveis por meio de informações públicas. Nesse contexto, os pesquisadores vêm tentando criar modelos com *proxies* que apontam a

existência dos vieses. Apesar disso, ainda não há um consenso sobre validade real dos modelos (Hill, Kern, & White, 2014). Ainda assim, como afirmam De Bondt e Thaler (1995), uma teoria, inevitavelmente, envolve simplificação. Portanto, os modelos que mensuram o excesso de confiança podem não comprovar todas as características de um fenômeno real (o comportamento), mas representam uma simplificação condizente dessa mesma realidade.

Para a presente pesquisa, foram selecionadas 11 variáveis para mensurar o excesso de confiança do CEO, as quais serão descritas a seguir. Algumas foram constantemente utilizadas por pesquisadores comportamentais, como o empreendedorismo e a quantidade de ações da própria empresa, enquanto outras ainda existem poucos debates sobre sua validade, tal como a confiança relatada por um jornal de negócios e a foto oficial. Ainda assim, a pesquisadora optou por utilizá-las afim de agregar a discussão sobre comportamentos que expressam excesso de confiança. Vale destacar que as características comportamentais relatadas na literatura sobre a autoconfiança excessiva são exaustivas e não se reduzem somente as utilizadas nesta pesquisa.

2.1.1 Confiança de acordo a popularidade (Google)

A popularidade de um executivo é positivamente relacionada a sua autoconfiança excessiva (Malmentier & Tate, 2009). De acordo com Hayward, Rindova e Pollock (2004), os executivos que constantemente são mencionados na imprensa, principalmente quando associados aos resultados das empresas geridas por eles, acreditam ter maior influência sobre os meios midiáticos. A consequência disso é que esses executivos têm uma maior probabilidade de acreditar mais fortemente em suas próprias habilidades, além de possuírem um autojulgamento profissional de que suas decisões estão sempre corretas.

Dessa forma, a elevada exposição midiática e o conseqüente aumento do excesso de confiança, pode gerar impactos significativos nas decisões que os executivos possam tomar, negligenciando fatores técnicos. O problema aqui discutido, portanto, baseia-se no argumento defendido por (Weiner, 1986), de que uma maior exposição midiática sobre o executivo, pode tornar o seu processo crítico de auto avaliação menor. Como consequência, os CEOs podem adquirir comportamentos excessivamente confiantes em relação a sua atribuição profissional.

2.1.2 Empreendedor vs. não empreendedor

O excesso de confiança tem sido relatado como um viés comum entre os empreendedores e pode ser uma das causas das falhas em novos empreendimentos (Ilieva, Bruder mann, & Drakulevski, 2018). Há uma vasta literatura demonstrando que os CEOs fundadores são mais excessivamente confiantes do que os CEOs profissionais (Galasso & Simcoe, 2011; Hayward & Hambrick, 1997; Malmendier & Tate, 2005; Malmendier & Tate, 2008; Hirshleifer, Low, & Teoh, 2012; Hribar & Yang, 2012; Lee, Hwang, & Chein, 2015).

Os empreendedores simplificam involuntariamente seu processamento de informações para diminuir o estresse e a ambigüidade associados à decisão de iniciar um empreendimento. Uma consequência disso é que tais indivíduos tomam mais riscos do que os que não empreendem. Mas isso não quer dizer que eles são mais propensos a risco, somente que a percepção de risco é diferente e isso se deve ao excesso de confiança. Como os tomadores decisão que exibem comportamentos excessivamente confiantes tratam suas suposições como fatos, eles podem não ver as incertezas associadas à estas suposições. Nesse sentido, os empreendedores podem concluir, erroneamente, que uma estratégia não é arriscada. Portanto, o excesso de confiança seria capaz de diminuir a percepção do indivíduo quanto ao grau de risco de seus atos (Simon, Houghton, & Aquino, 2000).

Como os indivíduos variam sua percepção de risco sobre um empreendimento, eles não precisam, necessariamente, definir uma propensão de risco para um novo negócio. Eles podem prosseguir porque percebem pouco risco. Isso explicaria, em parte, porque os indivíduos iniciam empreendimentos (Palich & Bagby, 1995). Em decorrência disso, os líderes empreendedores que exibem o viés cognitivo excesso de confiança podem direcionar suas empresas para investimentos desconhecidos (Schwenk, 1986) e investir em empreendimentos muito arriscados (McCarthy, Schoorman, & Cooper, 1993). O excesso de confiança leva os indivíduos a perceber e buscar oportunidades de empreendedorismo que outros indivíduos, menos confiantes, são menos aptos a identificar (Trevelyan, 2008). Sendo assim, os empresários que fazem avaliações completamente lógicas, dentro da realidade e sem muito risco, encaram o perigo de ficar paralisado na inação (Plous, 1993).

Lee, Hwang e Chein (2015) descobriram que os CEOs fundadores usam substancialmente menos palavras negativas em seus tweets pessoais e nas declarações de teleconferências de resultados, em comparação com os CEOs profissionais. Considerando que a diferença de tom de argumentação não é explicada pela diferença no resultado da empresa, os autores sugerem que há excesso de confiança nas declarações positivas dos empresários. Um resultado interessante encontrado pelos autores é que os investidores desconhecem o viés de excesso de confiança entre os CEOs empreendedores e os profissionais. De um modo geral, os investidores reagem tanto ao tom positivo dos tweets e das declarações de teleconferência dos fundadores, como dos não fundadores, mesmo as declarações serem excessivamente mais confiantes.

Comportamentos excessivamente confiantes em relação ao empreendedorismo podem começar ainda na fase de demonstrar a intensão de iniciar uma carreira empreendedora. De acordo com Bernoster, Rietveld, Thurik e Torrès (2018), o excesso de confiança está positivamente associado à vontade de começar um negócio novo. Sendo assim, este viés cognitivo pode ser considerado um fator decisivo de entrada no mercado. De acordo com um estudo realizado por Busenitz e Barney (1997), os CEOs fundadores de pequenas empresas, assim como os empreendedores que participam de atividades de start-up, são mais excessivamente confiantes do que os CEOs profissionais de grandes empresas. Isso demonstra que o empreendedorismo é uma variável mais influente para o excesso de confiança do que simplesmente o tamanho da empresa.

Para Busenitz e Barney (1997), na prática, se os empreendedores não se utilizassem das heurísticas, muitas decisões de investimentos não teriam sido tomadas. A janela de oportunidades relacionada aos empreendimentos empresariais desapareceria se todas as informações necessárias estivessem disponíveis para uma tomada de decisão mais racional. Além disso, iniciar com sucesso o novo negócio geralmente envolve a superação de vários obstáculos. Utilizar heurísticas como mecanismos simplificadores para lidar com esses múltiplos problemas, pode ser crucial. Particularmente, o excesso de confiança pode ser benéfico na implementação de uma decisão específica e persuadir os outros a se entusiasmarem com isso também. Além disso, a utilização das heurísticas também pode oferecer suposições para explicar porque os empreendedores são maus gestores. Considerando seu benefício em algumas circunstâncias, pode levar a grandes erros em outras. É possível que o uso de decisões estratégicas possa ser uma grande vantagem durante os anos de startup. Entretanto, pode levar ao fim de um negócio enquanto uma empresa amadurece (Busenitz & Barney, 1997).

2.1.3 Proporção de Ações

Uma das características de executivos que apresentam comportamentos excessivamente confiantes é que, por confiarem demasiadamente em suas próprias habilidades, eles concentram seus investimentos em de ações da própria empresa além dos limites racionais e apostam sua riqueza pessoal no desempenho futuro da companhia (Malmendier & Tate, 2005). De acordo com Barros (2005), a excessiva quantidade de ações da empresa em posse do CEO pode ser explicada pela ilusão do controle, onde o executivo superestima sua capacidade de influenciar a performance do negócio e, ao mesmo tempo, confia excessivamente em suas próprias habilidades gerenciais, o que os torna, injustificadamente, otimistas quanto às perspectivas do empreendimento, superestimando o potencial de retorno das ações.

Ademais, o excesso de confiança representado pela subdiversificação de ações da própria empresa poderia ser uma das motivações para o gerenciamento de resultados. Considerando que o CEO possui informações internas de suas empresas, possíveis falhas futuras previstas internamente poderiam ser ajustadas por meio de mudança nos processos operacionais, objetivando atingir uma meta ou não demonstrar perdas financeiras. Portanto, espera-se que essa variável esteja positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados.

2.1.4 Confiança de acordo com o Relatório da Administração

De acordo com o trabalho de Buechel, Hahn e Walgenbach (2016), é possível atribuir às empresas, através de seus relatórios institucionais, comportamentos tipicamente humanos, tais como atitudes, afetos e emoções. Para os autores, estes relatórios, especialmente os de sustentabilidade, possuem uma elevada carga emocional e cada empresa pode ser caracterizada por um perfil emocional único. Conforme descrito por Kos (2017):

"Se empresas são formadas por indivíduos que reportam (contabilidade) e recebem (investidores) informações que são, antes de qualquer coisa, humanos, pode-se esperar que informações contábeis (aquelas divulgadas na forma narrativa) possuam carga emocional e, conseqüentemente, possam influenciar o mercado".

Além da questão comportamental corporativa, como a confiança excessiva, que pode ser atribuída aos relatórios anuais, alguns estudos também constataram que existe uma manipulação intencional das informações divulgadas nos relatórios financeiros anuais com a intenção de causar ou afetar um impacto favorável perante suas *stakeholders*, o que é chamado de Gerenciamento de Impressão (Souza, 2013). Essa manipulação intencional pode ocorrer através do conteúdo informativo ou mesmo da sintaxe narrativa (Beattie & Jones, 2000). Os resultados de Boudt e Thewissen (2015) evidenciam isso. Analisando as cartas dos CEOs de grandes companhias, os autores verificaram um número elevado de palavras com viés positivo em relação as palavras com viés negativo, especialmente, nas páginas finais do documento.

Usando dados de empresas cotadas na Espanha, Guillamon-Saorin, Garcia Osma e Aerts (2010) descobriram que as empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados também são as que apresentam maior gerenciamento de impressão para manipular a percepção das pessoas. Isso indica que os executivos que se envolvem em práticas de divulgação de interesse próprio, podem fazê-lo em vários níveis de comunicação. Especificamente para as empresas brasileiras, Nascimento, Rodrigues, Albuquerque e Silva (2013) mostraram que, em consonância ao Gerenciamento de Impressão, os recursos visuais também são fortemente utilizados pelas empresas para manipular a percepção dos

usuários. Os autores destacam que os recursos visuais mais utilizados pelas empresas são as tabelas. Além disso, verificou-se uma maior utilização dos diagramas, haja vista sua praticidade, e dos gráficos compostos por colunas.

O Relatório de Administração é um documento de emissão obrigatória pelas companhias abertas brasileiras, (CVM, 1987), com elevada influência discricionária do CEO, que é o responsável pelo documento, e com um conteúdo informativo menos técnico e mais descritivo em comparação aos demais documentos obrigatórios (Araújo, Brito, Ribeiro, & Lopes, 2016). Portanto, possui um elevado poder de comunicação entre a companhia e seus usuários.

2.1.5 Idade

Alguns dos marcos mais importantes do desenvolvimento na vida de um indivíduo envolvem mudanças nos níveis de confiança. A apreensão do bebê cede lugar à ousadia da juventude e à imprudência da adolescência, apenas para ser substituída, idealmente, por um bom senso bem calibrado na idade adulta. Por um lado, pode-se esperar que a idade e a experiência ajude as pessoas a se calibrarem melhor em seus julgamentos de confiança. Por outro, é possível que o *feedback* seletivo que a vida e a experiência oferecem, exacerba o excesso de confiança (Prims & Moore, 2017).

As pesquisas que exploraram as mudanças relacionadas ao envelhecimento na tomada de decisão relatam resultados mistos. Foi verificado que algumas habilidades na tomada de decisão diminuem com a idade, enquanto outras permanecem inalteradas ou melhoram. Como a capacidade cognitiva fluida, que é aquela relacionada à solução de problemas, se deteriora com a idade, os adultos mais velhos devem ter um desempenho pior nas tarefas de tomada de decisão que utilizam a capacidade cognitiva fluida. No entanto, o desempenho em algumas tarefas de tomada de decisão pode exigir experiência, o que aumenta com a idade (Bruine de Bruin, Parker, & Fischhoff, 2010).

Pesquisas que investigaram, especificamente, a relação entre confiança e idade mostraram que esta variável é uma característica importante na determinação dos níveis de excesso de confiança. Ferreira e Yu (2003) constataram que, apesar de comportamentos excessivamente confiantes serem uma característica bem difundida entre as pessoas, a idade é um fator relevante e significativo na determinação deste viés. De acordo com os resultados de Hansson, Ronnlund, Juslin e Nilsson (2008), adultos mais velhos são mais excessivamente confiantes do que adultos mais novos. Além disso, quanto maior é a idade, maiores são os níveis de excesso de confiança. Para os autores, essas evidências podem estar relacionadas à redução natural da capacidade cognitiva geral ao longo do tempo e o fato de que executivos mais novos possuem mais resistência física e mental.

2.1.6 Fotografia oficial

Muitas interações humanas são baseadas na confiança, de modo que a confiança difundida nas primeiras impressões geralmente favorece os indivíduos com aparência mais confiável (Rezlescu, Duchaine, Olivola, & Charter, 2012). Todorov, Olivola, Dotsce e Mende-Siedlecki, (2015) afirmam que, historicamente, pode-se encontrar crenças de que o rosto humano é uma janela para a verdadeira natureza e intenção de uma pessoa. Para os autores, embora as crenças variem de uma cultura para a outra, todas elas compartilham a suposição de que existe uma correspondência direta entre a aparência facial e a personalidade.

Para Olivola, Funk e Todorov (2014), nosso sucesso e bem-estar, como indivíduos e sociedade, dependem, em grande parte, de nossa capacidade de tomar decisões sociais sábias sobre importantes assuntos, como os líderes que selecionamos e as pessoas que escolhemos confiar. Entretanto, as impressões são moldadas por aparências faciais e, conseqüentemente, também são essas decisões sociais. Para os autores, o rosto humano é uma rica fonte de informações sobre a idade, o gênero, a etnia e o estado emocional de uma pessoa. Tais inferências tornam-se extremamente importantes quando estimulam julgamentos sobre personalidade, intenções comportamentais e habilidades cognitivas de um indivíduo-alvo (Olivola, Funk, & Todorov, 2014).

De acordo com Graham, Harvey e Puri (2017) a questão de saber se e como os aspectos visuais importam e, em particular, se os traços faciais são relevantes, é especialmente importante no contexto corporativo. De acordo com os autores, a nomeação do CEO é muitas vezes um processo altamente contestado. No caso do CEO, Graham, Harvey e Puri (2017) demonstraram que a escolha muitas vezes envolve o quão aparenta ser competente o executivo, sem levar em consideração as informações passadas sobre aquele indivíduo.

Entre os vários traços transmitidos das faces, a confiança é uma das mais importantes para as interações sociais e econômicas. A confiança permeia todas as trocas econômicas, investimentos e parcerias não poderiam ocorrer sem ela. Além disso, as pessoas geralmente concordam com quem aparenta ser mais confiável, sugerindo uma tendência generalizada para confiar em certos indivíduos (Rezlescu, Duchaine, Olivola, & Charter, 2012).

A partir de um modelo facial de confiabilidade proposto por Oosterhof e Todorov, (2008), Rezlescu, Duchaine, Olivola e Charter (2012) realizaram um experimento de investimento no qual os participantes jogavam uma série de jogos de investimento online com o que eles acreditavam ser pessoas reais. Estes competidores eram representados por rostos

computadorizados, que apareciam nas telas dos computadores dos participantes. Os pesquisadores realizaram uma série de etapas para garantir que os participantes acreditassem que estavam emparelhados com jogadores humanos. Não surpreendentemente, os jogadores investiram mais dinheiro em jogadores de aparência confiável. Além disso, mesmo quando os participantes receberam informações sobre o comportamento de investimentos passados dos supostos jogadores, o que representou o único conhecimento útil nessa transação econômica, eles continuaram apostando mais dinheiro no jogador aparentemente mais confiável (Rezlescu, Duchaine, Olivola, & Charter, 2012).

A confiança de acordo com o aspecto visual foi demonstrada na literatura de diversas maneiras. Sutherland et al (2013) mostraram que a idade é uma importante pista para julgamentos de confiança. Rostos mais maduros aparentam maior confiança quando possuem traços mais femininos. Debruine (2002) demonstrou que a semelhança facial de parentesco aumenta a propensão de confiança em uma pessoa. Para Krumbhauer et al (2007) e Osterhof e Todorov (2009) rostos sorridentes são percebidos como mais confiáveis, enquanto rostos que aparentam raiva são percebidos como menos confiáveis. Além disso, Malatesta, Fiore e Messina (1987) demonstraram que mesmo expressões neutras são capazes de emitir suposições de personalidade quando são positivamente ou negativamente relacionados a expressões de felicidade ou raiva, como, por exemplo, o formato da sobrancelha ou a distância entre os olhos.

2.1.7 Tempo de atuação na empresa

Analogicamente à idade, o tempo de mandato, ou tempo em que o indivíduo atua na empresa, está positivamente associado níveis elevados de excesso de confiança no que diz respeito à tomada de decisões relacionadas aos processos empresariais. Esse foi um achado encontrado por Ferreira e Yu (2003). De acordo com os autores, similar à relação entre idade e excesso de confiança, o tempo em que o executivo atua na empresa, ou experiência profissional, é significativo na determinação dos níveis deste viés.

Neste caso, leva-se em consideração o fato de que um diretor presidente atuando há muito tempo na mesma entidade, possui um conhecimento aprofundado sobre os processos internos da companhia, tendo em vista já ter passado por áreas diferentes, conhece a trajetória da empresa ao longo dos anos e sua posição em relação aos concorrentes, além de que, na maioria dos casos, possui um vínculo não somente profissional, mas emocional com a empresa. Seria o indivíduo que teria maior confiança sobre as perspectivas futuras da companhia e da indústria como um todo.

2.1.8 Formação acadêmica

Apesar da visão generalista que o CEO deve ter sobre a companhia, cada um traz para seu trabalho uma orientação que geralmente se desenvolve a partir da experiência de alguma área funcional primária, como a primeira graduação. Indivíduos com formação em engenharia têm uma base cognitiva diferente de outro indivíduo formado em direito, por exemplo, podendo, também, ser um indício para a formação de valores e decisões financeiras (Hambrick & Manson, 1984). Tal fato pode ser comprovado no trabalho de Dearborn e Simon (1958) que, ao mostrar o mesmo problema para CEOs com diferentes formações e solicitando que considerassem a perspectiva da empresa como um todo, observou que o problema foi resolvido de maneira ampla, mas em termos de atividades e metas específicas de suas próprias áreas de formação.

Não obstante, profissionais que assumem cargos de alta administração em grandes organizações tendem a ter um elevado nível de qualificação, frequentemente, mas não totalmente, relacionada à área de finanças. A competitividade neste mercado de trabalho, assim como o desejo do acionista de ter um agente trabalhando para ele com determinadas capacidades intelectuais, resultam em um profissional mais racional para a tomada de decisões (Bortoli Soares, 2019). Estudos relacionados as finanças comportamentais mostraram que os indivíduos não processam as informações corretamente e tendem a superestimar seus próprios conhecimentos e essa superestimação aumenta quando se trata de profissionais altamente qualificados (Lambert, Bessière, & N'Goala, 2012). Nessa mesma linha de raciocínio, Ferreira e Yu (2003) mostraram que quanto maior a experiência do agente financeiro, maior é o seu comportamento excessivamente confiante.

Utilizando dados de empresas brasileiras, Bortoli e Soares (2019) investigaram a relação entre a sofisticação financeira do CEO (formação internacional, formação financeira e experiência no ramo), com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo. Os autores descobriram que há uma parcela de experiência profissional que contribui para que os executivos apresentem os vieses mencionados, principalmente, ligados à formação internacional e formação financeira.

Para Ferreira e Yu (2003), a suposta seleção natural, que deveria eliminar os executivos viesados, tem limitações. Duas hipóteses explicariam isso. A primeira hipótese é suportada por Kyle e Wang (1997), de que os agentes com excesso de confiança em seus próprios julgamentos, em vez de trazerem prejuízos, trazem benefícios financeiros para a empresa. Isso faria com que o mercado oferecesse benefícios aos agentes excessivamente confiantes. Como consequência, a segunda hipótese suporta que é possível que o ritmo de contratação de agentes com vieses seja maior que o ritmo de demissão.

2.1.9 Remuneração

Os gestores otimistas ou que possuem comportamentos relacionados ao excesso de confiança, superestimam sua capacidade de gestão em relação aos seus pares de mercado. Esses gestores geralmente acreditam que são capazes de iniciar projetos financeiros que garantam um desempenho significativo para a empresa. A visão extremamente positiva sobre o futuro da empresa, defendida pelo alto executivo enviesado, aliada à sua capacidade de pressão sobre os demais executivos, pode gerar incentivos para a manutenção no pacote de remuneração, visto que as expectativas para o futuro são positivas.

Isto é defendido por Bebchuk e Fried (2006). Para os autores, os executivos que possuem comportamentos de autoconfiança excessiva e popularidade, detêm uma influência significativa dentro das organizações. Essa influência é forte o suficiente para ser capaz de direcionar os conselhos de administração em seu próprio benefício, quando se trata do estabelecimento das remunerações, sem levar em consideração os melhores interesses dos *shareholders*. Em decorrência disso, esses executivos incorrem em altos níveis de remuneração mesmo sem o conseqüente desempenho financeiro da companhia.

De acordo Malmendier e Tate (2015), os executivos possuem incentivos para buscar benefícios privados em detrimento das atuações desejadas pelos acionistas que maximizem o valor da empresa. Entretanto, mesmo que os gestores pretendem maximizar o valor ao acionista, eles podem deixar de fazê-lo, imperceptivelmente, porque possuem crenças excessivamente confiantes. Por acreditarem que estão maximizando o valor da empresa, os gestores buscam elevar seus pacotes de remuneração.

2.1.10 Gênero

Pesquisas relacionando o gênero ao excesso e confiança mostraram que tanto homens quanto as mulheres são propensos a apresentarem comportamentos excessivamente confiantes e isso depende, em grande parte, do domínio em que a tarefa que está sendo realizada. Por exemplo, homens apresentam mais excesso de confiança com questões matemáticas (Lundeberg, Fox, Brown, & Elbedour, 2000). Apesar disso, a literatura mostra que, no geral, os indivíduos do gênero masculino são mais excessivamente confiantes em suas habilidades do que os indivíduos do gênero feminino (Barber & Odean, 2001; Ferreira & Yu, 2003).

No que se refere às atividades relacionadas ao meio organizacional, por serem desproporcionalmente mais representados do que as mulheres, os homens superestimam suas competências em relação à tomada de decisões financeiras, apresentando um grau de excesso de confiança maior que o encontrado nas mulheres (Barber & Odean, 2001; Prince, 1993). A desproporcionalidade de gênero pode ser explicada pelo fato de os homens apresentarem duas vezes mais chances de entrar em competições do que as mulheres, independente do desempenho, e essa diferença é causada porque os homens são substancialmente mais confiantes (Niederle & Vesterlund, 2007). Além disso, pesquisas mostraram que fisiologicamente, os homens são mais propensos a assumir riscos financeiros proporcionalmente a seus níveis de testosterona (Apicella, Dreber, & Mollerstrom, 2014).

2.1.11 Confiança de acordo com o Valor Econômico

As pesquisas como de Malmendier e Tate (2008) e Hribar e Yang (2016), utilizaram as menções de confiança emitidas pela imprensa como *proxies* para o excesso de confiança do executivo. Os trabalhos classificam um CEO, representado pelo diretor presidente da organização, com excesso de confiança se ele é mais frequentemente descrito pela imprensa como confiante, confiável e otimista em relação a descritos como “não confiante”, incerto(a), receoso(a), preocupado(a) e inseguro(a). Os autores argumentam que o benefício do uso dessa medida de confiança é que ela é menos suscetível a problemas de endogeneidade.

O fato de os meios midiáticos associarem a figura do CEO a ações da empresa é, segundo Hayward (2004), uma forma dos jornalistas fundamentarem suas conclusões quanto ao desempenho da empresa, sem adentrar em todas as questões técnicas necessárias para a conquista do resultado. Os jornalistas dificilmente possuem a *expertise* ou a experiência empírica necessária que propicie a crítica adequada a questões legais ou técnicas. Por isso, torna-se mais fácil, ou cômodo, associar um executivo ao resultado. A produção jornalística afeta as decisões de investimento dos stakeholders e, sendo assim, é importante para as decisões operacionais das organizações. Essa foi umas das conclusões de Wood e De Paula (2008), que constataram que a maioria dos stakeholders das empresas brasileiras apoiavam-se em conteúdos produzidos pela imprensa para a tomada de decisões financeiras em detrimento das análises técnico-econômicas disponíveis no mercado.

2.2 Gerenciamento de resultados e incentivos para escolhas contábeis oportunistas

A qualidade da informação contábil está associada à utilidade para a tomada de decisão, seja para qualquer decisão ou para qualquer tomador de decisão (Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Assim como descreve a Estrutura Conceitual, a informação contábil financeira só é útil quando ela é relevante e consegue representar fidedignamente o que se propõe (CPC 00). Nesse contexto, a qualidade dos números contábeis, de acordo com Dechow, Ge e Schrand (2010) depende, basicamente, de três características: primeiro, a qualidade só é definida em termos de relevância para a tomada de decisão; segundo, a qualidade deve ser informativa sobre aspectos do desempenho financeiro da empresa, mesmo quando não observáveis; e terceiro, a qualidade dos resultados é determinada em conjunto pela relevância do desempenho financeiro subjacente à decisão e pela capacidade do sistema contábil de medir o desempenho. Logo, a qualidade do relatório financeiro deve ser avaliada para qualquer tipo de decisão que dependa de uma representação informativa do desempenho financeiro e não somente no contexto de avaliação patrimonial (Dechow, Ge, & Schrand, 2010).

A gestão de resultados é considerada um indicador-chave da qualidade do relatório financeiro (Ali & Kamardin, 2018). Schipper (1989) define gerenciamento de resultados como sendo “uma intervenção intencional no processo de relato financeiro, com a intenção de obter algum ganho privado”. Uma definição mais atual proposta por Callao, Jarne e Wroblewski (2014) define tal prática como sendo “uma intervenção intencional no relatório financeiro, projetada para atingir as metas de ganhos por meio de práticas contábeis variadas”. A prática do gerenciamento de resultados (GR), portanto, está relacionada a uma intervenção proposital dos números contábeis no intuito de atender, de forma intencional, a um objetivo particular.

O gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam o julgamento em relatórios financeiros para alterar a percepção de algumas partes interessadas sobre o desempenho da entidade ou para influenciar os resultados que dependem dos números contábeis relatados (Healy & Wahlen, 1999). Para Martinez (2001), a prática do gerenciamento de resultados é realizada de maneira intencional pelos gerentes, no intuito de alcançar e atender a um propósito definido, porém, se distanciando de divulgar a realidade latente do negócio. O autor destaca que essa prática está dentro dos preceitos das normas contábeis, não se caracterizando como uma fraude. Isso ocorre porque, em determinadas matérias dentro da própria legislação contábil, os gestores possuem uma certa discricionariedade, que os leva a fazer escolhas em função de necessidades próprias.

A flexibilidade presente nas normas contábeis, principalmente nos países que adotam as normas emitidas pelo IASB – *International Accounting Standard Board*, as IFRS – *International Financial Reporting Standards* – como é o caso do Brasil, permite a utilização de diferentes escolhas contábeis, de forma que o gestor adote a que melhor se adeque a sua realidade econômica, divulgando informações relevantes e fidedignas. Isso acontece porque as IFRS, por serem globalmente adotadas, são baseadas em princípios e explicitam mais de uma opção válida para um mesmo evento econômico. As escolhas contábeis incluem as escolhas discricionárias dos gestores por um ou mais métodos contábeis em detrimento de outros (Watts, 1992). Fields, Lys e Vincent (2001) afirmam que uma escolha contábil é qualquer decisão cujo objetivo seja influenciar o produto da Contabilidade, incluindo não apenas as demonstrações contábeis em si, mas também quaisquer outras informações e documentos derivados da Contabilidade, por exemplo, as declarações de Imposto de Renda. O processo de elaboração das demonstrações contábeis permite, portanto, que o gestor utilize de julgamentos. Entretanto, vale destacar que o termo “gerenciamento” não possui o mesmo significado que o termo “fraude”.

A expressão “gerenciamento de resultados” - GR - está relacionado a práticas regulamentadas. Porém, em determinados pontos, a norma permite a discricionariedade, ou liberdade de decisão, do gestor. Tais escolhas podem ser caracterizadas como o reconhecimento elevado das provisões, aceleração das despesas com depreciação ou despesas não operacionais, retardar ou acelerar as vendas, retardar ou acelerar os gastos relacionados a propaganda e publicidade ou pesquisa e desenvolvimento, entre outros. Por outro lado, as fraudes contábeis estão relacionadas a comportamentos ilícitos, contrários aos prescritos em normativos, com o objetivo de evidenciar um resultado que não esteja fidedigno com a realidade financeira e econômica da entidade. Comportamentos fraudulentos podem estar relacionados ao registro de vendas fictícias, antecipação do reconhecimento das vendas, superestimação dos estoques, não pagamento de tributos, entre outros (Martinez, 2001).

De acordo com Crispim Junior (2019), os gestores das grandes companhias tendem a trabalhar em prol da manutenção e melhoria de sua reputação, assim como de sua condição social e econômica. Sendo assim, há a tendência destes executivos conduzirem projetos dentro de suas organizações que superestimem os retornos futuros. Uma das causas disso é que a remuneração da maioria dos gestores está atrelada ao resultado da empresa. Isso é feito para garantir que o objetivo da empresa, que é o lucro, seja corroborado com o objetivo do gestor. Entretanto, o efeito adverso é a manipulação dos resultados com o objetivo de maximizar sua remuneração (Healy, 1985).

Os achados sobre gerenciamento de resultados no Brasil destacam alguns incentivos para essa prática. O disclosure voluntário, especialmente o disclosure ambiental (Murcia, Wuerges, 2011), assim como os elevados níveis de governanças corporativa (Barros, Soares, & de Lima, (2013), estão negativamente relacionados com níveis de gestão do lucro. A emissão de títulos de dívida (debêntures), está fortemente relacionada com a prática de gestão de resultados através do crescimento das vendas, aumentando, conseqüentemente, os lucros e atraindo novos investidores (Sincerre, Sampaio, Famá, Santos, 2016). As empresas que gerem os resultados para reduzir o lucro, evitando flutuações excessivas e o aumento da percepção de risco, o fazem através da prática do *income smoothing* (suavização de resultado), enquanto que as empresas que gerenciam para aumentá-lo, utilizam-se desta prática no período próximo a oferta de ações (IPO), buscando uma melhor avaliação da empresa (Domingos, Ponte, Paulo, & de Alencar, 2017).

É importante destacar que neste trabalho todas as decisões contábeis e as conseqüentes informações evidenciadas nos relatórios financeiros retratam julgamentos e perspectivas do Chief Executive Officer – CEO – da empresa, no Brasil conhecido como diretor presidente. Entretanto, a literatura demonstrou que as escolhas contábeis não se limitam somente à figura de um único indivíduo. Para Francis (2001) a definição de escolhas contábeis pode ser ampla o suficiente para incluir não somente as decisões de gestores, mas também decisões de auditores, acionistas e, até mesmo, de órgãos reguladores e emissores de normas contábeis, incluindo todas as partes interessadas que tomam decisões e são afetadas pelos números contábeis, podendo ser vista como negociação de incentivos.

2.3 Gerenciamento de resultados através das decisões operacionais

Para Gunny (2005), o gerenciamento de resultados pode ser classificado em três categorias: contabilidade fraudulenta, gerenciamento de *accruals* e gerenciamento de resultados real (GRR). O primeiro diz respeito às escolhas que violam a normatização contábil. O segundo, envolve as escolhas dentro dos padrões e regras contábeis, mas que “obscurecem” ou “mascaram” o verdadeiro resultado financeiro. Por fim, o gerenciamento real ocorre quando os gestores realizam ações que se desviam da melhor prática para melhorar os resultados reportados.

O gerenciamento de resultado através dos *accruals* não é realizado alterando as atividades operacionais subjacentes da empresa, mas através da escolha dos métodos contábeis usados para representar essas atividades. Em contraste, a manipulação das atividades reais envolve a alteração das operações subjacentes da empresa em um esforço para aumentar os ganhos do período atual. Ambos os tipos de gerenciamento de resultados envolvem tentativas dos gerentes de aumentar ou diminuir os ganhos reportados. Entretanto, um tipo afeta as atividades operacionais e o outro não (Gunny, 2010).

Para o presente trabalho, o gerenciamento de resultados será analisado a partir das decisões operacionais das empresas como, por exemplo, descontos anormais para incentivar as vendas no final de um período, o reconhecimento tardio, ou não reconhecimento, de provisões e baixas de ativos, a gestão de estoques e a gestão de despesas de vendas e administrativas. Roychowdhury (2006) denomina o gerenciamento de resultados por meio das decisões operacionais de “gerenciamento de resultado real”. Para o autor, o gerenciamento de resultado real pode ser definido como as “ações de gerenciamento que se desviam das práticas comerciais normais, realizadas com o objetivo principal de atender a determinados limites de ganhos.

A manipulação real envolve decisões dos gestores que impactam diretamente o caixa, distanciando-se das melhores práticas do negócio, cuja motivação está em enganar os usuários da contabilidade, que acreditam que determinadas metas financeiras foram conquistadas no curso normal das atividades empresariais (Roychowdhury, 2006). Dechow e Dichev (2002) afirmam que o aumento do fluxo de caixa em um determinado período pode ser uma conseqüência da manipulação das atividades operacionais para melhorar o desempenho da empresa.

Gunny (2005) relata alguns motivos pelos quais os gerentes preferem se envolver no gerenciamento de resultado por meio das decisões operacionais do que por meio da manipulação dos *accruals*. Primeiro, gerentes que manipulam os *accruals* de maneira agressiva podem correr mais risco em relação ao escrutínio dos órgãos reguladores, como a SEC nos Estados Unidos e a CVM no Brasil. Segundo, pode haver flexibilidade contábil limitada, a depender das regras contábeis as quais as empresas estão submetidas. Em terceiro lugar, o gerenciamento dos *accruals* ocorre, geralmente, no final do ano e os gerentes enfrentam incertezas sobre quais tratamentos contábeis os auditores permitiram naquele momento. Por outro lado, as decisões operacionais são controladas pelos gerentes, enquanto os tratamentos contábeis devem atender aos requisitos dos auditores (Gunny, 2005).

Ressalta-se que nem todos os desvios nas práticas operacionais normais do negócio, como a concessão de descontos ou um aumento momentâneo da produção, podem ser enquadradas como gerenciamento de resultados. Tal afirmação foi realizada por Roychowdhury (2006), que destaca que algumas mudanças nas atividades operacionais normais são, possivelmente, ações ótimas em determinadas circunstâncias econômicas. O autor alerta, entretanto, que é preciso estar atento para quando o gestor se envolve em mudanças operacionais de maneira mais ampla e impactante do que o normal.

Nos últimos anos as pesquisas em ciências contábeis sobre gerenciamento de resultados deram maior atenção à gestão por meio dos *accruals* em detrimento do gerenciamento real, que permanece como uma área que requer mais investigações. Essa conclusão é feita por Ali e Kamardin (2018). Para os autores, há uma mudança das práticas de gerenciamento de resultados por parte dos administradores de gestão através dos *accruals* para o gerenciamento das atividades reais. As razões por trás desta mudança são o estreitamento dos padrões contábeis (no caso das empresas que seguem o USGAAP), o desenvolvimento das regulamentações, uma mudança nas fontes de financiamento do mercado interno para o externo sob pressão da crise financeira, limitações no uso de gerenciamento através dos *accruals* sob alto escrutínio de qualidade de auditoria e adoção obrigatória do IFRS. Ainda assim, os debates sobre a questão do gerenciamento de resultados ainda estão em andamento, o que sublinha a importância de tal assunto na literatura contábil.

Em entrevista com mais de 400 executivos, Graham, Harvey e Rajgopal (2005), relataram que 78 por cento dos executivos entrevistados indicaram a disposição de sacrificar o valor econômico da empresa para gerenciar as percepções de relatórios financeiros. Os autores descobriram que a maioria dos gestores acreditam que os lucros reportados são mais importantes do que os fluxos de caixa para fins de relatório financeiro. Isso pode indicar que, para os executivos, os ganhos possuem um conteúdo informativo mais valioso sobre o valor da empresa em detrimento dos fluxos de caixa. Além disso, a gestão está frequentemente preocupada em atender as previsões dos analistas e ao cumprimento de metas de curto prazo, principalmente quando comparados aos resultados passados. Para manter essas aparências econômicas, os gestores frequentemente realizam ações a partir das atividades reais da empresa, tais como redução dos gastos discricionários como Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e despesa com propaganda e manutenção e postergação do início de um novo projeto.

A manipulação de atividades reais é perigosa porque pode reduzir o valor da empresa no longo prazo. Isso ocorre porque as ações tomadas no período atual para aumentar ou suavizar os lucros podem ter um efeito negativo nos fluxos de caixa em períodos futuros. Por exemplo, o aumento brusco de descontos para aumentar as vendas e atender algumas metas de ganhos no curto prazo podem levar os clientes a esperarem esses descontos também em períodos futuros, implicando em margens menores de vendas futuras. Ou, o aumento da produção para reduzir o custo dos produtos vendidos (CPV), gerando estoques excedentes que precisam ser vendidos no futuro. Isso impõe maiores custos de manutenção de estoque à empresa futuramente (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005).

Para Gunny (2010), existem vários motivos pelos quais os gerentes podem se envolver em gerenciamento das atividades reais em detrimento da manipulação dos *accruals*. Primeiro, as escolhas contábeis ex-post em relação aos *accruals* estão em maior risco para o escrutínio dos órgãos reguladores. Segundo, a empresa pode ter flexibilidade limitada para manipular os *accruals*, como, por exemplo, a própria limitação da atividade operacional do negócio. Além disso, a administração dos *accruals* deve ocorrer no final o ano fiscal ou trimestre, e os gerentes enfrentam incertezas sobre quais tratamentos contábeis o auditor irá permitir naquele momento. De uma maneira geral, as decisões operacionais são controladas pelos executivos, enquanto que as escolhas contábeis estão sujeitas ao escrutínio do auditor (Gunny, 2010).

Nesse contexto, para a presente pesquisa, a gestão dos resultados será apurada por meio dos modelos de gerenciamento operacional propostos por Roychowdhury (2006). Este autor investigou a manipulação das atividades operacionais a partir de três itens das demonstrações financeiras: (i) fluxo de caixa das operações (FCO), conforme informado na Demonstração dos Fluxos de caixa (DFC); (ii) despesas discricionárias, definidas como a soma das despesas com propaganda, despesas com P&D e despesas com vendas, gerais e administrativas; e (iii) custos de produção, definidos a partir da soma do CPV com a mudança dos estoques durante o período examinado. A gestão destes itens resulta em aumento dos resultados, de modo a corroborar as previsões dos analistas de mercado, e o atingimento de metas internas dos executivos, muitas vezes ligadas a bônus na remuneração.

Fluxo de caixa das operações (FCO). Os gerentes possuem incentivos para aumentar temporariamente o volume de vendas, oferecendo descontos de preço e/ou concedendo crédito mais brandos, impulsionando os resultados naquele período. No primeiro caso, a entrada de caixa decorrente das vendas líquidas dos descontos é menor. No segundo caso, os gestores podem oferecer, temporariamente, menores taxas, ou taxas zero, para a venda de seus produtos. Ambos acarretam em uma redução das entradas de caixa ao longo do período de recebimento das vendas e reduzem o FCO no período corrente, além de aumentam, anormalmente, os custos de produção em comparação às vendas.

Para mensurar os níveis normais de fluxo de caixa operacional no período corrente e o GRR relacionado ao aumento proposital no volume de vendas, foi estimada a seguinte regressão:

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

Onde FCO_{it} corresponde ao Fluxo de Caixa Operacional da empresa *i* no período *t*; A_{*i*,*t*-1} é o Ativo Total da empresa *i* no período *t*-1; RL_{*i*,*t*} é a Receita Líquida da empresa *i* no período *t*; e ΔRL_{*i*,*t*} é a variação da Receita Líquida da empresa *i* do período *t* em relação ao período *t*-1. Os coeficientes 0, 1, 2 e 3 são estimados do modelo. De acordo com Roychowdhury (2006) espera-se que todos os coeficientes sejam positivos, tendo em vista que um maior número de vendas corresponde a um maior número de produção.

Despesas discricionárias. Os gerentes reduzem as despesas discricionárias, tais como despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D, despesas com propaganda, despesas com vendas, gerais e administrativas (DVGA), para reportar melhores resultados no período atual. É mais provável que isso ocorra quando tais gastos não geram receitas correspondentes no mesmo período. A redução das despesas discricionárias reduz as saídas de caixa e tem um efeito positivo sobre o FCO do período atual. Entretanto, espera-se que quando os gastos discricionários retomarem, isso afete negativamente os FCOs futuros.

$$\frac{DVGA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_4 + \beta_5 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_6 \frac{RL_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

Onde DVGA refere-se às despesas discricionárias da empresa *i* no período *t*; A_{*i*,*t*-1} é o Ativo Total da empresa *i* no período *t*-1; e RL_{*i*,*t*} (RLit) é a Receita Líquida da empresa *i* do período *t* em relação ao período *t*-1. Os coeficientes 0, 1, 2, 3 são estimados do modelo. Espera-se que os coeficientes sejam positivos, uma vez que que um maior gasto com despesas com P&D e propagando resulte em maiores níveis de vendas.

Produção (superprodução). Para gerenciar as margens operacionais para cima, os gerentes podem produzir mais que o necessário para atender a demanda. Com níveis maiores de produção, os custos fixos indiretos são distribuídos por um número maior de unidades, reduzindo os custos fixos totais por unidade. Enquanto a redução nos custos fixos por unidade não for compensada por um aumento no custo marginal por unidade, o custo total por unidade diminuirá, implicando em um menor custo do produto reportado. Entretanto, a empresa incorre em custos de produção e manutenção dos itens produzidos em excesso que não são recuperados no mesmo período por meio das vendas. Como resultado, há uma diminuição do FCO. O modelo para estimar o nível de GRR considerando os níveis normais de produção é dado a seguir:

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_7 + \beta_8 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_9 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_{10} \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_{11} \frac{\Delta RL_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Onde PROD_{*it*} equivale ao Custo dos Produtos Vendidos acrescido da Variação dos Estoques da empresa *i* no período *t*; A_{*i*,*t*-1} é o Ativo Total da empresa *i* no período *t*-1; RL_{*i*,*t*} é a Receita Líquida da empresa *i* no período *t*; ΔRL_{*i*,*t*} é a variação da Receita Líquida da empresa *i* do período *t* em relação ao período *t*-1; e ΔRL_{*i*,*t*-1} é a variação da Receita Líquida da empresa *i* do período *t*-1 em relação ao período *t*-2. 0, 1, 2, 3 são os coeficientes estimados do modelo. pressupõe-se que os coeficientes do modelo sejam positivos, uma vez que é positiva a relação entre as vendas e os níveis de produção.

Essas equações estimam o nível “normal” de cada atividade operacional (FCO, DVGA e PROD). Os resíduos resultantes dos modelos representam o nível “anormal” das atividades, sendo, portanto, as proxies para gerenciamento de resultados através das atividades operacionais (Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006; Cupertino, 2013). As empresas que apresentam um resultado positivo nos resíduos do FCO e do DVGA e negativo no PROD tem uma maior probabilidade de gerenciar os resultados para cima, enquanto que o contrário, tem uma maior probabilidade de gerenciar os resultados para baixo (Roychowdhury, 2006).

2.4 Relação entre gerenciamento de resultados e gestores excessivamente confiantes

Tal como pressupõe a Teoria dos Escalões Superiores, as experiências, valores e personalidades dos altos executivos influenciam muito o que acontece com suas organizações (Hambrick, & Manson, 1984). Estudos recentes vêm mostrando a persistência desta teoria para examinar como as características pessoais afetam os gerentes corporativos e suas instituições. Por exemplo, Neyland (2020) mostrou que há uma relação positiva e significativa entre o divórcio do CEO e o seu risco idiossincrático e, conseqüente a isto, há uma redução do risco da empresa. Os autores mostraram, ainda, que essa redução está atrelada a uma menor volatilidade das proxies para o gerenciamento de resultados reais no ano do divórcio, principalmente, no que tange às despesas com vendas, gerais e administrativas. Além disso, pesquisas mostraram que a influência do CEO é tão significativa sobre a empresa que quando eles não estão em seus escritórios, seja por férias ou hospitalizados, há uma redução na volatilidade das ações (Yermack, 2014), assim como uma redução significativa na rentabilidade (Bennedsen, Pérez-González, & Wolfenzon, 2012).

Tendo em vista o exposto, este tópico apresenta alguns trabalhos que relacionaram o viés cognitivo excesso de confiança dos administradores com a prática de gerenciamento de resultados. Ressalta-se que nem todas as pesquisas foram realizadas no contexto brasileiro e a legislação contábil deste país é substancialmente diferente da legislação contábil de outros. Portanto, as citações realizadas neste trabalho, que relacionam a prática de GR por empresas que seguem outros normativos, por exemplo, os *USGAAG*, com variáveis comportamentais, devem-se considerar o contexto normativo daquele país. Dessa forma, a pesquisadora considera que a prática intencional de gestão de resultados relatada por pesquisas cujas amostras são compostas por empresas norte americanas, por exemplo, pode não ser para as empresas brasileiras.

Utilizando os modelos de Kothari, Leone e Wasley (2005) e Dechow e Dichev (2002), Barua, Davidson, Rama e Thiruvadi (2010) mostraram que empresas com CFOs do gênero feminino, e menos excessivamente confiantes, tem menores *accruals* absolutos anormais e menores erros de estimativas dos *accruals*. Além disso, a qualidade dos *accruals* destas empresas e, conseqüentemente, das demonstrações contábeis como um todo, são maiores do que as geridas por CFOs do gênero masculino. Os autores argumentam que as gestoras mulheres tendem a ser menos agressivas e mais cautelosas em várias decisões financeiras. Em contrapartida, os gestores homens superestimam suas habilidades de gestão, além de serem mais ariscados em suas decisões financeiras.

Os resultados de Banerjee, Humphery-Jenner, Nanda e Tham (2018) mostraram que após a decretação da lei *Sarnabes-Oxley*, em 2002, nos Estados Unidos, as empresas daquele país demonstraram menores possibilidades de contratar um CEO que demonstrassem um comportamento de excesso de confiança. Para os autores, esse comportamento do executivo está estritamente ligado a uma visão positiva sobre o futuro da empresa, assim como sobre suas próprias decisões, impactando negativamente o resultado. Além disso, os autores argumentam que esses executivos são mais propensos a incorrer em ações de conflito de interesses dentro das organizações geridas lideradas por esses CEOs.

Um ambiente com maior influência regulatória pode até ser bem sucedido em conter alguns comportamentos excessivamente agressivos de gerenciamento de resultados por parte de executivos viesados. Entretanto, dificilmente uma legislação irá restringir por completo os atributos fundamentais do comportamento humano onde existem incentivos econômicos que estimulam o oportunismo. É bem provável que os comitês internos sejam sensíveis a comportamentos excessivamente confiantes ou, até mesmo, narcisistas do CEO. Mas também, possivelmente há outros membros da alta administração que estejam em posição de participar do gerenciamento de resultado, por exemplo, o CFO - Chief Financial Officer (Hsieh, Bedard, & Johnstone, 2014).

Utilizando dados de empresas brasileiras de capital aberto entre 2011 e 2015, Oliveira (2017) mostrou que o excesso de confiança está positivamente relacionado com o gerenciamento de resultados por meio da estimação dos *accruals* discricionários (modelo Jones Modificado). O excesso de confiança foi mensurado a partir do conceito Net Buyer, proposto por Malmendier e Tate (2005). Esta medida, utiliza a aquisição líquida de ações da própria empresa em relação as vendas. Um gestor excessivamente confiante, dispõe de um maior número de ações compradas da empresa do que ações vendidas em um determinado período. Por isso, é chamado de “comprador habitual”. Além disso, o autor também encontrou relação significativa do excesso de confiança com o desempenho, alavancagem, tamanho e setores econômicos.

De acordo com o estudo de Ahmed e Duellman (2013), os CEOs excessivamente confiantes se comportam de forma a incentivar a manipulação de resultados, mesmo quando sua empresa encontra-se dentro de controles externos garantidores da governança corporativa, como é o caso das companhias abertas. Dessa forma, os CEO exercem pressão sobre os outros executivos da empresa de forma a recomendar a aceleração do reconhecimento contábil de atos que gerem resultados positivos e a postergação no reconhecimento de atos que gerem resultados negativos.

3 Metodologia

A amostra utilizada é composta pelas companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na B3 – Bolsa, Brasil, Balcão, no ano de 2018, perfazendo um quantitativo de 379 empresas. As instituições financeiras foram excluídas da amostra por não possuírem informações referentes a receitas de vendas, custo do produto vendido e estoques, não sendo possível realizar as análises necessárias para o nível de gerenciamento de resultados por meio do Fluxo de Caixa Operacional e de Produção. A pesquisadora optou por utilizar somente o ano de 2018 haja vista a complexidade na coleta e mensuração das proxies para excesso de confiança, conforme será descrito a seguir.

Para os modelos de gerenciamento de resultados, optou-se por utilizar as informações contidas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas anuais, e não nos Formulários de Informações Trimestrais, tendo em vista que a auditoria destes demonstrativos, de acordo com o que prevê NBC TR 2410, possuem uma abrangência significativamente menor. Esse fato poderia reduzir a confiabilidade de tais informações. Além disso, como afirma Roychowdhury (2006) os

resultados anuais são vistos com mais seriedade pelas partes interessadas, além de serem auditadas e consideradas mais confiáveis.

Os dados relativos as proxies para o excesso de confiança foram coletados de maneiras diferentes. Para mensurar as menções de confiança do executivo a partir da sua popularidade, foi utilizado o site de buscas Google (<https://www.google.com>). A utilização desta ferramenta deve-se a sua popularidade mundial como principal buscador online. O procedimento para a busca dos dados iniciou-se com a pesquisa no nome do executivo completo e entre aspas (“Paulo Rogério Caffarelli”). Em seguida, realizou-se uma segunda busca utilizando somente o primeiro e o último nome entre aspas acrescido do nome da empresa gerida pelo executivo, também entre aspas (“Paulo Caffarelli” “Cielo S.A.”). Não foi realizado filtro por período de análise, sendo os dados coletados a partir de todas as citações encontradas pela ferramenta de busca. A data da coleta dos dados ocorreu entre os meses de agosto e setembro de 2019.

As informações referentes ao histórico empreendedor do executivo foram coletadas, primeiramente, no sítio eletrônico das empresas geridas por eles e, na indisponibilidade desta informação, foram realizadas pesquisas no buscador Google. Para esta pesquisa, foi utilizado o nome completo do executivo entre aspas. Nos casos em que não houve respostas para a pesquisa, foram utilizados o primeiro e o último nome entre aspas. Para a operacionalização do modelo, a *proxy* foi transformada em uma variável dummy que é igual a 1 se o CEO é o empreendedor do próprio negócio, fundador da empresa, ou se possui histórico empreendedor e 0, caso contrário.

Diferentemente das demais literaturas que utilizam a subdiversificação do executivo como sendo a quantidade total de ações em posse do CEO, este trabalho utiliza a proporção da remuneração baseada em ações em relação a remuneração total, ambos os dados para o ano de 2018. A variável AÇÕES, portanto, refere-se a parcela do excesso de confiança que está dentro da remuneração anual recebida. O cálculo desta variável é demonstrado conforme equação abaixo.

$$AÇÕES = \text{Remuneração baseada em ações} / \text{Remuneração total}$$

Todos os dados foram retirados a partir das informações contidas no Relatório de Referência, com informações baseadas no ano de 2018. Como algumas empresas emitiram mais de um Relatório de Referência para o ano de 2018 (possivelmente, por imposição da CVM – Comissão de Valores Mobiliários), considerou-se, neste trabalho, o documento mais atual, ou seja, o último emitido o qual continha informações referentes ao ano em questão. Apesar disso, vale destacar que esta proxy pode ser considerada “suja”, já que pode ser motivada por questões de governança e de performance da empresa, além do comportamento confiança do executivo.

Para o cálculo da confiança emitida no Relatório de Administração, foram coletadas as estimativas de confiança do mais alto executivo para a companhia não financeira de capital aberto, não levando em consideração relatórios de administração de empresas nas quais o executivo atua ou atuou anteriormente. As análises foram realizadas por meio da diferença entre a quantidade de expressões como confiança/confiante e otimista/otimismo com a quantidade de expressões como desconfiança, incerteza, receio, preocupação e insegurança. Os dados foram coletados nos próprios sítios eletrônicos das companhias abertas brasileiras com informações referentes a 2018. Para cada menção com as expressões destacadas acima, tanto para a confiança como para a não confiança, é acrescido um valor igual a 1. Do total de citações confiantes, foram deduzidos o total de citações não confiantes. O valor resultante foi ponderado pelo número total de citações confiantes e não confiantes, conforme equação abaixo.

$$REL_ADM = [(Confiança) - (Não Confiança)] / (Confiança + Não Confiança)$$

Assume-se, portanto, que quanto maiores são as menções de confiança emitidas no relatório de administração, maiores são as estimativas de excesso de confiança do CEO. Vale destacar que também foram selecionadas as menções de confiança emitidas no Relatório de Sustentabilidade. Diferentemente do Relatório da Administração, não há obrigatoriedade para a emissão deste documento e algumas variáveis influenciam sua publicação conforme destacado por Ricardo, Barcellos e Bortolon (2017). Entretanto, há uma percepção crescente nos últimos anos, de uma tendência das empresas em relatar seus padrões de sustentabilidade com vistas a melhorar a imagem da empresa. Portanto, para este trabalho, exposições sobre o Relatório de Administração, referenciarão aos dois documentos.

A coleta da variável que representa a confiança de acordo com a fotografia iniciou-se pela seleção das fotos. Inicialmente, optou-se por selecionar fotos que estejam alocadas nos sítios eletrônicos das empresas geridos pelos CEOs. Justifica-se esta escolha tendo em vista que essa foto, possivelmente, passou pelo crivo do executivo e/ou dos demais dirigentes, estando de acordo com a divulgação. Com relação a localidade, algumas encontravam-se logo na página inicial, enquanto outras encontravam-se no relatório de administração ou no relatório de sustentabilidade.

Nos casos em que não houve divulgação da foto do CEO, foram realizadas pesquisas de imagem do buscador Google. Com o objetivo de validar as fotos encontradas, optou-se por realizar duas pesquisas. Na primeira, utilizou-se o nome completo do CEO e, na segunda, utilizou-se o primeiro e o último nome. A foto selecionada era a que possuía um maior número de visualizações, ranking este definido pela própria ferramenta de busca ao mostrar os resultados encontrados.

Para mensurar o grau de confiança aparente do executivo, foi solicitado a diversos alunos de graduação da Universidade de Brasília, no período de 30/09/2019 a 02/10/2019, que indicassem em uma escala de 1 a 10 (sendo 1 nada confiante e 10, excessivamente confiante) o quão confiante o indivíduo da foto aparenta ser. As 280 fotos selecionadas foram divididas em sete grupos de quarenta fotos, que foram projetadas em sala de aula. Cada foto foi apresentada por três segundos. Entre a apresentação de cada foto, foi disponibilizado um prazo de cinco segundos para que o participante indicasse o grau de confiança, perfazendo sete minutos, em média, de apresentação total. Participaram da pesquisa 237 alunos, com um total de 9.480 indicações de confiança.

Durante a apresentação das fotos, houveram alguns comentários por parte dos participantes. O mais representativo deles foi “Porque não tem mulher?” ou “Porque tem pouca mulher?”. Vale destacar que estes comentários foram feitos tanto por participantes do gênero feminino, quanto por participantes do gênero masculino. Outro comentário realizado foi com relação à apresentação de alguma foto repetida (isso ocorreu porque na presente amostra algumas empresas, na maioria dos casos do mesmo conglomerado, eram geridas pelo mesmo CEO). Este comentário evidenciou que pelo menos parte dos participantes estavam, de fato, prestando atenção nas fotos apresentadas.

A *proxy* que representa o excesso de confiança de acordo com a idade refere-se à idade, em anos, que o executivo completou no ano de 2018. Os dados foram coletados nos sítios eletrônicos das empresas geridas pelos executivos e, na indisponibilidade da informação neste local, buscou-se em outras ferramentas, tais como os sites www.marketscreener.com e www.bloomberg.com.br.

A variável tempo refere-se ao tempo, em anos, que o atual diretor presidente atua dentro da organização, incluindo o tempo em que atuava em outro cargo. Os dados foram coletados, em sua grande maioria, nos sítios eletrônicos das empresas geridas pelo CEO. Como nem todas as empresas disponibilizaram esta informação, recorreu-se a outras ferramentas como o Google e os sites do Valor Econômico (principalmente as matérias sobre a contratação/troca de presidente dentro das empresas de capital aberto, onde era disponibilizadas as datas em que isso ocorreu), www.marketscreener.com e www.bloomberg.com.br.

A variável formação refere-se à formação acadêmica do CEO. Para esta pesquisa, os executivos foram divididos em dois grupos: os com formação em ciências exatas e da saúde e os com formação financeira (com graduação em administração, economia ou ciências contábeis). As informações foram coletadas nos sítios eletrônicos das empresas listadas. Na inexistência de tal informação, os dados foram coletados pelo Currículo Lattes, disponível na Plataforma CNPq – Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico, na imprensa (*web site* do Valor Econômico) e, em último caso, nas redes sociais do CEO (*FaceBook, Instagram, Twitter e LinkedIn*).

A variável remuneração refere-se à remuneração total recebida pelo diretor presidente em 2018, dentro da qual se insere a remuneração fixa, a título de pró labore, remunerações variáveis, que geralmente estão atreladas ao desempenho do executivo e condicionada ao cumprimento de determinadas metas, como bônus e comissões, incentivos de curto prazo, referente a participação no lucro e benefícios sociais, tais como assistência médica, plano de saúde e plano de previdência. Para esta variável, os dados foram coletados pelas informações divulgadas no Formulário de Referência, cuja publicação e divulgação externa é obrigatória para as empresas brasileiras de capital aberto, conforme instrução CVM Nº 480 de 2009.

A variável gênero refere-se à uma dummy que é igual a 1, para indivíduos do gênero masculino e 0, para indivíduos do gênero feminino. Os dados foram coletados nos sítios eletrônicos das empresas ou em outras ferramentas (como na imprensa ou redes sociais) que disponibilizem informações que orientem o gênero do diretor presidente, como o nome ou a foto. Como não há descrições específicas sobre o gênero do executivo, a seleção foi realizada subjetivamente pela pesquisadora com base nessas características.

A análise do excesso de confiança de acordo com a imprensa, representada pela variável valor econômico, foi baseada nas informações emitidas pelo web site do Valor Econômico. Com quase 20 anos de história, o Valor Econômico é um jornal com foco em economia, finanças e negócios voltado para o cenário brasileiro. Mais uma vez, essa variável pode se apoiar no argumento de Hayward (2004), de que os jornalistas fundamentam suas conclusões sobre o desempenho da empresa nas decisões tomadas pelo alto executivo, já que não possuem a expertise e conhecimentos técnicos suficientes. Neste caso, por se tratar de uma revista voltada a área empresarial, espera-se que os leitores e consumidores tenham como interesse principal este tipo de informação.

O procedimento para coleta dos dados foi realizado da seguinte forma: primeiramente, foi pesquisado pelo nome do CEO em uma ferramenta de busca dentro do sítio eletrônico do Valor Econômico. Com os resultados da pesquisa, foi realizada a coleta manual das reportagens que relacionavam comportamentos confiantes a figura do CEO. Para cada menção com as expressões destacadas acima, tanto para a confiança como para a não confiança, foi acrescido um valor igual a 1. Valores positivos representam elevada frequência de menções com expressões relacionadas a confiança do CEO em relação às menções relacionadas a não confiança e, quanto maior o valor, maiores não as estimativas de confiança divulgadas pela imprensa sobre o executivo. Valores negativos representam elevada frequência de menções

com expressões relacionadas a não confiança do CEO em relação às menções sobre confiança e, quanto maior o valor, maiores são as estimativas divulgadas pela imprensa de que o executivo não é confiante.

O cálculo para mensuração desta variável foi realizado conforme trabalhos de Malmendier e Tate (2008) e Hribar e Yang (2016) e é representado na equação abaixo.

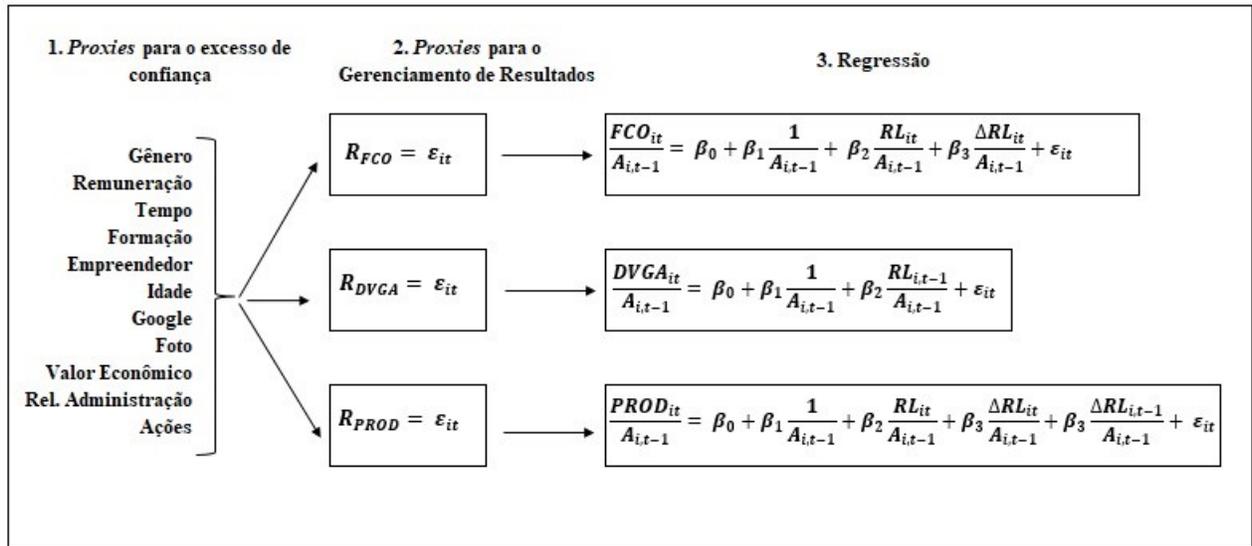
$$VALOR_ECONOMICO = (Confiante - Não\ confiante) / (Confiante + Não\ confiante)$$

A análise foi realizada por cada publicação, reportagem ou citação divulgada no sítio eletrônico do referido jornal que continha citações referente ao CEO pesquisado. Não houve restrição de data para a coleta das menções.

Embora a quantidade de palavras de não confiança seja maior do que a quantidade de palavras de confiança, o fato não enviesou nem subestimou o resultado. Essa mesma desproporcionalidade de palavras foi utilizada em trabalhos como de Hribar e Yang (2016) e Malmendier e Tate (2008).

A imagem abaixo representa as três etapas seguidas por este trabalho para a concretização do objetivo.

Figura 1. Etapas da pesquisa



Na primeira etapa, foram coletados os dados referentes as *proxies* para o excesso de confiança. Posteriormente, foram operacionalizados os modelos de Roychowdhury (2006), conforme equações [1], [2] e [3]. A diferença entre o divulgado (variável dependente) e o calculado (variáveis independentes), resulta em um termo de erro, que são, para fins desta pesquisa, os resíduos das regressões. Estes resíduos representam, para cada modelo, as proxies para o gerenciamento de resultados. Por fim, na terceira etapa, os resíduos foram utilizados como variáveis dependentes e realizou-se três novas regressões, considerando as proxies para o excesso de confiança como as variáveis independentes. As equações [4], [5] e [6] representam esta operacionalização.

$$R_{FCO} = \alpha_0 + \alpha_1 GOOGLE_{it} + \alpha_2 FUNDADOR_{it} + \alpha_3 AÇÕES_{it} + \alpha_4 REL_ADM_{it} + \alpha_5 FOTO_{it} + \alpha_6 IDADE_{it} + \alpha_7 TEMPO_{it} + \alpha_8 FORMAÇÃO_{it} + \alpha_9 REMUNERAÇÃO_{it} + \alpha_{10} GENÊRO_{it} + \alpha_{11} VALOR_ECONOMICO_{it} + \varepsilon_{FCO} \quad [4]$$

$$R_{DVGA} = \alpha_{12} + \alpha_{13} GOOGLE_{it} + \alpha_{14} FUNDADOR_{it} + \alpha_{15} AÇÕES_{it} + \alpha_{16} REL_ADM_{it} + \alpha_{17} FOTO_{it} + \alpha_{18} IDADE_{it} + \alpha_{19} TEMPO_{it} + \alpha_{20} FORMAÇÃO_{it} + \alpha_{21} REMUNERAÇÃO_{it} + \alpha_{22} GENÊRO_{it} + \alpha_{23} VALOR_ECONOMICO_{it} + \varepsilon_{DVGA} \quad [5]$$

$$R_{PROD} = \alpha_{24} + \alpha_{25}GOOGLE_{it} + \alpha_{26}FUNDADOR_{it} + \alpha_{27}AÇÕES_{it} + \alpha_{28}REL_ADM_{it} + \alpha_{29}FOTO_{it} + \alpha_{30}IDADE_{it} + \alpha_{31}TEMPO_{it} + \alpha_{32}FORMAÇÃO_{it} + \alpha_{33}REMUNERAÇÃO_{it} + \alpha_{34}GENÊRO_{it} + \alpha_{35}VALOR_ECONOMICO_{it} + \varepsilon_{PROD} \quad [6]$$

Figura 1: Quadro 1. Relação esperada entre as variáveis das equações 4, 5 e 6

Excesso de Confiança	RFCO	RDVGA	RPROD
Gênero	+	+	+
Remuneração	+	+	+
Tempo	+	+	+
Formação	+	+	+
Empreendedor	+	+	+
Idade	+	+	+
Google	+	+	+
Foto	+	+	+
Valor Econômico	+	+	+
Rel. Administração	+	+	+
Ações	+	+	+

Conforme descrito no Quadro 1, todas as variáveis selecionadas na presente pesquisa são positivamente relacionadas ao excesso de confiança. Nesse sentido, quanto maior o valor absoluto encontrado para uma *proxy*, maior é o excesso de confiança do executivo relacionado à esta característica. Esse mesmo entendimento é realizado para as variáveis binárias que, quando classificadas com o valor igual a 1, são positivamente relacionadas ao comportamento excessivamente confiante.

Os dados foram coletados no Economática. Para a modelagem e análise dos dados, foram utilizados os softwares *Gretl* e *SPSS Statistics*. Para as três etapas, foi utilizado a método de regressão múltipla por MQO - Mínimos Quadrados Ordinários - com erros padrões robustos. O Quadro 1 abaixo descreve a relação de cada *proxy* para o excesso de confiança com o gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais.

4 Análise de dados

Apresenta-se, a seguir, as estatísticas descritivas das variáveis, os resultados das regressões e análises adicionais realizadas.

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas dos itens para mensuração dos três modelos de Gerenciamento de Resultados (equações 1 a 3). Todas as variáveis foram consideradas em seus valores absolutos, sem a transformação em logaritmos.

O total da amostra válida referente as variáveis componentes dos modelos foram de 278 empresas. Destaca-se que neste momento, os dados apresentados são das empresas geridas pelos executivos. As estatísticas descritivas da amostra compostas pelos CEOs serão descritas mais à frente. Algumas variáveis apresentaram a elevada dispersão. Isso ocorreu devido aos diferentes tamanhos de empresas que compuseram a amostra.

Tabela 1. Estatísticas descritivas dos itens para cálculo do GRR²

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
FCOit	362	- 564.237	114.042.000	1.306.858	7.079.645
DVGAit	377	-	25.793.000	653.872	2.216.222
PRODit	374	- 150.325	232.034.000	4.283.595	17.320.824
Ai,t-1	364	-	803.870.000	10.158.978	47.932.367
RLit	369	- 417.879	831.515.000	9.164.271	48.734.030
RLi,t-1	367	- 15.723	283.695.000	5.293.479	20.097.870
RLi,t-2	365	- 17.954	282.589.000	5.131.884	20.111.842
ΔRLit	376	- 259.933.000	746.948.000	3.828.940	43.966.628
ΔRLi,t-1	374	- 22.872.829	13.898.758	166.724	1.689.508
FCOit/Ai,t-1	293	-6,2081	1,0457	,019723	,5796735
DVGAit/Ai,t-1	296	-	8,7219	,226838	,7477911
PRODit/Ai,t-1	294	- ,1419	3,9014	,492723	,5165880
1/Ai,t-1	298	0	,0696	,000731	,0057463
RLit/Ai,t-1	296	- ,1322	35,4183	1,072180	2,7644580
ΔRLit/Ai,t-1	296	- 3,0647	31,8162	,458175	2,6938960
ΔRLi,t-1/Ai,t-1	295	- 3,3388	,6310	,026775	,2348491
N válido	278				

Fonte: Dados da pesquisa

Vale destacar que nas Variações da Receita Líquida, de t para t-1 (RLit) e de t-1 para t-2 (RLi,t-1), os resultados negativos decorrem do fato que de houve um aumento no volume das Receitas Líquidas e como a equação proposto foi Roychowdhury (2006) considera a variação como uma simples subtração de um ano t para o anterior, um aumento nas vendas resultará valores negativos. Por outro lado, e considerando o mesmo raciocínio, valores positivos relatam reduções das Receitas Líquidas de um ano para o outro. A Tabela 2 apresenta as correlações entre os itens constituintes dos três modelos de Gerenciamento de Resultados, conforme Roychowdhury (2006).

Tabela 2. Correlação entre as variáveis das equações 1, 2 e 3.

		FCOit	DVGAit	PRODit	Ai,t-1	RLit	RLi,t-1	RLi,t-2	ΔRLit	ΔRLi,t-1
DVGAit	Correlação	,710***	1							
	N	360	377							
PRODit	Correlação	,807***	,778***	1						
	N	359	374	374						
Ai,t-1	Correlação	,968***	,704***	,816***	1					
	N	360	362	360	364					
RLit	Correlação	,231***	,216***	,438***	,239***	1				
	N	360	369	366	362	369				
RLi,t-1	Correlação	,867***	,825***	,985***	,881***	,413***	1			
	N	359	367	365	362	367	367			
RLi,t-2	Correlação	,850***	,823***	,979***	,878***	,417***	,996***	1		
	N	357	365	363	361	365	365	365		
ΔRLit	Correlação	-,137**	-,136***	,037	-,135**	,911***	,002	,008	1	
	N	359	376	374	362	368	367	365	376	
ΔRLi,t-1	Correlação	,218***	,051	,096	,060	-,036	,066	-,019	-,069	1
	N	357	374	372	361	366	365	365	374	374

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme correlações entre as variáveis apresentadas na Tabela 2, as variáveis dependentes referentes as equações [1], [2] e [3] são altamente correlacionadas entre si. O coeficiente de correlação entre PROD e FCO foi de 0,807 evidenciando, contabilmente, que grande parte dos custos para a manutenção dos níveis de produção são refletidos no

²Nesta pesquisa, , * e ** = significância a 10%, 5% e 1%, nesta ordem

caixa/recebíveis do período. Com relação a correlação entre PROD e DVGA, um coeficiente de 0,778 mostra que os custos para a manutenção dos níveis de produção são reconhecidos como despesa, em sua grande maioria, no mesmo período. No que se refere a correlação entre DVGA e FCO, apesar de significativamente alta, foi a mais baixa entre as três correlações, apresentando um coeficiente de 0,710.

O Ativo Total mostrou-se correlacionado com as variáveis dependentes, sendo todas as correlações significativas. Esses resultados podem ser entendidos como normais já que a manutenção do fluxo de caixa operacional e dos níveis de produção impactam, necessariamente, o ativo, e as despesas com vendas, gerais e administrativas costumam ser pagas, em sua grande maioria, no mesmo período. A Receita Líquida corrente também apresentou correlações significativas com as variáveis dependentes [0,231, 0,216 e 0,438], entretanto, as correlações não foram altas.

No que diz respeito aos coeficientes de correlação entre as Receitas Líquidas de t-1 e t-2 e as variáveis dependentes, nota-se que, além das correlações terem sido altas, os coeficientes foram maiores do que os apresentados na correlação com a Receita Líquida corrente. Esse resultado sugere que as Receitas Líquidas defasadas possuem uma correlação maior com as atividades que afetam Fluxo de Caixa Operacional do período. E esse resultado significativo é maior quando se analisa as correlações com a variável PROD [0,985 e 0,979]. Os resultados apresentados da Tabela 2 corroboram Reis, Lamounier e Bressan (2015).

A Tabela 3 mostra as estatísticas descritivas das proxies para o excesso de confiança, descritas, detalhadamente, no item 2.1.

Tabela 3. Estatísticas descritivas das proxies para o excesso de confiança

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
GENERO	379	0	1	0,96	0,20
REMUNERAÇÃO	327	0	28.422.887,50	1.564.687,02	2.746.566,84
TEMPO	290	0	72	14,94	13,50
FORMAÇÃO	300	0	1	0,44	0,50
EMPREENDEDOR	323	0	1	0,14	0,34
IDADE	254	28	91	54,85	10,96
AÇÕES	379	0	0,975	757,79	6.426,85
GOOGLE	377	0	530.000	9.908,06	35.234,86
FOTOS	266	3,5	7,87	5,77	0,92
VALOR_ECONOMICO	144	-1	1	0,59	0,66
REL_ADM	202	-1	2	0,88	0,67

Fonte: Dados da pesquisa

Com relação a variável GÊNERO, observou-se uma diferença substancial entre a quantidade de homens CEOs e a quantidade de mulheres CEOs. Do total de 379 executivos, apenas 15 eram do gênero feminino. Essa desproporcionalidade pode ser explicada conforme Barber e Odean (2001), Prince (1993) e Niederle e Vesterlund (2007). A empresa Telefônica Brasil S.A foi a instituição que pagou a maior percentagem de remuneração baseada em ações, em relação a remuneração total [0,975], seguida pela empresa Kroton Educacional S.A., com uma proporção igual a 0,96. Por outro lado, a empresa Movida Participações S.A. foi a que apresentou a menor proporção, 0,114. Embora tenha-se verificado percentagens elevadas para algumas instituições, ainda assim, em apenas 72 houveram pagamento baseado em ações. Para as demais, o valor considerado para fins desta pesquisa foi 0.

Com relação ao TEMPO, 4 CEOs apresentaram valores iguais a zero. Isso ocorreu porque esta variável foi medida em termos de anos trabalhados. Considerando que estes executivos ainda não completaram 1 ano de atuação da empresa no período determinado pela pesquisa (31/12/2018), foi considerado o valor igual a 0. Com base nos dados coletados, dos 64 executivos que apresentaram maior tempo de trabalho na mesma empresa são, também, os fundadores das empresas geridas por eles. O presidente com maior tempo de atuação, e também o fundador, é o da empresa Guararapes, sendo o segundo maior velho da amostra. Por outro lado, o executivo mais longo é o segundo com mais tempo de atuação, o qual gere a 65 anos a empresa Sondotecnica.

A maior remuneração da amostra foi recebida pelo executivo da empresa Vale S.A., seguida da empresa Oi S.A. Da amostra total, 52 empresas informaram não terem pago qualquer tipo de remuneração ao CEO no ano de 2018. Para esses casos, o valor considerado foi 0. Além disso, onde esses casos ocorreram, verificou-se, em sua grande maioria, que ou o próprio executivo se absteve do pagamento (alguns mantem atividades laborais em outras empresas e recebem seus salários destas) ou mantinham outros cargos dentro da própria empresa, como no conselho de administração, sendo que o salário era pago somente para este cargo.

Dos 327 presidentes que divulgaram publicamente sua formação acadêmica, 131 são formados em áreas de finanças (contabilidade, economia ou administração), enquanto 168 são formados em áreas diversas. Dos executivos com formação em áreas diversas, a grande maioria [102] possui formação em engenharia. O gestor mais popular da amostra, e que apresentou um maior número de menções na ferramenta Google, é o da empresa Porto Seguro. A empresa BRF S.A foi a que apresentou um maior número absoluto de expressões relacionadas a confiança em seus relatórios de administração e de sustentabilidade [137], enquanto que as empresas Mahle-Metal Leve, Usiminas e Empresa Metropolitana Águas Energia S.A. foram as que apresentaram um maior número absoluto de expressões relacionadas a não confiança nestes mesmos documentos [6].

Finalmente, com relação a aparência, o CEO da empresa Cosan S.A. e Cosan Logística S.A. (ambas as empresas possuem o mesmo presidente) é o que aparentou ser mais confiante [7,69] de acordo com sua foto oficial e os das empresas Via Varejo S.A. e Cia Brasileira de Distribuição foram os que aparentaram ser menos confiantes [3,5].

A Tabela 4 apresenta as correlações entre as proxies para o excesso de confiança, cujos valores são contínuos, sem as variáveis binárias.

Tabela 4. Correlação entre as proxies para o excesso de confiança

		REMUNE RAÇÃO	TEMPO	IDADE	AÇÕES	GOOGLE	FOTOS	VALOR ECON.	REL_ADM
REMUNERAÇÃO	Correlação	1							
	N	379							
TEMPO	Correlação	,033	1						
	N	290	290						
IDADE	Correlação	-,034	,498***	1					
	N	254	206	254					
AÇÕES	Correlação	,212***	-,063	-,113	1				
	N	379	290	254	379				
GOOGLE	Correlação	,166***	-,014	,091	,033	1			
	N	377	288	253	377	377			
FOTOS	Correlação	,017	-,018	-,174*	,094	-,013	1		
	N	266	221	183	266	265	266		
VALOR ECONOMICO	Correlação	-,009	,024	,068	,023	,029	-,078	1	
	N	144	118	106	144	144	119	144	
REL_ADM	Correlação	,107	-0,166**	-,121	,131	,011	-,089	,022	1
	N	202	166	145	202	202	163	97	202

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com a Tabela 4, houve correlação significativa entre as variáveis GOOGLE e REMUNERAÇÃO [0,166], indicando uma relação positiva entre a popularidade do executivo, medida pelos resultados de busca da ferramenta Google, e a remuneração total recebida em 2018. Além disso, a proporção de remuneração baseada em ações em relação à remuneração total (AÇÕES), mostrou-se significativa e positivamente relacionada à remuneração total (REMUNERAÇÃO). Isso significa que existe uma correlação forte entre a remuneração total recebida em 2018 e o pagamento de remuneração através de ações da própria empresa. Vale destacar que as políticas de remuneração e de remuneração baseada em ações são diferentes. Portanto, este resultado não significa que quanto maior for a remuneração total para ao executivo, maior será o pagamento em ações da própria empresa.

A variável IDADE apresentou correlação positiva e significativa com as variáveis TEMPO [0,498]. Este resultado é coerente na medida em que os executivos que atuam a mais tempo da empresa são mais experientes e, conforme descrito acima, os 64 executivos que apresentaram maior tempo de trabalho na mesma empresa são, também, os fundadores destas. A variável FOTO mostrou-se negativamente correlacionada com a IDADE [-0,174] evidenciando que os CEOs mais velhos foram os que receberam as menores notas de acordo com sua aparência. Finalmente, a correlação negativa entre a variável REL_ADM e o TEMPO [-0,166], evidencia que os gestores que atuam a mais tempo na empresa são também os que menos divulgam percepções confiantes em seus relatórios anuais.

A Tabela 5 apresenta os resultados da operacionalização dos três modelos para mensuração do GRR. Foi utilizado o método dos Mínimos Quadrados Ordinários – MQO, com heterocedasticidade corrigida.

Tabela 5. Resultados do Gerenciamento de Resultados Real (GRR)

	FCO		DVGA		PROD	
	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
Constante	0,00524	0,76730	0,04395	0,0006***	-0,00004	0,99670
1/Ai,t-1	-194,614	0,00002***	125,46500	6,31e-092***	0,00090	0,99700
RLi,t/Ai,t-1	0,14463	0,0000004***			0,77321	1,67e-79***
RLi,t-1/Ai,t-1			0,14287	9,09e-08***		
ΔRLi,t/Ai,t-1	-0,148626	0,0000001***			-0,770964	4,66e-076***
ΔRLi,t-1/Ai,t-1					0,24671	0,0061***
R-quadrado	0,15530		0,75972		0,80265	
R-quadrado ajustado	0,14644		0,75808		0,79991	
P-valor(F)	1,79e-10		1,88e-91		3,8e-100	
Erro P. da regressão	3,28372		3,28761		2,84192	
Normalidade dos resíduos	284,741		1,66021		27,8839	
p-valor	3,20984e-37		0,89387		0,01474	
n	290		296		293	

Fonte: Dados da pesquisa

Com relação as medidas de ajustamento, o modelo FCO foi o que apresentou um menor poder de explicação das variáveis independentes [0,15530], enquanto as variáveis regressoras dos modelos DVGA e PROD apresentaram um elevado poder de explicação sobre a variável dependente [0,75972 e 0,80265]. A estatística F calculada mostrou-se significativa, o que é consistente com o apresentado por Roychowdhury (2006). O FCO apresentou um coeficiente negativo com a variável 1/Ai,t-1. Por se tratar de uma variável correspondente ao inverso do Ativo Total, considera-se uma relação explicativa forte com o FCO. A Receita Líquida do período corrente apresentou um coeficiente de positivo, indicando que um aumento de uma unidade neste item, acarretará um aumento de 0,14463 no Fluxo de Caixa Operacional, quando tudo permanece o mais constante, o que pode corroborar a ideia de que os gestores possuem incentivos para concederem maiores de descontos no intuito de inflar o resultado corrente. Estes resultados também foram encontrados por Roychowdhury (2006), Cupertino (2013), Reis, Cunha e Ribeiro (2014) e Reis, Lamounier e Bressan (2015).

Por outro lado, a Variação da Receita Líquida apresentou um coeficiente negativo de 0,148626. Este resultado é consistente com o encontrado por Reis, Cunha e Ribeiro (2014). De uma forma geral, os resultados apresentados confirmam que a política de aumento das vendas por meio da concessão de descontos associa-se a um impacto negativo no Fluxo de Caixa Operacional da empresa. Conforme Roychowdhury (2006) empresas que apresentam RFCO positivo, são mais propensas a gerenciar as vendas no sentido de reduzir o resultado.

O coeficiente positivo de 125,465 para o modelo DVGA, demonstra uma relação inversa entre o reconhecimento das despesas e o impacto no Ativo Total. Com relação a variável Receita Líquida de t-1, verificou-se um alto poder explicativo desta variável sobre as despesas, com um coeficiente igual a 0,14287. Isso mostra que as despesas incorridas para gerar as vendas são reconhecidas no mesmo momento do reconhecimento das receitas, como impõe o princípio da competência. Estes resultados corroboram os achados de Roychowdhury (2006) e Reis, Lamounier e Bressan (2015). O erro padrão do modelo foi de 3,28761, corroborando Roychowdhury (2006) de que as empresas da amostra praticaram algum tipo de gestão operacional através das despesas discricionárias.

Finalmente, tem-se o modelo para mensurar o gerenciamento de resultados a partir dos níveis de produção (PROD). Com exceção do intercepto e do inverso do Ativo Total, todas as variáveis foram significativas. A variável Receita Líquida, foi significativa e apresentou um coeficiente positivo. Esse resultado era o esperado, tendo em vista que uma política para elevação da produção é feita pensando em elevar as vendas/receitas e, conseqüentemente, os resultados. A Variação da Receita líquida de t em relação a t-1, também foi significativa a 1%, com um coeficiente negativo de 0,770964. Este resultado é consistente com Reis, Lamounier e Bressan (2015).

No que se refere a Variação da Receita Líquida do período t-1, em relação ao período t-2, houve relação significativa com a variável dependente a um nível de confiança de 99% e apresentou um coeficiente positivo de 0,24671. Conforme explicado acima, este resultado pode ser interpretado como uma redução das Receitas Líquidas de t-2 para t-1. Este resultado corrobora Roychowdhury (2006) e Cupertino (2013). O erro padrão do modelo foi de 2,84192. De acordo com Roychowdhury (2006), quando os resíduos do modelo de Produção são positivos, as empresas possuem maior propensão de gerenciar os níveis de produção com o objetivo de aumentar o resultado.]

4.2 Regressão linear

Nesta sessão, são apresentados os resultados das regressões para os modelos 4, 5 e 6 que medem o poder explicativo das proxies para o excesso de confiança sobre a gestão das atividades operacionais. Para os três modelos, considerando a possibilidade de colinearidade entre as variáveis, foi utilizado o método de Regressão por Etapas (Stepwise). Este método permite que a pesquisadora decida qual o melhor conjunto de variáveis independentes (ou explanatórias) para tornar o modelo o mais significativo possível (Gujarati, & Porter, 2011). A ordem de exclusão das variáveis foi estabelecida dada pelo maior p-valor da variável dependente, até 10%. Os resultados da regressão com todas as variáveis encontram-se na coluna 1 e os resultados com Stepwise, na coluna 2, ambos na Tabela 6.

Com relação a variável GÊNERO, houve colinearidade exata quando da operacionalização da regressão, sendo, portanto, excluída das análises. Isso ocorreu porque o número de CEOs do gênero feminino foi significativamente baixo, conforme descrito anteriormente. Associado a isso, o software utilizado para fins desta pesquisa trabalha com uma amostra contendo informações completas para todas as variáveis. Dessa forma, todas as empresas geridas por mulheres apresentaram alguma variável (ou variáveis) com informação faltante.

Com relação ao R-quadrado, para o modelo PROD houve uma redução em relação aos demais modelos [0,6969, [0,6391] e [0,3713]. Apesar disso, verifica-se que as proxies para o excesso de confiança têm um poder de explicação sobre o gerenciamento de resultados através das atividades operacionais. Com relação a significância, os modelos FCO e DVGA apresentaram-significantes com 99% de confiança ([0,0001] e [0,0006]) e o modelo PROD apresentou uma significância de 0,1617. Com a utilização do método *Stepwise Backward Regression*, é possível perceber que houve uma redução do poder explicativo das variáveis ([0,5164], [0,1378] e [0,2864]) em relação ao modelo completo, especialmente, para os modelos DVGA. Apesar disso, os modelos foram significativos ([0,00001], [0,0746] e [0,0087]). Os dados relativos às estatísticas descritivas e correlações entre as variáveis restringidas aos modelos encontram-se no Apêndice A – Tabela 6a e Tabela 6b, respectivamente.

A variável TEMPO apresentou-se significativa para o modelo FCO e PROD, porém, com sinais opostos. Para o primeiro caso, onde a variável foi significativa tanto para o modelo completo, como para o modelo reduzido, é possível inferir que quanto mais tempo, em anos, o executivo trabalha na empresa, maior é a probabilidade de ele gerenciar resultados por meio dos níveis de vendas. O sinal negativo apresentado no modelo PROD, e somente significativa para o modelo reduzido, indica uma relação contrária entre o tempo de atuação na empresa e o gerenciamento operacional por meio dos níveis de produção. Este resultado é consistente com os achados de Dal Magro, Dani e Klann (2019), que mostraram que o tempo de atuação dos CEOs das empresas abertas brasileiras é negativamente relacionado com a gestão de resultados através das atividades operacionais, mais especificamente, através das despesas discricionárias. Para os autores, essa relação negativa é consistente com o fato de que executivos de longo mandato tem o interesse na manutenção da reputação construída ao longo de sua carreira profissional.

A variável GOOGLE apresentou-se significativa somente para o modelo FCO completo. Os resultados indicam que CEOs mais populares são os que menos gerenciam atividades operacionais que interferem nos níveis de vendas. Dessa forma, pode-se concluir que o excesso de confiança de um CEO, medido através dos resultados de busca da ferramenta Google, possui relação com o gerenciamento das atividades operacionais de uma organização e, conseqüentemente, com a qualidade das informações contábeis. A discussão sobre a associação entre o excesso de confiança do executivo, medido pela quantidade de resultados de busca na ferramenta Google, e características financeiras e econômicas de uma organização, é atual e pertinente no contexto brasileiro. Baseado no trabalho de Malmendier e Tate (2009), Crespim Junior (2019) mostrou que o excesso de confiança do CEO, mensurado por meio da sua popularidade (citações na ferramenta Google), é positivamente relacionado com a performance da companhia, mais especificamente com o ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Neste trabalho, o excesso de confiança medido pela variável EMPREENDEDOR foi significativo para os modelos FCO e DVGA. Entretanto, houve divergência de sinal. O sinal negativo para a gestão de resultados operacionais por meio da manipulação dos níveis de vendas, tanto para o modelo completo, como para o reduzido indica que os diretores presidentes que são, também, os fundadores da empresa, possuem uma menor probabilidade de gerenciar os resultados. Essa interpretação faz sentido quando se pensa que os CEOs empreendedores veem suas empresas como sua própria criação, podendo ter um sentimento emocional maior em relação aos gestores não fundadores. Isso poderia ser um

Tabela 6. Resultados da relação entre os resíduos e o excesso de confiança

	FCO		DVGA		PROD	
	1	2	1	2	1	2
CONSTANTE	-0,489334	-0,480024	0,270137	-0,098517	-0,32677	-0,451924
<i>p-valor</i>	0,0004***	8,65e-05***	0,0837*	1,66e-06***	0,386	0,1077
REMUNERAÇÃO	4,57e-09		2,89e-09		1,84e-09	
<i>p-valor</i>	0,3029		0,5856		0,8503	
TEMPO_MANDATO	0,0032144	0,0038882	-0,000858		-0,000481	-0,006125
<i>p-valor</i>	0,0112**	0,0002***	0,5925		0,824	0,0220**
FORMAÇÃO	0,0065491		-0,00314		0,0153814	
<i>p-valor</i>	0,8081		0,9024		0,7935	
EMPREENDEDOR	-0,147936	-0,147852	0,309668	0,175337	0,107055	
<i>p-valor</i>	0,0460**	0,0006**	0,0071***	0,4398	0,5954	
IDADE	0,0012101		-0,004736		0,0063703	0,0102385
<i>p-valor</i>	0,3336		0,0079***		0,1751	0,0401**
AÇÕES	0,0804171		0,251726	0,486394	-0,237518	-0,317044
<i>p-valor</i>	0,0869*		0,0033***	0,0308**	0,1765	0,0431**
GOOGLE	-1,52e-06		-3,20e-07		2,15e-06	
<i>p-valor</i>	0,0012***		0,598		0,1819	
FOTOS	0,0715336	0,0797977	-0,006029		-0,017877	
<i>p-valor</i>	3,87e-05***	4,17e-05***	0,5655		0,523	
VALOR_ECONOMICO	-0,00337780		-0,095162		-0,034454	
<i>p-valor</i>	0,8677		0,0018***		0,2847	
REL_ADM	0,0007586		0,023431		0,0851063	
<i>p-valor</i>	0,9676		0,1781		0,1645	
R-quadrado	0,6969	0,5164	0,6391	0,1378	0,3713	0,2864
R-quadrado ajustado	0,5847	0,4738	0,5055	0,0886	0,1384	0,2235
P-valor(F)	0,0001	0,000015	0,0006	0,0746	0,1617	0,0087
E.P. da regressão	1,5707	1,8538	2,4097	3,6295	1,5113	2,1452
Normalidade dos resíduos	7,7985	8,0944	21,1319	5,6077	9,4556	15,3392
<i>p-valor</i>	0,0203	0,0175	2,58e-05	0,0606	0,0088	0,0005
n	38	38	38	38	38	38

Fonte: Dados da pesquisa

incentivo para que a sua gestão não altere a qualidade dos números contábeis. Por outro lado, a referida variável apresentou sinal negativo para o modelo DVGA. Este resultado corrobora os argumentos de Goulart (2007). Para o autor, existem evidências que sugerem que as empresas que são geridas por CEOs fundadores e, conseqüentemente, excessivamente confiantes, são as que apresentam práticas agressivas de gerenciamento de resultados.

O excesso de confiança do CEO, medido através do que sua imagem facial transmite [FOTO], mostrou-se significativo para explicar o gerenciamento de resultados operacionais por meio dos níveis de vendas, tanto para o modelo com todas as variáveis explanatórias, como para o modelo reduzido. Como argumentam Olivola, Funk e Todorov (2014), o rosto é uma rica fonte de informações sobre um indivíduo, podendo ser a única e fiel fonte para julgamentos de personalidade e comportamento do indivíduo-alvo, mesmo quando transmitem expressões neutras (Malatesta, Fiore, & Messina, 1987). Este trabalho, portanto, mostrou que a aparência do CEO também é uma característica importante quando se analisa a qualidade das informações contábeis.

A variável IDADE mostrou-se positivamente relacionada para explicar a gestão das atividades operacionais que interferem somente nos níveis de produção, mas apresentou sinal negativo para explicar alterações nas despesas discricionárias. Apesar do contraste no sinal entre os dois modelos, este resultado sugere que a idade do CEO é um fator importante para explicar a qualidade das informações contábeis. Utilizando o método dos *accruals* discricionários para medir o gerenciamento de resultados, Sprenger, Kronbauer e Costa (2017), mostraram que a idade do CEO é positivamente relacionada a gestão dos *accruals*.

As menções de confiança sobre o CEO emitidas no sítio eletrônico do jornal Valor Econômico, conforme variável VALOR_ECONOMICO, apresentou coeficiente negativo e significativo para explicar o gerenciamento por meio das despesas discricionárias. A significância ocorreu somente na regressão completa. Esse resultado pode ser entendido considerando que a grande parte dos consumidores deste jornal entendem, pesquisam ou vivenciam o meio empresarial. Portanto, não somente confiam suas decisões no perfil do gestor, mas, também, validam suas fontes de informações através dos demonstrativos financeiros.

Por fim, a variável AÇÕES também apresentou-se significativa para explicar o gerenciamento de resultados por meio da manipulação das despesas discricionárias e dos níveis de produção. Para o primeiro modelo a variável foi significativa tanto na regressão completa como na reduzida e, na regressão PROD, somente para a reduzida. Apesar disso, houve divergência de sinal para as duas regressões, sendo que para a DVGA o sinal foi positivo. Este resultado está de acordo

com os achados de Oliveira (2017). Para os autores, os CEOs que adquirem mais ações do que vendem, têm uma maior probabilidade de gerenciar os resultados por meio da estimação dos *accruals* discricionários.

4.3 Análises Adicionais

Os resultados encontrados até este momento do trabalho, sugerem ser possível analisar a qualidade das informações contábeis reportadas pelas empresas de capital aberto por meio das características do seu mais alto executivo. Os achados estatísticos de cada característica dão suporte ao objetivo proposto pela pesquisa.

Neste tópico, foram realizadas duas análises adicionais. A primeira verificou as características do CEO relacionadas ao gerenciamento de resultados quando esta prática é expressiva. A segunda análise adicional operacionalizou a Regressão por Etapas por um método alternativo.

4.3.1 Resíduos extremos

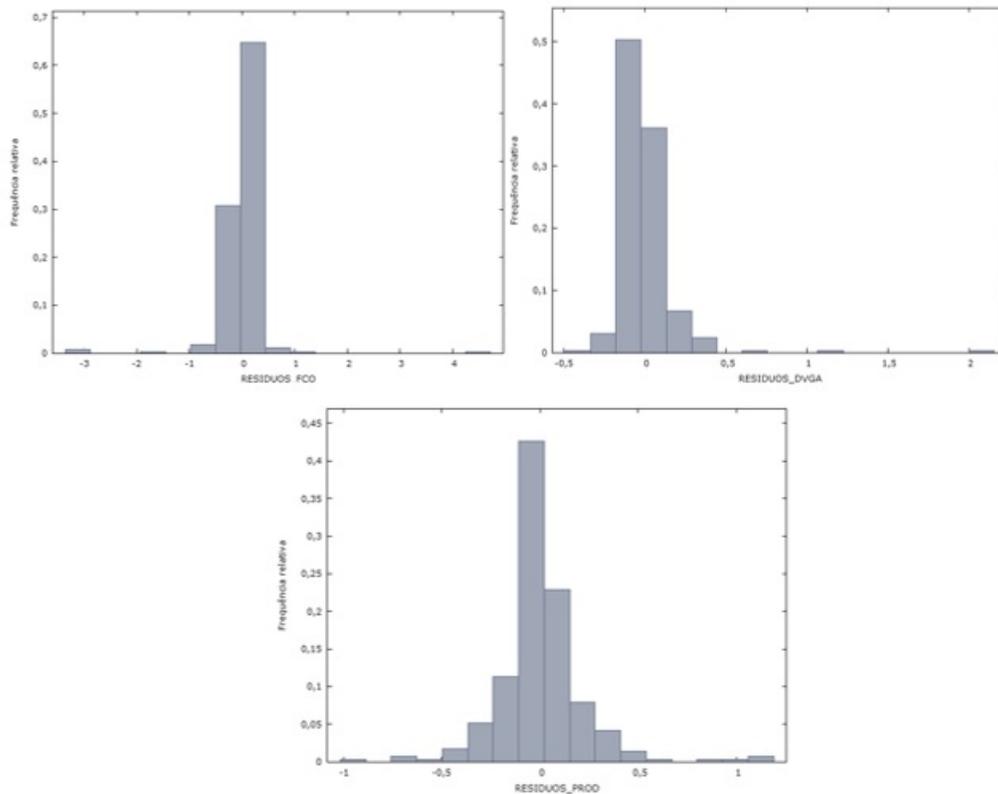
No trabalho de Roychowdhury (2006), o autor utiliza as empresas que obtiveram margem de lucro de 1%, para mais ou para menos, como a empresas alvo para o gerenciamento de resultados, visto que essas empresas teriam incentivos para não reportar lucro zero. Neste trabalho, as empresas alvo para o GRR serão consideradas como aquelas que apresentaram o erro padrão gerado a partir das regressões 1, 2 e 3 nas extremidades da amostra. Parte-se da justificativa que as observações que se encontram muito próximas a 0 (zero) apresentaram níveis reduzidos de gestão de resultados ou até mesmo insignificantes. Além disso, considerando a discricionariedade do executivo a partir de diferentes práticas prescritas na legislação, é possível que sejam escolhas legalmente feitas objetivando evidenciar um resultado mais fidedigno. Por outro lado, as observações que estão muito distantes de zero são resultantes de resíduos mais elevados. Consequentemente, existe um distanciamento entre o que seria normal e a realidade apresentada pela empresa, evidenciando níveis de gerenciamento de resultados, de fato, significativos e mais elevados.

Para definir os extremos, para mais e para menos, a pesquisadora ordenou os resíduos em ordem crescente e dividiu a amostra em três sub amostras iguais. Como é possível analisar pelos gráficos a seguir, que mostram, respectivamente, a frequência relativa dos resíduos gerados pelas regressões FCO, DVGA e PROD, é possível perceber um grande número de observações próximas ao valor zero. Grande parte destas observações, encontravam-se na sub amostra mediana. Este grupo, portanto, foi retirado da amostra e, a partir de agora, trabalhou-se somente com 1/3 das extremidades dos resíduos. Os dados relativos às estatísticas descritivas e correlações entre as variáveis restringidas aos modelos encontram-se no Apêndice A – Tabela 7a e Tabela 7b, respectivamente.

Para o modelo FCO, foram gerados, no total, 290 resíduos. As extremidades foram compostas, portanto, por 97 observações cada, sendo 194 no total. Os resíduos da regressão do modelo DVGA geraram 290 observações, sendo 98 o número de observações em cada extremidade. Por fim, o modelo PROD resultou em 293 observações no total e 98 observações em cada extremidade.

Nesta segunda parte do trabalho, foram realizadas três novas regressões considerando como variáveis dependentes os resíduos das regressões localizados nas extremidades da amostra e as variáveis independente continuam sendo as proxies para o excesso de confiança. Deseja-se, dessa forma, verificar quais as características dos CEOs excessivamente confiantes podem explicar os altos níveis gerenciamento das atividades operacionais. O procedimento adotado foi o mesmo daquele apresentado no item 4.1. Os resultados das regressões com todas as variáveis encontram-se na coluna 1 da Tabela 7 e os resultados do modelo reduzido na coluna 2. Assim como nas regressões anteriores, houve colinearidade exata para a variável GÊNERO, sendo, portanto, retirada da amostra.

Figura 2. Graficos com a frequencia relativa dos resíduos dos modelos FCO, DVGA e PROD



A regressões considerando somente as extremidades dos resíduos apresentaram um R-quadrado maior [0,7980, 0,9875 e 0,7946] do que as regressões completas. Isso mostra que as proxies para o excesso de confiança possuem um poder de explicação maior nos níveis mais altos de gerenciamento de resultados. Todos os modelos foram significantes com 99 por cento de confiança. No que se refere aos modelos reduzidos, houve uma redução significativa no poder de explicação das variáveis para as regressões FCO e PROD [0,3739 e 0,2736]. Apesar disso, os modelos foram significativos.

No que se refere aos resultados encontrados para as regressões considerando a totalidade dos resíduos e de seus extremos, percebe-se uma houveram algumas similaridades entre as variáveis que apresentaram significância estatística, assim como a persistência dos sinais, especialmente, para o modelo FCO. As semelhanças encontradas seguem o mesmo entendimento descrito para os modelos anteriores. Sendo assim, mais importante do que analisar os resultados similares, é analisar os diferentes achados encontrados, principalmente, para as três variáveis que apresentaram sinais invertidos.

A variável TEMPO apresentou-se positivamente relacionada com o modelo DVGA completo, evidenciando que os CEOs que atuam a mais tempo na empresa têm mais probabilidade de gerenciar os resultados por meio das despesas discricionárias quando os níveis desta gestão são maiores. Ainda para este modelo, as variáveis EMPREENDEDOR e IDADE mostraram-se, nesta segunda etapa, significativas para o modelo reduzido, sendo a primeira com sinal positivo e a segunda com sinal negativo. Para o primeiro caso, corrobora-se o argumento de Goulart (2007) de que as empresas presididas por executivos fundadores são as que possuem níveis mais agressivos de gerenciamento de resultados. Além disso, reforça a ideia de que os fundadores teriam uma carga sentimental maior por suas empresas e não praticariam ações intencionais de gerenciamento dos processos que se distanciam da realidade latente do negócio.

Ainda com relação ao modelo DVGA, o sinal negativo encontrado para a idade do CEO contraria os argumentos de Sprenger, Kronbauer e Costa (2017), de que a idade do diretor presidente está positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados. Neste trabalho, as empresas que apresentaram resíduos mais elevados em relação à média da amostra, são geridas por gestores mais novos e, sendo assim, menos excessivamente confiantes (Bruine de Bruin, Parker, & Fischhoff, 2010), porém, são os que assumem as posições mais arriscadas (Child, 1974).

Conforme é demonstrado na Tabela 6, não houve significância para nenhuma variável no modelo de gerenciamento de resultados medido por meio dos níveis de produção, considerando, especificamente, a regressão completa. Ao se analisar a mesma regressão considerando as extremidades dos extremos, houve significância estatística para 4 variáveis. A variável GOOGLE mostrou-se significativa e com coeficiente positivo. Isso mostra que o excesso de confiança

Tabela 7. Resultados da relação entre os extremos dos resíduos e o excesso de confiança

	<i>FCO</i>		<i>DVGA</i>		<i>PROD</i>	
	1	2	1	2	1	2
<i>CONSTANTE</i>	-0,6835	-0,4103	0,165	0,2489	0,0758	-0,8364
<i>p-valor</i>	0,00005***	0,0079***	0,2958	0,1278	0,898	0,01002**
<i>REMUNERAÇÃO</i>	5,05E-09		-6,49E-09		0	0
<i>p-valor</i>	0,0023		0,3394		0,1883	0,1455
<i>TEMPO_MANDATO</i>	0,0032	0,0038	0,0025		-0,0027	
<i>p-valor</i>	0,1669	0,03105**	0,072715*		0,5432	
<i>FORMAÇÃO</i>	0,5278		-0,0177		-0,1906	
<i>p-valor</i>	0,8081		0,4843		0,06123*	
<i>FUNDADOR</i>	-0,1646	-0,1476	0,3445	0,3005	0,1814	
<i>p-valor</i>	0,0774*	0,06225*	2,3E-06***	3,46E-16***	0,5414	
<i>IDADE</i>	0,0011		-0,0051	-0,0049	0,0077	0,0137
<i>p-valor</i>	0,045		0,003011***	0,050613*	0,2487	0,01403**
<i>AÇÕES</i>	0,045		0,5155	0,4369	-0,527	
<i>p-valor</i>	0,4266		0,00054***	0,00838***	0,05941*	
<i>GOOGLE</i>	-1,29E-06		2,96E-08		0	
<i>p-valor</i>	0,031392**		0,9684		0,02261**	
<i>FOTOS</i>	0,105	0,07	0,0162		-0,0934	
<i>p-valor</i>	1,04E-06***	0,001841***	0,2879		0,08796*	
<i>VALOR_ECONOMICO</i>	0,0424		-0,1362	-0,1106	-0,0273	
<i>p-valor</i>	0,1806		0,00244***	0,1091	0,6866	
<i>REL_ADM</i>	-0,002		0,0223		0,0195	
<i>p-valor</i>	0,9436		0,2514		0,7926	
<i>R-quadrado</i>	0,798	0,3739	0,9875	0,9475	0,7946	0,2736
<i>R-quadrado ajustado</i>	0,6858	0,2988	0,9809	0,9391	0,6865	0,2198
<i>P-valor(F)</i>	0,0002	0,0076	0	0	0,0001	0,0134
<i>E.P. da regressão</i>	1,3231	2,3191	1,8527	2,9682	1,7527	2,0439
<i>Normalidade dos resíduos</i>	4,2565	5,196	9,3941	8,6896	2,3421	9,7125
<i>p-valor</i>	0,119	0,0744	0,0091	0,013	0,31	0,0078
<i>n</i>	29	29	30	30	30	30

do CEO medido pelos resultados de busca na ferramenta Google são positivamente relacionados com níveis mais agressivos de GR por meio das alterações dos níveis de produção. O coeficiente negativo encontrado para a variável FORMAÇÃO mostra que os CEOs com formação acadêmica em áreas que não sejam ligadas à finanças, têm maior probabilidade de gerenciar os resultados das atividades operacionais que afetam os níveis de produção. Esse resultado está de acordo com o encontrado por Dal Magro e Klann (2018), que afirmam, ainda, que este achado é útil por ser um mecanismo confiável aos diversos stakeholders como forma de monitoramento dos números contábeis a um baixo custo.

A terceira variável que apresentou-se significativa para explicar os níveis extremos de GR por meio dos níveis de produção foi a FOTO, com um sinal negativo e somente para o modelo completo. Esse achado sugere que o excesso de confiança dos CEOs, medido pela percepção de terceiros, reduz a probabilidade de uma empresa gerenciar resultados, quando esta prática é realizada de forma mais extrema. Entretanto, a inexistência de testes psicológicos ou neurológicos sobre o perfil comportamental facial do executivo e, acima disso, o que levou os participantes a julgar a confiança do executivo, torna a análise desde resultado menos robusta. Portanto, embora o rosto seja uma rica fonte de informações sobre a personalidade e comportamento de um indivíduo (Olivola, Funk, & Todorov, 2014), a pesquisadora ainda considera esta variável subjetiva e sugere testes futuros mais robustos. Apesar disso, mostrou-se que, ainda assim, existe uma relação entre a aparência confiante e o gerenciamento de resultados.

A variável AÇÕES também apresentou significância estatística com coeficiente negativo para o modelo PROD completo. Para o modelo apresentado na Tabela 6, esta variável foi significativa somente para o modelo reduzido, mantendo o sinal. O que se pode concluir é que a proporção de ações em relação a remuneração total é uma característica do CEO excessivamente confiante que pode reduzir práticas que reduzem a qualidade da informação contábil. Este resultado contraria os achados de Oliveira (2017).

4.3.2 Regressão por Etapas

O método de Regressão por Etapas, ou Stepwise Backward Regression, utilizado nos modelos de regressão linear até este ponto, considerou a omissão das variáveis com maior p-valor (menos significativas) dentro do próprio modelo. Como pode ser verificado nas Tabelas 6 e 7, o valor da amostra regredida com todas as informações completas (n) apresentou valores iguais e pequenos para cada modelo. Uma alternativa para a realização deste método e que mitigue o problema de uma amostra pequena, é retirar as variáveis com maior p-valor, sucessivamente, e rodar um novo modelo, um a um. Os modelos foram operacionalizados por meio dos MQO, com heterocedasticidade corrigida. A Tabela 8 apresenta os resultados da Regressão por Etapas para as equações 1, 2 e 3 considerando todos os resíduos da regressão.

Cada coluna apresentada na Tabela 8 refere-se aos resultados de cada etapa. Para os modelos FCO e DVGA foram realizadas 10 etapas, que determinaram um modelo, com duas e uma variáveis cada, além da constante, que foram significativamente capazes de explicar o gerenciamento de resultados. Para o PROD, foram realizadas 9 etapas, que resultou em um modelo com três variáveis significantes. Interessante perceber que, para este modelo, não houve nenhuma variável significativa nas duas primeiras etapas e, na terceira, apenas uma variável (IDADE) mostrou-se significativa. Para as duas primeiras regressões, apesar de ter sido necessário operacionalizar mais etapas, desde a primeira, mais de uma variável apresentaram significância estatística. Além disso, tal como era o objetivo deste método alternativo, é possível perceber um aumento expressivo da amostra (n) ao longo das etapas.

Nos modelos apresentados anteriormente (Tabela 6 e 7), houve a exclusão da variável GÊNERO, devido a sua colinearidade exata com as demais variáveis. Como as regressões eram operacionalizadas dentro do próprio modelo, não foi possível analisar o comportamento de tal característica sobre as práticas de gestão de resultados. Agora, é possível verificar o momento em que tal variável deixa de ter colinearidade exata, passa a fazer parte do modelo e, ainda, com exceção do modelo DVGA, ser estatisticamente significativa. Além disso, para as três regressões, é possível perceber que há uma melhora expressiva na distribuição normal dos resíduos em relação às etapas anteriores. Os dados relativos às estatísticas descritivas e correlações entre as variáveis restringidas aos modelos finais encontram-se no Apêndice A – Tabela 8a a Tabela 8c2.

Os resultados apresentados nas Tabela 8.1, 8.2 e 8.3, em comparação aos da Tabela 6, sugerem a explicação de novas características ligadas ao excesso de confiança sobre as práticas de gerenciamento de resultados através das atividades operacionais. Além disso, percebe-se que houveram alguns resultados similares, comprovando a persistência destas variáveis para o objetivo da pesquisa. Nesse sentido, é possível verificar que, para o modelo FCO os achados foram totalmente distintos, conforme é apresentado na última etapa. As variáveis FORMAÇÃO e IDADE mostraram-se negativamente relacionadas com o gerenciamento de resultados por meio da gestão dos níveis de venda. Isso significa que os gestores mais velhos e os graduados em áreas ligadas às finanças, têm uma menor probabilidade de gerenciar os resultados. Para a primeira variável, o resultado corrobora Dal Magro e Klann (2018). Para a segunda, o resultado se contrapõe ao achado de Sprenger, Kronbauer e Costa (2017).

Tabela 8.1. Resultados da Regressão por Etapas - FCO

	FCO									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CONSTANTE	-0,4893	-0,2372	0,1739	0,2169	0,1376	0,1194	0,3324	0,2495	0,2426	0,2681
p-valor	0,0004***	0,0291**	0,1321	0,0461**	0,2091	0,2592	0,0016***	0,0031***	0,0025***	0,0004***
GENERO			-0,1408	-0,0966	-0,0945	-0,0939	-0,0840			
p-valor			0,0048***	0,0235**	0,0603*	0,0561*	0,3016			
REMUNERACAO	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	5,91e-09	0,0000	
p-valor	0,3029	0,1731	0,0055***	0,0149**	0,0179**	4,86e-12***	0,1048	0,2120	0,1620	
TEMPO	0,0032	0,0030	0,0001							
p-valor	0,0112**	0,0047***	0,9051							
FORMACAO	0,0065	0,0209	-0,0457	-0,0444	-0,0384	-0,0356	-0,0718	-0,0736	-0,0890	-0,0893
p-valor	0,8081	0,4789	0,0934*	0,1023	0,1625	0,1778	0,0274**	0,0192**	0,0047***	0,0048***
EMPREENDEADOR	-0,1479	-0,1780	-0,0150	0,0034						
p-valor	0,0460**	0,0001***	0,7460	0,9338						
IDADE	0,0012	-0,0015	-0,0018	-0,0028	-0,0018	-0,0016	-0,0040	-0,0040	-0,0037	-0,0040
p-valor	0,3336	0,2539	0,1606	0,01780**	0,1095	0,1339	0,0031***	0,0036***	0,0045***	0,0015***
ACOES	0,0804	0,0823	0,0311	0,0421	0,0569	0,0555	0,0588	0,0648		
p-valor	0,0869*	0,0800*	0,5676	0,3371	0,1888	0,1155	0,1660	0,2335		
GOOGLE	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0113				
p-valor	0,0012***	0,0541*	0,1627	0,5555	0,5369	0,3605				
FOTO	0,0715	0,0509	0,0138	0,0076	0,0106					
p-valor	0,0000***	0,0001***	0,3183	0,5533	0,4132					
VALOR_ECONOMICO	-0,0034	0,0065								
p-valor	0,8677	0,8117								
REL_ADM	0,0008									
p-valor	0,9676									
R-quadrado	0,6969	0,6389	0,3122	0,3117	0,2385	0,4456	0,1169	0,1025	0,0964	0,0887
R-quadrado ajustado	0,5847	0,5634	0,2490	0,2625	0,1937	0,4179	0,0886	0,0797	0,0793	0,0773
P-valor(F)	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0015	0,0019	0,0011	0,0006
E.P. da regressão	1,5707	1,8902	1,8834	1,9747	1,9910	1,9740	3,6058	3,1774	3,2622	3,0665
n	38	53	108	121	127	127	162	162	162	162
Normalidade dos resíduos	7,7985	9,4331	68,9781	69,4354	78,1741	78,8622	126,5460	120,7310	111,2400	104,2760
p-valor	0,0203	0,0089	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Para o modelo DVGA, houve a persistência da variável AÇÕES, evidenciando que gestores que receberam uma maior proporção de pagamento baseado em ações em relação a remuneração total, foram, também, os que mais gerenciaram os resultados por meio das despesas discricionárias. Além disso, a variável REMUNERAÇÃO apresentou-se positiva e significativamente relacionada com a gestão das despesas discricionárias. Esse resultado evidencia que os CEOs que receberam as maiores remunerações totais no ano de 2018, foram os que apresentaram os maiores índices de gestão das atividades operacionais que interferiram no reconhecimento das despesas com vendas, gerais e administrativas. Este resultado está de acordo com os achados de Reitenga, Buchheit, Yin e Baker (2002). Para os autores, este resultado é notório já que, na grande maioria das empresas, o pacote de remuneração dos executivos está atrelado ao desempenho da empresa.

Por fim, para o modelo PROD, houve a persistência das variáveis AÇÕES e IDADE. Isso significa que, os esforços demandados para gerenciar os resultados através dos níveis de produção, foram realizados pelos CEOs mais velhos e pelos que receberam uma proporção de remuneração baseada em ações menor. Dessa vez, a variável REL_ADM mostrou-se significativa e com um coeficiente positivo. Portanto, a divulgação de discursos que expressam um comportamento excessivamente confiante através dos relatórios anuais institucionais, são negativamente relacionados à qualidade da informação contábil.

Em virtude dos resultados apresentados neste trabalho, percebe-se que todas as proxies para o excesso de confiança selecionadas apresentaram algum grau de significância para explicar o gerenciamento de resultados através das atividades operacionais, seja por meio da regressão linear ou pelos testes adicionais. Apesar da divergência nos sinais e da força dos coeficientes, pode-se concluir que as características do mais alto executivo de uma empresa são relevantes em

Tabela 8.2. Resultados da Regressão por Etapas - DVGA

	DVGA									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CONSTANTE	0,2701	0,2138	0,3569	0,1832	0,1746	-0,0625	-0,0076	-0,0307	-0,0139	0,0052
p-valor	0,08373*	0,1887	0,0004***	0,0461**	0,0557*	0,4613	0,8914	0,0125**	0,0866*	0,6571
GENERO						-0,0189	-0,0248			
p-valor						0,7825	0,6621			
REMUNERACAO	2,8882e-09	-5,4180e-09	-6,8374e-09	-9,0237e-09	-8,7561e-09	-1,8742e-09	-1,9409e-09	-1,9977e-09	-2,6353e-09	-3,1419e-09
p-valor	0,5856	0,2857	0,1841	0,0399**	0,0218**	0,0816*	3,57e-08***	0,0001***	0,1402	0,0009***
TEMPO	-0,0009	0,0024	0,0028	0,0031	0,0031	0,0003	0,0008	0,0007		
p-valor	0,5925	0,0510*	0,0204**	0,0084***	0,0089***	0,6855	0,0717*	0,2237		
FORMACAO	-0,0031									
p-valor	0,9024									
EMPREENDEDOR	0,3097	0,2621	0,2544	0,1471	0,1373	0,0754	0,0395	0,0506	0,0333	
p-valor	0,0071***	0,0002***	0,00010***	0,1431	0,1574	0,0924*	0,2537	0,1600	0,2224	
IDADE	-0,0047	-0,0050	-0,0070	-0,0040	-0,0040	0,0001				
p-valor	0,00794***	0,0141**	0,0000***	0,0080***	0,0072***	0,9047				
ACOES	0,2517	0,2921	0,4134	0,2548	0,2598	0,1668	0,0973	0,0943	0,0573	0,0241
p-valor	0,00335***	0,0028***	0,0006***	0,0006***	0,0006***	0,0205**	0,0055***	0,0309**	0,1496	0,6835
GOOGLE	-3,2027e-07	-3,0771e-07	-4,7701e-07	3,9249e-08						
p-valor	0,5980	0,6542	0,5240	0,9342						
FOTO	-0,0060	0,0035								
p-valor	0,5655	0,7663								
VALOR ECONOMICO	-0,0952	-0,0898	-0,1001	-0,0601	-0,0523					
p-valor	0,00182***	0,0251**	0,0063***	0,1252	0,1734					
REL_ADM	0,0234	0,0069	0,0062							
p-valor	0,1781	0,7128	0,7468							
R-quadrado	0,6391	0,5302	0,5332	0,3777	0,3609	0,0974	0,8711	0,1880	0,0215	0,0379
R-quadrado ajustado	0,5055	0,4094	0,4399	0,2999	0,2937	0,0608	0,8680	0,1724	0,0099	0,0035
P-valor(F)	0,0006	0,0007	0,0001	0,0003	0,0002	0,0176	0,0000	0,0000	0,1370	0,0035
E.P. da regressão	2,4097	2,1184	2,2964	0,2999	2,2554	2,6735	2,8812	2,9131	2,5856	3,4846
n	38	45	49	64	64	155	214	214	258	296
Normalidade dos resíduos	21,1319	3,9073	6,1995	2,7538	3,2348	49,5150	56,2866	56,9950	61,2728	1605,16
p-valor	2,57e-05	0,1418	0,0451	0,2524	0,1984	1,77e-11	6e-13	4,2e-13	5e-14	0,0000

termos de qualidade da informação contábil. Esta conclusão é consistente com os pressupostos da Teoria dos Escalões Superiores.

Conforme Kouaib e Jarboui (2016), os achados que relacionam as características dos executivos ao gerenciamento de resultados podem ser relevantes em termos de implicações práticas. Consoante ao trabalho dos autores, os resultados encontrados nesta pesquisa são capazes de ajudar os órgãos de monitoramento, tal como a CVM, a avaliar a qualidade das informações financeiras quando, por exemplo, um CEO com excesso de confiança estiver gerindo determinada empresa. Também, podem ajudar as firmas de auditoria a aprimorar a qualidade de seus trabalhos, especialmente, para restringir o gerenciamento através das atividades operacionais, que não envolvem decisões em termos de escolhas contábeis. Com relação às implicações sociais, conhecendo quais são as características que interferem na gestão dos resultados, a estrutura acionária pode aumentar o grau de controle e mitigar o oportunismo gerencial. Ainda em termos sociais, este trabalho analisou empresas de capital aberto de diferentes ramos e tamanhos, entre elas, instituições cujos serviços são relevantes à população, tal como as de telecomunicações, produtoras e geradoras de energia elétrica e petrolíferas. Portanto, os resultados podem ser úteis, também, como forma de monitoramento por parte da sociedade.

Tabela 8.3. Resultados da Regressão por Etapas - PROD

	PROD								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
CONSTANTE	-0,3268	-0,1308	-0,3471	-0,4701	-0,4165	-0,0934	-0,1639	-0,1203	-0,2539
p-valor	0,3860	0,7380	0,1449	0,0369**	0,0071***	0,5659	0,2997	0,4522	0,0464**
GENERO						-0,1764	-0,1054	-0,1297	
p-valor						0,0940*	0,3176	0,2395	
REMUNERACAO	1,84e-09								
p-valor	0,8503								
TEMPO	-0,0005	-0,0025	-0,0022	-0,0021	-0,0031	0,0009			
p-valor	0,8240	0,4002	0,3941	0,3934	0,1476	0,6437			
FORMACAO	0,0154	-0,0034							
p-valor	0,7935	0,9591							
EMPREENDEDOR	0,1071	0,2269	-0,0674	-0,0659	-0,0887	-0,0423	-0,0466		
p-valor	0,5954	0,3039	0,4099	0,5153	0,3434	0,6019	0,6227		
IDADE	0,0064	0,0048	0,0081	0,0104	0,0088	0,0041	0,0044	0,0039	0,0039
p-valor	0,1751	0,3471	0,0122**	0,0014***	0,0044***	0,1516	0,0452**	0,0763*	0,0796*
ACOES	-0,2375	-0,1279	-0,1861	-0,1731	-0,3112	-0,3139	-0,2539	-0,2958	-0,2383
p-valor	0,1765	0,4287	0,1373	0,1445	0,0118**	0,0732*	0,1004	0,0840*	0,0940*
GOOGLE	2,1481e-06	1,6148e-06	6,3730e-07						
p-valor	0,1819	0,2858	0,6830						
FOTO	-0,0179	-0,0344	-0,0127	-0,0108					
p-valor	0,5230	0,2553	0,6187	0,6227					
VALOR_ECONOMICO	-0,0345	-0,0242	-0,0267	-0,0364	-0,0249				
p-valor	0,2847	0,5568	0,4196	0,3498	0,4676				
REL_ADM	0,0851	0,1024	0,0349	0,0418	0,0371	0,0753	0,0606	0,0706	0,0683
p-valor	0,1645	0,1235	0,2724	0,1905	0,1951	0,0165**	0,0366**	0,0090***	0,0141**
R-quadrado	0,3713	0,2304	0,3150	0,3516	0,3461	0,1350	0,0916	0,0974	0,0854
R-quadrado ajustado	0,1384	0,2304	0,1627	0,2289	0,2527	0,0773	0,0492	0,0660	0,0617
P-valor(F)	0,1617	0,5140	0,0654	0,0171	0,0048	0,0380	0,0641	0,0182	0,0155
E.P. da regressão	1,5113	1,5921	1,5681	1,7349	1,7972	2,7220	2,8367	2,8592	2,8923
n	38	38	45	45	49	97	113	120	120
Normalidade dos resíduos	9,4556	9,5368	11,7727	12,3505	13,1018	52,6956	68,8658	73,9982	78,2001
p-valor	0,0088	0,0085	0,0028	0,0021	0,0014	3,6e-12	1,11e-15	8,54e-17	1,04e-17

5 Considerações finais

A história que introduziu este trabalho mostra que a confiança excessiva de um empresário pode ser determinante na construção e consolidação de um grande império. A confiança teria sido um ingrediente importante para que ele se tornasse um dos empresários brasileiros mais ricos do mundo, e, ainda assim, perder grande parte de sua riqueza.

Este relato evidencia a importância de estudar a relação entre comportamento e contabilidade. Utilizando os modelos de gerenciamento de resultados reais proposto por Roychowdhury (2006), este trabalho mostrou que algumas características do CEO são relevantes para explicar a qualidade da informação contábil. Encontrou-se que a confiança aparentada na sua foto oficial do executivo, assim como a idade e a confiança expressa nos relatórios anuais, aumenta a probabilidade de gestão dos resultados operacionais (GRR). Por outro lado, o fato de o CEO ser fundador da empresa, de ser mais popular, apresentar uma maior proporção de remuneração baseada em ações em relação à remuneração total e as menções de confiança relacionadas ao executivo divulgadas pelo jornal Valor Econômico, reduzem a probabilidade desta prática. Já o tempo de atuação na empresa apresentou sinais divergentes.

Analisando somente os resíduos das extremidades da amostra, ou seja, as empresas que apresentaram níveis de GRR mais elevados, verificou-se a presença de mais variáveis com significância estatística. O tempo em que o executivo atua dentro da empresa e o fato de ser o fundador da mesma, aumentam a probabilidade de gerenciar os resultados em níveis mais elevados. Ao contrário, a idade do executivo, a confiança de acordo com a foto, a formação acadêmica em áreas que não sejam ligadas a finanças e a proporção de ações reduzem essas probabilidades.

Utilizando o método de Regressão por Etapas com a operacionalização de novas regressões, sucessivamente, verificou-se a persistência da proporção de ações em relação a remuneração total e da idade do executivo para explicar o GRR. Por este método, também foi possível analisar o comportamento explicativo do gênero do CEO, uma vez que nos modelos anteriores houve a colinearidade exata desta variável em relação as demais. Além disso, a remuneração total recebida em 2018 e as menções de confiança divulgadas nos relatórios anuais apresentaram relação negativa com a qualidade da informação contábil. Com o intuito de mitigar a inconclusividade da pesquisa no que se refere a divergência de sinais nos resultados encontrados para algumas variáveis, realizou-se um método complementar, denominado Análise de Componentes Principais. Os resultados encontram-se no Apêndice B.

A limitação central da pesquisa encontra-se na alta subjetividade das proxies para o excesso de confiança. A utilização de variáveis inéditas, tal como foi feito, agrega as pesquisas em contabilidade e demonstra que as relações corporativas podem ser estudadas por caminhos diferentes, além dos já analisados por diversos pesquisadores. Entretanto, o ineditismo, sem testes psicométricos que validem o argumento, pode acarretar em algumas adversidades, tal como captar mais de um comportamento ou captar o comportamento errado. Em última circunstância, o modelo utilizado pode ser inválido e incapaz de explicar o fenômeno real. Somado a isso, existe uma imparcialidade inerente do pesquisador, passível de discussão, ao selecionar e coletar as proxies. Por exemplo, a variável Remuneração foi utilizada como sendo a remuneração total recebida pelo CEO no ano de 2018. O comportamento excessivamente confiante representado pela remuneração poderia ser utilizado, também, como sendo somente a remuneração variável, que estaria mais atrelada ao desempenho da organização. Além desta, a proxy Foto, medida através da confiança aparente do executivo, pode não ser correlacionada ao exato nível de sua confiança, uma vez que este comportamento é percebido de maneiras diferentes a cada indivíduo. Ademais, analisar comportamento das pessoas pode envolver juízo de valor por parte do pesquisador.

Vale destacar, também, que o gerenciamento de resultados, tal como o utilizado nesta pesquisa, trata-se, novamente, de uma proxy. Nesse sentido, os modelos para mensurar o gerenciamento de resultado podem não explicar, integralmente, os fenômenos econômicos da realidade ou ignorar alguns aspectos importantes. Entretanto, como afirmam Watts e Zimmerman (1986), um modelo contábil é uma simplificação da realidade, uma abstração. Por fim, alguns executivos têm muito mais a dizer do que outros e seus vieses podem ser mais significativos para explicar o fenômeno estudado (Finkelstein, 1992). De acordo com Hambrick (2007), as características da equipe da alta gerência produzem explicações mais fortes sobre os resultados organizacionais do que o foco habitual apenas no alto executivo.

Concernente às limitações destacadas acima, sugere-se três trajetórias as serem seguidas para pesquisas futuras: realizar medições sobre o comportamento do executivo de maneira mais robusta, com a utilização de exames e avaliações psicológicas; utilizar outras métricas de gerenciamento de resultados com a intenção de identificar a persistência de determinadas características para diferentes medidas de GR; e analisar a relação da equipe gerencial com a qualidade da informação contábil.

6 Referências

- Alfaro, L., Asis, G., Chari, A., & Panizza, U. (2019). Corporate debt, firm size and financial fragility in emerging markets. *Journal of International Economics*, *118*, 1-19.
- Ali, B., & Kamardin, H. (2018). Real Earnings Management: A Review Of Literature And Future Research. *Asian Journal Of Finance Accounting*, *10*(1), 440.
- Alicke, M. D., Klotz, M. L. (1985). Breitenbecher, D. L., Yurak, T. J., & Vredenburg, D. S. (1995). Personal Contact, Individuation, And The Better-Than-Average Effect. *Journal Of Personality And Social Psychology*, *68*(5), 804.
- Apicella, C. L., Dreber, A., & Mollerstrom, J. (2014). Salivary testosterone change following monetary wins and losses predicts future financial risk-taking. *Psychoneuroendocrinology*, *39*, 58-64.
- Arabsheibani, G., De Meza, D., Maloney, J., & Pearson, B. (2000). And A Vision Appeared Unto Them Of A Great Profit: Evidence Of Self-Deception Among The Self-Employed. *Economics Letters*, *67*(1), 35-41.
- Araújo, U. P., Brito, M. J. D., Ribeiro, L. M. D. P., & Lopes, F. T. (2016). Metainterpretação: Quinze anos de pesquisa com o Relatório da Administração. *Revista Contabilidade & Finanças*, *27*(71), 217-231.

- Banerjee, S., Humphery-Jenner, M., Nanda, V., & Tham, M. (2018). Executive overconfidence and securities class actions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *53*(6), 2685-2719.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment. *The Quarterly Journal Of Economics*, *116*(1), 261-292.
- Baron, R. A. (2000a). Counterfactual Thinking And Venture Formation: The Potential Effects Of Thinking About “What Might Have Been”. *Journal Of Business Venturing*, *15*(1), 79-91.
- Baron, R. A. (2000b). Psychological Perspectives On Entrepreneurship: Cognitive And Social Factors In Entrepreneurs’ Success. *Current Directions In Psychological Science*, *9*(1), 15-18.
- Barros, C. M., Soares, R. O., & de Lima, G. A. F. (2013). A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, *7*(19), 27-39.
- Barros, L. A. B. D. C. (2005). *Decisões De Financiamento E De Investimento Das Empresas Sob A Ótica De Gestores Otimistas E Excessivamente Confiantes*. Tese De Doutorado, Universidade De São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Barua, A., Davidson, L. F., Rama, D. V., & Thiruvadi, S. (2010). CFO gender and accruals quality. *Accounting Horizons*, *24*(1), 25-39.
- Beattie, V., & Jones, M. J. (2000). Impression management: the case of inter-country financial graphs. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, *9*(2), 159-183.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2006). Pay without performance: Overview of the issues. *Academy of Management Perspectives*, *20*(1), 5-24.
- Bennedsen, M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2012). Estimating the value of the boss: Evidence from CEO hospitalization events. [*Working paper*].
- Bernoster, I., Rietveld, C., Thurik, A., & Torrès, O. (2018). Overconfidence, Optimism And Entrepreneurship. *Sustainability*, *10*(7), 2233.
- Bortoli, C., & Soares, R. (2019). Executivos Com Maior Sofisticação Financeira São Mais Confiantes E Otimistas?. *Revista De Administração Contemporânea*, *23*(2), 268-287.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO Overconfidence, CEO Dominance And Corporate Acquisitions. *Journal Of Economics And Business*, *59*(5), 358-379.
- Bruine de Bruin, W., Parker, A. M., & Fischhoff, B. (2010). Explaining adult age differences in decision-making competence. *Journal of Behavioral Decision Making*, *25*(4), 352–360.
- Buechel, S., Hahn, U., Goldenstein, J., Händschke, S. G., & Walgenbach, P. (2016). Do enterprises have emotions?. *In Proceedings of the 7th Workshop on Computational Approaches to Subjectivity, Sentiment and Social Media Analysis* (pp. 147-153).
- Busenitz, L. W., & Barney, J. B. (1997). Differences Between Entrepreneurs And Managers In Large Organizations: Biases And Heuristics In Strategic Decision-Making. *Journal Of Business Venturing*, *12*(1), 9-30.
- Callao, S., Jarne, J., & Wroblewski, D. (2014). The Development Of Earnings Management Research: A Review Of Literature From Three Different Perspectives. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowosci*, *79*(135), 135–178.
- Che, L., Hope, O. K., & Langli, J. C. (2020). How Big-4 firms improve audit quality. *Management Science*.
- Child, J. (1974). Managerial and organizational factors associated with company performance part I. *Journal of Management studies*, *11*(3), 175-189.
- CPC 00 (2011). *Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
- Crespim Junior, A. C. (2019). *Superstar CEOs: uma releitura para o mercado brasileiro a respeito da competitividade das companhias do IBOVESPA e a popularidade de seus CEOs* Tese de Doutorado apresentado à Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas.
- Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais*. Tese de Doutorado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina

- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92.
- Dearborn, D. C., & Simon, H. A. (1958). Selective perception: A note on the departmental identifications of executives. *Sociometry*, 21(2), 140-144.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1995). Financial Decision-Making In Markets And Firms: A Behavioral Perspective. *Handbooks In Operations Research And Management Science*, 9, 385-410.
- De Boudt, K., & Thewissen, J. (2019). Jockeying for position in CEO letters: Impression management and sentiment analytics. *Financial Management*, 48(1), 77-115.
- Debruine LM (2002) Facial Resemblance Enhances Trust. Proceedings. *Biological Sciences / The Royal Society* 269: 1307-12.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting Earnings And Cash Flows As Measures Of Firm Performance: The Role Of Accounting Accruals. *Journal Of Accounting And Economics*, 18(1), 3-42.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality Of Accruals And Earnings: The Role Of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(S-1), 35-59.
- Dechow, P.M., 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.
- Domingos, S. B., Ponte, V. M. R., Paulo, E., & de Alencar, R. C. (2017). Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 2.
- Do Nascimento, M. D., Rodrigues, F. F., Albuquerque, P. H. M., & Silva, C. A. T. (2013). Gerenciamento da apresentação: uma análise da utilização de gráficos nos relatórios da administração. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 46-64.
- Dos Reis, E. M., da Cunha, J. V. A., & Ribeiro, D. M. (2014). Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do IBrX-Índice Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(2), 201-223.
- Dos Reis, E. M., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 26(69), 247-260.
- Dunning, D., Griffin, D. W., Milojkovic, J. D., & Ross, L. (1990). The Overconfidence Effect In Social Prediction. *Journal Of Personality And Social Psychology*, 58(4), 568.
- 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 & Accounting*, 30(1), 5-29.
- Evans, D. S., & Leighton, L. S. (1989). Some Empirical Aspects Of Entrepreneurship. *The American Economic Review*, 79(3), 519-535.
- Ferreira, C. F., & Yu, A. S. O. (2003). Todos Acima Da Média: Excesso De Confiança Em Profissionais De Finanças. *Revista De Administração Da Universidade De São Paulo*, 38(2).
- Field, A. (2013). **Discovering statistics using IBM SPSS statistics**. Sage.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 255-307.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management journal*, 35(3), 505-538.
- FMI (2019). *World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019>
- Francis, J. (2001). Discussion Of Empirical Research On Accounting Choice. *Journal Of Accounting And Economics*, 31(1-3), 309-319.
- Galasso A., & Simcoe T.S. (2011). CEO Overconfidence And Innovation. *Management Science* 57(8): 1469-1484.

- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2003). Overconfidence, Investment Policy, And Executive Stock Options, [*Working Paper*], Duke University.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning To Be Overconfident. *The Review Of Financial Studies*, 14(1), 1-27.
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO Selection, And Corporate Governance. *The Journal Of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- Goulart, A. M. C. (2007). *Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil*. Tese de Doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2017). A Corporate Beauty Contest. *Management Science*, 63(9), 3044–3056.
- 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.
- Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive psychology*, 24(3), 411-435.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. Amgh Editora.
- Guillamon-Saorin, E., Garcia Osma, B., & Aerts, W. (2010). Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management. *Universidad Carlos III de Madrid*.
- Gunny, K. A. (2005). What Are The Consequences Of Real Earnings Management? [*Working Paper*], University Of Colorado.
- Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation And Future Performance: Evidence From Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hansson, P., Rönnlund, M., Juslin, P., & Nilsson, L. G. (2008). Adult age differences in the realism of confidence judgments: Overconfidence, format dependence, and cognitive predictors. *Psychology and aging*, 23(3), 531.
- Hayward M.L., Hambrick D.C. (1997). Explaining The Premiums Paid For Large Acquisitions: Evidence Of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*: 103-127.
- Hayward, M. L., Rindova, V. P., & Pollock, T. G. (2004). Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity. *Strategic Management Journal*, 25(7), 637-653.
- Healy, P. M. (1985). The impact of bonus schemes on accounting choices. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 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.
- Heger, S. A., & Papageorge, N. W. (2018). We should totally open a restaurant: How optimism and overconfidence affect beliefs. *Journal of Economic Psychology*, 67, 177-190.
- Hill, A. D., Kern, D. A., & White, M. A. (2014). Are we overconfident in executive overconfidence research? An examination of the convergent and content validity of extant unobtrusive measures. *Journal of Business Research*, 67(7), 1414-1420.
- Hirshleifer D., Low A., Teoh S.H. (2012). Are Overconfident Ceos Better Innovators? *The Journal Of Finance*, 67(4): 1457-1498.
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO Overconfidence And Management Forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204-227.
- Hsieh, T. S., Bedard, J. C., & Johnstone, K. M. (2014). CEO Overconfidence And Earnings Management During Shifting Regulatory Regimes. *Journal Of Business Finance & Accounting*, 41(9-10), 1243-1268.
- Ilieva, V., Bruderer, T., & Drakulevski, L. (2018). “Yes, we know!”(Over) confidence in general knowledge among Austrian entrepreneurs. *PloS one*, 13(5), e0197085.

- Instrução CVM N 480, De 7 De Dezembro De 2009. (2009). *Dispõe Sobre O Registro De Emissores De Valores Mobiliários Admitidos À Negociação Em Mercados Regulamentados De Valores Mobiliários*. Disponível Em < [Http://Www.Cvm.Gov.Br/Export/Sites/Cvm/Legislacao/Instrucoes/Anexos/400/Inst480consolid.Pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/Inst480consolid.pdf)>. Último acesso em 27/01/2019.
- Instrução CVM N 67, de 25 de Junho de 1987. (1987). *Dispõe sobre as condições para a concessão de autorização para a constituição e administração de carteira de títulos e valores mobiliários prevista no Regulamento Anexo III à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987, do Conselho Monetário Nacional*. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst067consolid.pdf>>. Último acesso em 26/12/2019.
- Johnson, D. D., & Fowler, J. H. (2011). The evolution of overconfidence. *Nature*, *477*(7364), 317.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal Of Accounting Research*, 193-228.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics And Biases. *Science*, *185*(4157), 1124-1131.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1996). On the reality of cognitive illusions. Kidd, J. B. (1970). The Utilization Of Subjective Probabilities In Production Planning. *Acta Psychologica*, *34*, 338-347.
- Kos, S. R. (2017). *Influência do desempenho econômico-financeiro sobre o conteúdo emocional evidenciado no relatório da administração*. Tese de Doutorado. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, *39*(1), 163-197.
- Kouaib, A., & Jarboui, A. (2016). Real earnings management in innovative firms: Does CEO profile make a difference? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *12*, 40–54.
- Krumhuber E., Manstead A.S.R., Cosker D., Marshall D., Rosin P.L., & Kappas A. (2007). Facial Dynamics As Indicators Of Trustworthiness And Cooperative Behavior. *Emotion* *7*:730–35.
- Kyle, A. S., & Wang, F. A. (1997). Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test?. *The Journal of Finance*, *52*(5), 2073-2090.
- Lambert, J., Bessière, V., & N'Goala, G. (2012). Does Expertise Influence The Impact Of Overconfidence On Judgment, Valuation And Investment Decision? *Journal Of Economic Psychology*, *33*(6), 1115– 1128.
- Langer, E. J. (1975). The Illusion Of Control. *Journal Of Personality And Social Psychology*, *32*(2), 311.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection And Corporate Valuation. *The Journal Of Finance*, *57*(3), 1147-1170.
- Larwood, L., & Whittaker, W. (1977). Managerial Myopia: Self-Serving Biases In Organizational Planning. *Journal Of Applied Psychology*, *62*(2), 194.
- Lee, J. M., Hwang, B. H., & Chen, H. (2017). Are founder CEOs more overconfident than professional CEOs? Evidence from S&P 1500 companies. *Strategic Management Journal*, *38*(3), 751-769.
- Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1977). Do Those Who Know More Also Know More About How Much They Know. *Organizational Behavior And Human Performance*, *20*(2), 159-183.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B., & Phillips, L. D. (1982). Calibration Of Probabilities. The State Of The Art To 1980. *Organizational Behaviour And Human Performance*, 275-324.
- Lundeberg, M. A., Fox, P. W., Brown, A. C., & Elbedour, S. (2000). Cultural Influences On Confidence: Country And Gender. *Journal Of Educational Psychology*, *92*(1), 152.
- Malatesta, C. Z., Fiore, M. J., & Messina, J. J. (1987). Affect, personality, and facial expressive characteristics of older people. *Psychology and Aging*, *2*(1), 64.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence And Corporate Investment. *The Journal Of Finance*, *60*(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence And The Market's Reaction. *Journal Of Financial Economics*, *89*(1), 20-43.

- Malmendier, U., & Tate, G. (2009). Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics*, *124*(4), 1593-1638.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, *29*(4), 37-60.
- March, J. G., & Shapira, Z. (1987). *Managerial Perspectives On Risk And Risk Taking*. *Management Science*, *33*(11), 1404-1418.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento Dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico Das Companhias Abertas Brasileiras*. Tese De Doutorado, 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).
- Mccarthy, S.M., Schoorman, F.D., & Cooper, A.C. 1993. Reinvestment Decisions By Entrepreneurs: Rational Decision-Making Or Escalation Of Commitment? *Journal Of Business Venturing* *8*(1):9-24.
- Mckenna, F. P. (1993). It Won't Happen To Me: Unrealistic Optimism Or Illusion Of Control?. *British Journal Of Psychology*, *84*(1), 39-50.
- Moore, D. A., & Healy, P. J. (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological review*, *115*(2), 502.
- Moore, P. G. (1977). The Manager's Struggles With Uncertainty. *Journal Of The Royal Statistical Society. Series A (General)*, 129-165.
- Murcia, F. D. R., & Wuerges, A. (2011). Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. *Revista Universo Contábil*, *7*(2), 28-44.
- Murphy, A. H., & Winkler, R. L. (1984). Probability Forecasting In Meteorology. *Journal Of The American Statistical Association*, *79*(387), 489-500.
- Neyland, J. (2020). Love or money: The effect of CEO divorce on firm risk and compensation. *Journal of Corporate Finance*, *60*, 101507.
- Niederle, M., & Vesterlund, L. (2007). Do women shy away from competition? Do men compete too much? *The quarterly journal of economics*, *122*(3), 1067-1101.
- Oliveira, A. M. D. (2017). *Influência dos vieses de excesso de confiança e otimismo sobre gerenciamento de resultados em companhias listadas na BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná
- Olivola, C. Y., Funk, F., & Todorov, A. (2014). Social Attributions From Faces Bias Human Choices. *Trends In Cognitive Sciences*, *18*(11), 566-570.
- Oosterhof, N. N., & Todorov, A. (2009). Shared Perceptual Basis Of Emotional Expressions And Trustworthiness Impressions From Faces. *Emotion*, *9*(1), 128-133.
- Oskamp, S. (1965). Overconfidence in case-study judgments. *Journal of Consulting Psychology*, *29*, 261-265.
- Palich, L.E., & Bagby, D.R. (1995). Using Cognitive Theory To Explain Entrepreneurial Risk-Taking: Challenging Conventional Wisdom. *Journal Of Business Venturing* *10*(6):425-438.
- Paredes, T. A. (2004). Too much pay, too much deference: Is CEO overconfidence the product of corporate governance?. *Washington U. School of Law Working Paper*, (04-08), 02.
- 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, Universidade de São Paulo.
- Phua, K., Tham, T. M., & Wei, C. (2018). Are overconfident CEOs better leaders? Evidence from stakeholder commitments. *Journal of Financial Economics*, *127*(3), 519-545.
- Plous, S. (1993). The Psychology Of Judgment And Decision Making. *Mcgraw-Hill Book Company*.
- Prims, J. P., & Moore, D. A. (2017). Overconfidence over the lifespan. *Judgment and decision making*, *12*(1), 29.
- Prince, M. (1993). Women, Men, And Money Styles. *Journal Of Economic Psychology*.
- Reitenga, A., Buchheit, S., Yin, Q. J., Baker, T. (2002). CEO bonus pay, tax policy, and earnings management. *Journal of the American Taxation Association*, *24*(s-1), 1-23.

- Rezlescu C, Duchaine B, Olivola CY, Chater N. 2012. Unfakeable Facial Configurations Affect Strategic Choices In Trust Games With Or Without Information About Past Behavior. *PLOS ONE* 7:E34293.
- Ricardo, V. S., Barcellos, S. S., & Bortolon, P. M. (2017). Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 11(1), 90.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis Of Corporate Takeovers. *Journal Of Business*, 59, 197–216.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal Of Accounting And Economics*, 42(3), 335-370.
- Ruiz-Verdú, P. (2008). Corporate Governance When Managers Set Their Own Pay. *European Financial Management*, 14(5), 921-943.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91.
- Schwenk, C.R. (1986). Information, Cognitive Biases, And Commitment To A Course Of Action. *Academy Of Management Review* 11(2):298–310.
- Simon, M., Houghton, S. M., & Aquino, K. (2000). Cognitive Biases, Risk Perception, And Venture Formation. *Journal Of Business Venturing*, 15(2), 113–134.
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. D. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305.
- 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*, 13(3), 120-142.
- Souza, A. C. D. (2013). *Gerenciamento de impressão no Brasil: uma análise das mensagens dos presidentes publicadas nos relatórios anuais*. Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade
- Sutherland C.A.M., Oldmeadow J.A., Santos I.M., Towler J., Michael Burt D., & Young AW. (2013). Social Inferences From Faces: Ambient Images Generate A Three-Dimensional Model. *Cognition* 127:105–18.
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky And More Skillful Than Our Fellow Drivers?. *Acta Psychologica*, 47(2), 143-148.
- Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion And Well-Being: A Social Psychological Perspective On Mental Health. *Psychological Bulletin*, 103(2), 193-210.
- Tiger, L. (1979). Optimism: The biology of hope (p. 84).
- Todorov, A., Olivola, C. Y., Dotsch, R., & Mende-Siedlecki, P. (2015). Social Attributions From Faces: Determinants, Consequences, Accuracy, And Functional Significance. *Annual Review Of Psychology*, 66, 519-545.
- Trevelyan, R. (2008). Optimism, Overconfidence And Entrepreneurial Activity. *Management Decision*, 46(7): 986-1001.
- Último Segundo (2013). *Os 60 Mais Poderosos Do Brasil: Eike Batista*. Disponível Em <<https://ultimosegundo.ig.com.br/os-60-mais-poderosos/eike-batista/51f2d8543fc24efa7f000005.html>>. Último Acesso Em 27/01/2019.
- Valor Econômico. (2013). *Todos Os Problemas Da OGX Se Resumem A Um*. Disponível Em <<https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3238532/todos-os-problemas-da-ogx-se-resumem-um>>. Último Acesso Em 27/01/2019.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*.
- Watts, R. L. (1992). Accounting Choice Theory And Market-Based Research In Accounting. *The British Accounting Review*, 24(3), 235-267.
- Weiner B. (1986) An Attributional Theory of Achievement Motivation and Emotion. In: An Attributional Theory of Motivation and Emotion. *SSSP Springer Series in Social Psychology*. Springer, New York, NY
- Wood Junior, T., & de Paula, A. P. P. (2008). Pop-management literature: popular business press and management culture in Brazil. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 25(3), 185-200.

Yermack, D. (2014). Tailspotting: Identifying and profiting from CEO vacation trips. *Journal of financial economics*, **113**(2), 252-269.

A Apêndice. Estatísticas descritivas e correlações

Tabela 6a. Estatísticas descritivas dos resultados da relação entre os resíduos e o excesso de confiança

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
GENERO	38	1	1	1	0
REMUNERAÇÃO	38	0	28.423.000,00	2.980.400,00	5.005.600,00
TEMPO	38	0	56	13,789	12,074
FORMAÇÃO	38	0	1	0,31579	0,47107
EMPREENDEDOR	38	0	1	0,052632	0,22629
IDADE	38	41	78	57,079	8,55
AÇÕES	38	0	0,558	0,10738	0,17313
GOOGLE	38	936	62.000	21.817	38.195
FOTOS	38	3,5	7,6765	5,8225	1,0568
VALOR_ECONOMICO	38	-1	1	0,62651	0,54371
REL_ADM	38	-1	2	1,0481	0,66419
N válido	38				

Fonte: Dados da pesquisa

Estatísticas descritivas, usando as observações 1 – 38

Tabela 6b. Correlação entre as variáveis dos resultados da relação entre os resíduos e o excesso de confiança

	REL_ADM	VALOR_ECONOMICO	FOTO	GOOGLE	AÇÕES	IDADE	TEMPO
REMUNERAÇÃO	-0,0842	-0,072	0,1852	0,607	0,0716	0,12	-0,2109
TEMPO	-0,2691	-0,0516	-0,1758	-0,3037	-0,1733	0,2481	
IDADE	0,01	0,0808	-0,276	0,2378	-0,0104		
AÇÕES	0,2183	-0,0319	0,0833	-0,062			
GOOGLE	-0,0576	0,0444	0,1656				
FOTO	-0,0724	0,0271					
VALOR_ECONÔMICO	0,0095						

Fonte: Dados da pesquisa

Coefficientes de Correlação, usando as observações 1 – 38

Tabela 7a. Estatísticas descritivas dos resultados da relação entre os resíduos nas extremidades e o excesso de confiança

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
GÊNERO	30	1	1	1	0
REMUNERAÇÃO	30	0	28.423.000,00	3.170.700,00	5.544.800,00
TEMPO	30	0	36	12,667	9,3268
FORMAÇÃO	30	0	1	0,36667	0,49013
EMPREENDEDOR	30	0	1	0,033333	0,18257
IDADE	30	41	75	55,733	7,7457
AÇÕES	30	0	0,558	0,09026	0,16486
GOOGLE	30	936	162.000	24.616	42.590
FOTOS	30	3,5	7,4706	5,7701	1,0702
VALOR_ECONOMICO	30	-1	1	0,63309	0,51512
REL_ADM	30	-1	2	1,0512	0,71645
N válido	30				

Fonte: Dados da pesquisa

Estatísticas descritivas, usando as observações 1 – 30

Tabela 7b. Correlação entre as variáveis dos resultados da relação entre os resíduos nas extremidades e o excesso de confiança

	REL_ADM	VALOR_ECONOMICO	FOTO	GOOGLE	AÇÕES	IDADE	TEMPO
REMUNERAÇÃO	-0,1041	-0,1427	0,1827	0,617	0,0302	0,2217	-0,2171
TEMPO	-0,2722	0,0714	-0,1252	-0,3618	-0,1135	-0,0753	
IDADE	0,0595	0,0722	-0,3723	0,3803	-0,0844		
AÇÕES	0,2902	-0,1565	-0,07	-0,0549			
GOOGLE	-0,0622	0,0637	0,1891				
FOTO	-0,0817	-0,0737					
VALOR_ECONOMICO	-0,0005						

Fonte: Dados da pesquisa

Coefficientes de Correlação, usando as observações 1 – 30

Tabela 8a. Estatísticas descritivas dos resultados da relação entre os resíduos do modelo FCO e o excesso de confiança utilizando a Regressão por Etapas

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
FORMAÇÃO	162	0	1	0,40123	0,49167
IDADE	162	29	91	55,062	10,183
N válido	162				

Fonte: Dados da pesquisa

Estatísticas descritivas, usando as observações 1 – 162

Coefficientes de Correlação (IDADE, FORMAÇÃO) = -0,20470724

Tabela 8b. Estatísticas descritivas dos resultados da relação entre os resíduos do modelo DVGA e o excesso de confiança utilizando a Regressão por Etapas

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
REMUNERAÇÃO	296	0	28.423.000,00	1.459.600,00	2.815.300,00
AÇÕES	296	0	0,975	0,081535	0,18862
N válido	296				

Fonte: Dados da pesquisa

Estatísticas descritivas, usando as observações 1 – 296

Coefficientes de Correlação (REMUNERAÇÃO, AÇÕES) = 0,23828452

Tabela 8c1. Estatísticas descritivas dos resultados da relação entre os resíduos do modelo PROD e o excesso utilizando a Regressão por Etapas

	N	Mínimo	Máximo	Média	Dv. Padrão
IDADE	120	34	88	54,475	9,8253
AÇÕES	120	0	0,935	0,10621	0,18692
REL_ADM	120	-1	2	0,91352	0,67051
N válido	120				

Fonte: Dados da pesquisa

Estatísticas descritivas, usando as observações 1 – 120

Tabela 8c2. Correlação entre as variáveis dos resultados da relação entre os resíduos do modelo PROD e o excesso de confiança utilizando a Regressão por Etapas

	REL_ADM	AÇÕES
IDADE	-0,1536	-0,1072
AÇÕES	0,0886	

Fonte: Dados da pesquisa

Coefficientes de Correlação, usando as observações 1 – 120

B Apêndice. Análise de Componentes Principais

Os resultados apresentados no trabalho evidenciaram que todas as variáveis selecionadas para medir o excesso de confiança apresentaram significância estatística para explicar o gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais. Não obstante, em virtude da divergência de sinais dos coeficientes, algumas variáveis apresentaram resultados inconclusivos, não sendo possível afirmar como o excesso de confiança interfere nos diferentes níveis de gestão dos resultados. Uma maneira de mitigar este problema é através do método da Análise de Componentes Principais. A partir deste método, são criados "n" componentes (que necessariamente são menores do que a quantidade de variáveis). Cada componente contém todas as variáveis. A diferença é que o peso de cada variável é diferente para cada componente.

Para a utilização da análise dos componentes principais, inicialmente excluiu as variáveis Valor Econômico e Quantidade de ações. Estas duas variáveis possuem um grande número de casos omissos, o que resultaria em uma amostra muito pequena. Assim, as variáveis usadas no cálculo, no total de nove, foram as seguintes: gênero, remuneração, tempo de mandato, formação do CEO, idade, número de vezes que foi citado no Google, avaliação da fotografia, otimismo do relatório e se o CEO era o fundador da empresa. Na extração do autovalor foi usado o parâmetro superior a unidade, conforme critério de Kaiser (1960 apud Field). Os resultados da análise de componentes principais são melhorados através de um processo denominado rotação. Utilizou-se a técnica Varimax. O escores foram calculados para cada observação a partir do método da regressão, em razão das características da análise.

Apesar da exclusão de duas variáveis com um maior número de omissões, a amostra continuava com problemas em razão da eliminação de observações. A análise de componentes principais excluindo os casos pelo método listwise resultaria em somente 89 observações. Optou-se por usar, para fins de cálculo dos autovalores, o método pairwise, que fazia com que a o número de observações variasse entre 202 a 379. A outra possibilidade, o uso da média para o caso de dados omissos, não foi usada em razão dos seus efeitos.

Para escolher o número de componentes, utilizou-se o critério da raiz latente, ou seja, autovalores maiores que a unidade. Assim, quatro componentes foram obtidos, representando uma variância de 59,918% da variância total.

Tabela 9. Matriz de componente rotativa

	Componente			
	1	2	3	4
GÊNERO	0,176	0,591	0,126	-0,128
REMUNERAÇÃO	-0,047	0,182	0,625	0,252
TEMPO	0,811	-0,014	0,029	0,073
FORMAÇÃO	-0,010	-0,222	0,166	0,753
IDADE	0,765	0,193	0,073	-0,278
GOOGLE	0,043	-0,066	0,829	-0,084
FOTO	-0,055	-0,694	0,023	0,115
REL. ADM	-0,373	0,537	-0,016	0,376
EMPREENDEDOR	0,595	0,063	-0,228	0,456

Fonte: Dados da pesquisa

Método de Extração: análise de Componente Principal

Rotação convergida em 8 iterações.

Componente 1, composto do tempo de mandato, idade e do CEO fundador. Este componente foi denominado de TEMPO. O componente 2 inclui especialmente o gênero, a nota da fotografia, com um sinal negativo, e a redação do relatório da empresa. Chamou-se este componente de SEGURANÇA (?). O terceiro componente, denominado PODER (?) inclui principalmente a remuneração e o número de vezes que o executivo é citado no Google. O quarto componente é a formação do executivo e, em menor escala, se o CEO é fundador. Denominou-se de EDUCAÇÃO.

Foram operacionalizadas três novas regressões lineares, onde os resíduos dos modelos de Roychowdhury (2006) são as variáveis dependentes e os cinco componentes relativos ao “Fator Confiança”, as variáveis independentes. Para estas regressões, foram utilizadas cinco variáveis de controle, conforme Roychowdhury (2006), Bergstresser Philippon (2006), Che, Hope e Langli (2020). A primeira refere-se ao Setor Econômico, que é uma variável dummy representada pelos 10 setores econômicos conforme B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. A segunda variável de controle é a Governança, que se refere a uma variável dummy que é igual a 1 se a empresa dirigida pelo CEO pertence ao nível de governança corporativa Novo Mercado e 0, caso contrário. A terceira é o Retorno sobre o Ativo – ROA – operacionalizada por meio da divisão entre o Lucro Líquido e o Ativo Total. A quarta é o Market to Book – MTB – indicador que mede

a oportunidade de crescimento das empresas, calculado por meio da divisão entre o valor de mercado da empresa e seu Patrimônio Líquido. Por fim, a quinta variável de controle é o logaritmo do Ativo Total. Todos os dados são de 31/12/2018. Na Tabela 10 encontram-se os resultados das regressões.

Tabela 10. Resultado da Regressão Linear

	FCO	DVGA	PROD
Constante	-0,2673	0,0390	0,2385
<i>p-valor</i>	0,0011***	0,6725	0,0762*
COMP1_TEMPO	-0,0056	0,0151	-0,0276
<i>p-valor</i>	0,6944	0,1157	0,1181
COMP2_SEGURANCA	-0,0095	0,0029	0,0275
<i>p-valor</i>	0,5680	0,7472	0,1225
COMP3_PODER	-0,0279	-0,0162	0,0494
<i>p-valor</i>	0,1994	0,1677	0,0359**
COMP4_EDUCACAO	-0,0108	0,0174	-0,0184
<i>p-valor</i>	0,4874	0,1119	0,2135
Setor Econômico	-0,0063	-0,0032	0,0006
<i>p-valor</i>	0,1522	0,2307	0,8906
Governança	0,0051	0,0203	-0,0796
<i>p-valor</i>	0,8346	0,3086	0,0201**
ROA	0,4849	0,2351	-0,2830
<i>p-valor</i>	0,0063***	0,0293**	0,2764
MTB	0,0242	0,0011	-0,0044
<i>p-valor</i>	0,0145**	0,8523	0,6534
Big4	-0,0119	0,0151	0,0683
<i>p-valor</i>	0,7471	0,5131	0,1825
LogAtivo	0,0385	-0,0153	-0,0306
<i>p-valor</i>	0,0023***	0,2558	0,0740*
R-quadrado	0,4063	0,3041	0,2643
R-quadrado ajustado	0,2964	0,1753	0,1255
P-valor(F)	0,0008	0,0214	0,0651
E.P. da regressão	2,0500	1,7741	1,5646
N	65	65	64

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme Tabela 10, o terceiro componente, denominado PODER, foi o único que apresentou significância estatística para explicar o gerenciamento de resultados através das atividades operacionais. As características mais relevantes relacionadas a este componente são as buscas na ferramenta Google e a remuneração total anual, ambos compondo o componente com sinais positivos. Por esse resultado é possível afirmar que a popularidade do executivo, além da remuneração total anual, são duas características, ou proxies, relacionadas ao excesso de confiança que podem explicar a gesto de resultados. Ressalta-se ainda, que a característica relacionada a popularidade apresentou um resultado inconclusivo no trabalho, uma vez que houve divergência de sinal entre os modelos e as diferentes formas de operacionaliza-los. Por lado, a remuneração, além de ser significativa para o modelo DVGA na primeira e terceira análise, apresentou sinais positivos em ambas. Isso mostra a persistência de tal característica no que se refere as práticas de gestão dos resultados

Em relação as variáveis de controle, destaca-se o ROA, logaritmo do Ativo Total e o MTB, que apresentaram significância estatística a 1% e 5%, mostrando que esses três índices financeiros são medidas amplamente importantes quando se deseja analisar a relação entre excesso de confiança e gerenciamento de resultados. Além disso, com os sinais positivos, é possível afirmar que as maiores empresas da amostra, e aquelas que possuem um maior retorno sobre o ativo e uma maior oportunidade de crescimento, são também, as que mais gerenciaram os resultados, ceteris paribus. Em relação oposta encontra-se a variável de controle Governança. O coeficiente negativo e significativo encontrado para o modelo PROD evidencia que as empresas com menor governança corporativa apresentam uma maior probabilidade de gerenciar os resultados através das atividades operacionais, quando todas as demais variáveis permanecem constantes.

Em vista dos resultados apresentados, é possível perceber que, por meio da Análise de Componentes Principais, onde foram criados 4 componentes de relativos ao “Fator Confiança”, alguns resultados inconclusivos do trabalho foram mitigados, tal como a divergência de sinal. Ademais, ainda permanecem as limitações inerentes à pesquisa, principalmente no que se refere a subjetividade das variáveis e coleta e mensuração dos dados.