

Análise do processo de divulgação de resultados da empresa a partir da influência do comportamento dos gestores

1. Resumo

O Objetivo deste artigo é demonstrar como o Gerenciamento de Resultados no campo da Contabilidade e das Finanças é influenciado pelas variabilidades do comportamento humano e pela forma como os gestores tomam decisões, considerando os riscos envolvidos e o atendimento às suas expectativas e necessidades. Foram analisadas teorias da área da Psicologia, Finanças e da própria Contabilidade que abordam os aspectos comportamentais que influenciam o processo de julgamento e escolha do ser humano. Com base nestes estudos foi feita uma abordagem sobre as Finanças Comportamentais, onde é demonstrado que o comportamento do indivíduo também influencia este campo científico, de forma a contrapor as teorias de finanças já tradicionais na área. Em complementação às teorias apresentadas foi introduzido o conceito do Gerenciamento de Resultados com base no trabalho de Ronen & Yaari (2008) como sendo uma estratégia de geração de resultados contábeis definida por critérios gerenciais sobre opções contábeis e fluxos de caixas operacionais. Mas neste presente artigo, foi abordada somente uma parte deste trabalho, no que diz respeito ao tema do “*truth-telling*”, ou seja, **Dizer a Verdade**. O trabalho foi a comparação e o relacionamento dos conceitos das teorias apresentadas com a divulgação de resultados na abordagem do “*truth-telling*”. A constatação desta análise evidenciou que as teorias apresentadas apontam a influência do comportamento do indivíduo no processo de divulgar o desempenho de uma determinada firma, seja por causa do ambiente no qual um determinado mercado se encontra; seja pelos interesses pessoais dos indivíduos; seja pela própria capacidade destes em tomar decisões.

Palavras Chave: Disclosure; Gerenciamento de Resultados; Divulgação de resultado; Finanças Comportamentais.

Linha Temática: Análise das Demonstrações Contábeis

2. Introdução

2.1 Fundamentos / Problema

Segundo Ackaert e Deaves (2010), uma crítica que é aplicada aos modelos tradicionais em Economia e Finanças é que às vezes, estes modelos e teorias são formulados como se o tomador de decisão fosse um indivíduo com capacidade de raciocínio e inteligência ilimitados. Esse mesmo indivíduo consideraria que todas as informações seriam pertinentes e apresentaria a melhor escolha nas circunstâncias de um processo conhecido como otimização restrita. Porém, os autores enfatizam que, os seres

Realização:

humanos normais são imperfeitos e os requisitos de informação são limitados e deficientes.

Em qualquer campo de estudo, em qualquer assunto a ser discutido, o ser humano vai estar envolvido e será o responsável por tomar as decisões necessárias para que processos aconteçam, produtos sejam entregues, informações sejam geradas e comunicadas, resultados sejam alcançados, desvios sejam corrigidos, sucesso ou fracasso sejam determinados. Mas, nem sempre o indivíduo saberá lidar corretamente com as situações e desafios a ele colocados, como mencionado por Ackaert e Deaves (2010). A capacidade de raciocínio do ser humano é limitada, como afirma Hogart (1993), o que o restringe a sua ação e afeta a qualidade de suas decisões.

No ambiente das Finanças, uma nova abordagem passa a ser evidenciada. Em contraponto às tradicionais teorias, Kahneman e Tversky, um dos percussores dos conceitos das Finanças Comportamentais, introduzem em suas pesquisas o aspecto do comportamento do indivíduo, tomador de decisão, e a sua pré-disposição de se expor aos riscos, para demonstrar que estas já consagradas teorias são influenciadas e muitas vezes contestadas pelas particularidades restritas ao comportamental do ser humano. Kimura, Basso e Krautner (2006) vão trazer os enigmas das teorias das finanças, onde comparam as mesmas com o comportamento do mundo real e demonstram que estas duas dimensões entram em contradição.

Diante do contexto apresentado acima, trazemos para a discussão neste artigo o conceito do Gerenciamento de Resultados. Este é um assunto bem abrangente, mas analisando uma vertente importante deste tema, que é a apresentação dos resultados de uma determinada firma para um mercado específico, por exemplo, o estudo se baseia sobre como o comportamento do indivíduo e o processo de decisão atrelado a ele podem influenciar na qualidade e na veracidade das informações divulgadas pela empresa. Estes resultados poderiam ser manipulados? Sempre representarão a verdade sobre o desempenho da firma? O propósito deste artigo é verificar se este processo de divulgação de resultado sofre influência dos aspectos comportamentais do indivíduo, podendo assim distorcer a real situação do desempenho de uma firma.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 Teoria das Decisões Comportamentais

O ambiente de tomada de decisão é regido por diferentes áreas de conhecimento, onde os indivíduos podem atuar e tem como característica uma natureza multidisciplinar. Desta forma, esta linha de pensamento é voltada para analisar os julgamentos e escolhas das pessoas que as levam a tomar decisões diferentes em função de realidades e situações distintas. Segundo Hogart (1993), muitos estudos nesta área foram realizados nas décadas de 50 e 60 e que convergem para o mesmo caminho dizendo que os julgamentos e

Realização:

escolhas dos indivíduos são compatíveis com modelos normativos já existentes nas áreas de Economia e Estatística. Estes modelos destacam em comum três ideias importantes:

- Existem padrões para julgar quão bem as pessoas tomam decisões;
- O processo de tomada de decisão pode ser estudado de forma sistemática;
- É possível construir modelos descritivos de tomada de decisão comportamental

Em 1971, Paul Slovic e Sarah Lichtenstein revisaram essas teorias, complementando com a Teoria de Bayesian, uma referência na área estatística, e editando a publicação “*Bayesian and Regression Approaches to the Study of Human Information Processing Judgment*”, o que mais tarde passaria a ser conhecido pelas siglas **BDT** (*Behavioral Decision Theory*) (SLOVIC, FISCHHOFF, LICHTENSTEIN, 1977). A estrutura do BDT se baseia em estudos realizados sobre Julgamentos, Inferências e Escolhas. Abaixo descrevemos sobre estes conceitos que influenciam o comportamento humano.

Julgamentos e Inferências

- **Julgamento Probabilístico:** Consiste nos esforços do indivíduo perceber, processar e avaliar a probabilidade de eventos incertos. Este esforço está baseado na confiança em modelos normativos em fornecer informações consistentes para tomada de decisão mais precisas.
- **Inferência em Cascata:** Os problemas do dia-a-dia aparecerem em vários estágios com influência de dados e relatórios não confiáveis que eles mesmos provêm. Nesta visão de problemas vindos em momentos diferentes com características diferentes, o conceito a ser considerado é o da Heurística e Enviesamento (*Heuristics and Biase*), analisando situações de interação entre a natureza de uma atividade e a limitação do indivíduo em agir sobre a mesma.
- **Julgamento pela representatividade:** Nesta abordagem, é avaliada o grau de representatividade de uma variável em relação a outra. O quanto uma está diretamente relacionada a outra. Isto gera a intensidade da probabilidade em se tomar decisões, dependendo o quanto uma variável é similar a outra. Quanto mais similar, melhor é a probabilidade de assertividade numa tomada de decisão.

Levando esta análise para uma representatividade no tamanho de amostras de pesquisa, este tamanho não vai ser tão significativo quando há proximidade e similaridade entre as variáveis.

- **Julgamento pela disponibilidade:** Outra forma de avaliar um julgamento se dá pela potencial e recorrência de eventos. Se um evento é de fácil conhecimento ou

Realização:

recordação, dada pela sua probabilidade e recorrência, o julgamento se torna mais fácil.

- **Julgamento pelo ajuste:** É fundamentado no conceito de “ancoragem e ajuste”, onde um ‘ponto de partida ou âncora’ é uma primeira aproximação do julgamento. Ajustes são feitos de forma imprecisa e insuficiente, portanto, é necessário fixar uma referência para sustentar os julgamentos.

Escolhas

O processo de escolha é parte integrante da BDT e, da mesma forma como o Julgamento, é envolto por aspectos de incertezas e probabilidades. Para que a escolha seja fundamentada e sustentada é necessário estruturar o processo da gestão da informação e entender a natureza da tarefa a ser analisada (SLOVIC, FISCHHOFF & LICHTENSTEIN, 1977). Alguns modelos surgiram para auxiliar o processo de escolha:

- **Eliminação pelos Aspectos:** Este modelo define as escolhas a partir da observação das mudanças e características de cada fase de um processo. Nestas etapas, os aspectos são selecionados considerando o grau de importância e relevância. Alternativas insatisfatórias são eliminadas.
- **Descrição do Processo:** Alguns estudos indicam que a estruturação de um processo de informação é o caminho para se coletar e analisar dados de forma consistente. A partir desta estruturação é possível organizar as várias etapas e gerar gráficos e árvores de decisões para suportar as escolhas. A consistência de um processo está relacionada à confiabilidade das informações geradas pelo mesmo. Esta confiabilidade vai influenciar diretamente às escolhas a serem feitas.
- **Script de Processamento:** Este conceito está fundamentado numa definição coerente da sequência dos eventos de um processo, baseados no aprendizado e experiência adquiridos previamente pelos indivíduos.
- **Escolha do Consumidor:** Consiste na escolha a partir da percepção do comportamento do consumidor e que a informação gerada por ele auxilia o processo de análise e escolha.

3.2 Finanças Comportamentais

No campo das finanças, as teorias que analisam e suportam decisões nesta dimensão também são influenciadas e impactadas pelos comportamentos dos indivíduos. Kimura, Basso e Krautner (2006) elaboraram um estudo onde analisam as teorias modernas de Finanças versus o conceito de Finanças Comportamentais. Estes autores

Realização:

citam a discussão dos cinco enigmas em que o comportamento do mundo real entra em conflito com a teoria de finanças.

1. **Volume:** Este enigma pressupõe que os modelos tradicionais de mercado de capitais predizem que deveria haver poucas transações, pois em um mundo no qual os operadores são racionais seria pouco provável que os agentes financeiros comprassem e vendessem ações. Porém, o excesso de confiança e a relação de agência podem influenciar diretamente este volume negociado. Esse comportamento implica nos gestores o incentivo de assumir riscos e obter retornos maiores.
2. **Volatilidade:** a teoria de finanças adere ao conceito de que uma alteração nos preços só aconteceria quando houvesse uma nova informação relevante, porém, o comportamento do mercado demonstra que os preços estão muito mais sensíveis a mudanças, não apenas por novas informações, mas por outras variáveis.
3. **Dividendos:** na legislação americana os dividendos são tributados com uma alíquota maior do que os ganhos de capital, e isso não gera incentivo às empresas a distribuírem dividendos em curto prazo. Porém, o comportamento do mercado mostra o contrário onde os dividendos são distribuídos e ainda as ações são mais valorizadas.
4. **Prêmio das ações:** Os investimentos de longo prazo em ações têm se apresentado muito maiores do que os retornos de longo prazo de títulos sem risco. Isto pode estar relacionado com um viés cognitivo. O comportamento de aversão às perdas direciona os indivíduos a análise de horizontes temporais mais longos com sendo um investimento arriscado mais atraente. Da forma contrária, investimentos em períodos mais curtos, tendem a ser mais arriscado, exigindo maiores taxas de retornos.
5. **Previsibilidade:** a hipótese de mercados eficientes justifica a ideia de que os retornos futuros dos ativos não podem ser previstos a partir das informações disponíveis. Porém, avaliações atuais mostram que, com base em retornos passados ou dados fundamentalistas, é possível melhorar a previsibilidade dos ativos. Isto porque, o excesso de confiança vindo do indivíduo tende a influenciar uma reação nos preços, fazendo com que a informação sobre um investimento seja alavancada.

E quais seriam estes aspectos comportamentais que influenciam nas decisões dos indivíduos e desbancam teorias já estabelecidas? Kimura, Basso e Krautner (2006) descrevem alguns destes aspectos, além dos já discutidos “excesso de confiança” e “aversão a perdas”:

Dissonância Cognitiva – Comportamento do indivíduo em ter a necessidade de procurar uma coerência entre os seus pensamentos e conhecimentos. Quando não há esta coerência, ocorre a dissonância.

Realização:

Inconsistência – está relacionada com a incoerência entre atitudes, ou seja, em um momento age de uma forma e em outro momento age de outra.

Ancoragem e conservadorismo – é o estabelecimento de uma âncora conceitual das percepções do indivíduo, de onde este retira os subsídios para estabelecer estimativas e desta forma serem mais conservadores.

Arrependimento – Está fundamentada em duas premissas: 1 – As pessoas passam por experiências negativas que as levam a situações de frustração e consequente arrependimento; 2 – Quando as pessoas tomam decisões em condições de incerteza, elas tentam evitar situações de arrependimento.

Teoria dos Prospectos – A ser discutida com um pouco mais de detalhes mais a frente, é uma linha que rebate a Teoria da Utilidade Esperada a qual atribui valores de utilidade a componentes. Ela atua no conceito de que aos resultados finais de uma avaliação são atribuídos ganhos e perdas, assim como à probabilidade de um evento é associada ao peso ou ponderação na decisão.

As influências do comportamento citados por Kimura, Basso e Krautner (2006), indicam que os fundamentos da Teoria da Utilidade Esperada são questionáveis quando se analisa a incerteza em cima da utilidade esperada de um elemento e a sua respectiva probabilidade prevista. Neste âmbito, os riscos associados às incertezas influenciam o comportamento dos indivíduos e alteram suas preferências.

Cabe aqui também uma análise alternativa com a Teoria da Firma (JENSEN, MECKLING, 2008). Esta teoria vai defender a ideia de que:

“uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal”

Neste sentido, o interesse do agente tende a ser em prol do seu próprio benefício, visando maximizar os ganhos a serem obtidos. Assim, um indivíduo pode atuar de forma diferente em seu comportamento e decisões e, em algumas situações da forma incorreta, para obter vantagens em uma relação estabelecida.

3.3 Análise de decisão sob risco

Segundo o princípio da Teoria de Utilidade Esperada (TUE) comentado por Ackaert e Deaves (2010), a Utilidade é a satisfação em receber um resultado, sendo este

Realização:

caracterizado por um “pacote de bens”. A teoria consiste em que os indivíduos vão buscar todas as alternativas disponíveis que cubram os seus custos incorridos e maximizem o resultado, frente a um ambiente de incertezas. Os autores acima apresentam uma importante informação ao assunto proposto neste artigo dizendo que, a Economia Neoclássica pressupõe que as pessoas vão maximizar a sua utilidade usando todas as informações completas de um conjunto de opções disponíveis a elas. Estas informações na maioria das vezes não são gratuitas e existirão custos a serem incorridos para obtê-las.

A este contexto incluímos a variável “Risco”, quando o indivíduo ao procurar os meios disponíveis para maximizar sua utilidade, assume os riscos inerentes a estas decisões. Há evidências de que os indivíduos têm aversão aos riscos na maioria das circunstâncias, porém, eles estariam dispostos a assumir riscos se fossem compensados por isso (ACKAERT E DEAVES, 2010). Este risco está associado aos ganhos e perdas aos quais um indivíduo está sujeito quando diante de uma escolha e precisa tomar decisões e a probabilidade de ocorrência dos eventos.

A Teoria dos Prospectos (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979) demonstra uma contrariedade no conceito da TUE em que derruba o entendimento de que a utilidade esperada é atribuída a uma probabilidade prevista. Olhando o exemplo na Tabela 1 abaixo, qual opção (A ou B) seria a melhor nas duas situações:

Tabela 1 – Exemplo de comparação entre situações de probabilidade de escolha

Situação 1	GANHO	PROBABILIDADE
A	10.000	40%
B	4.000	90%

Situação 2	GANHO	PROBABILIDADE
A	10.000	1%
B	4.000	2%

Fonte: Quadro adaptado de Kahneman & Tversky, 1979

Segundo a Teoria da Utilidade Esperada, as opções de maior probabilidade deveriam ter preferência em relação as demais. Porém, o que a Teoria dos Prospectos mostrou, a partir de pesquisas feitas com estudantes de faculdades com problemas hipotéticos foi que, a maioria optou por B na 1ª situação e por A na 2ª situação (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979). Isto demonstrou que as opções variaram não só em função da probabilidade, mas também na expectativa de ganho.

Ao final da explanação da teoria (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979), é ressaltado que os valores atribuídos estão diretamente relacionados às mudanças no comportamento dos agentes e que, os pesos atribuídos às decisões não coincidem com as probabilidades pré-determinadas. Estas anomalias são normalmente corrigidas pelos tomadores de

Realização:

decisão quando estes percebem que suas preferências são inconsistentes, intransitivas e inadmissíveis.

3.4 Gerenciamento de Resultados

O que levaria ou incentivaria um gestor a reportar um resultado (positivo ou negativo) aos acionistas? Primeiramente, vamos abordar o aspecto do gerenciamento de resultados e a tendência dos gestores em reportar a verdade ou não. Após isso, cabe identificar como esta dimensão é influenciada pelas teorias comportamentais e de tomada de decisão apresentadas. Segundo Ronen & Yaari (2008), o Gerenciamento de Resultados ocorre quando os gestores utilizam o julgamento em reportes financeiros e em estruturação de operações para alterar os relatórios financeiros para, tanto enganar as partes envolvidas sobre o desempenho econômico da empresa, quanto para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis reportados. Dentro da obra apresentada por estes autores, a parte a ser discutida aqui neste presente artigo se refere ao item “*truth-telling*”, ou seja, **dizer a verdade**.

Estes autores vão discutir o assunto e analisar a relação entre o emissor e o receptor da informação e a consistência desta última neste ambiente de comunicação. O emissor, no caso “a firma”, detém suas as informações privadas, enquanto o receptor, a partir das informações disponibilizadas, faz as suas análises e toma as decisões. O emissor vai tender a enviar uma mensagem verdadeira o quanto isto for diretamente relacionado ao retorno financeiro que ela for dispor frente à resposta do receptor. Algumas empresas tendem a reportar a verdade aos seus informados, de acordo com as leis gerais estabelecidas. Mas, o que o mercado indica é que seguir as boas práticas nem sempre é fácil e possível para as firmas se manterem.

No Mercado de Capitais alguns cenários induzem as firmas a “dizerem a verdade” (*truth-telling*):

- **Princípio da Divulgação (Disclosure principle)** – Quando a verdade já é conhecida e a estratégia de divulgação está entre a escolha de fazer uma divulgação total ou não fazer nenhuma, a opção deve ser feita pela divulgação total e pela verdade. Originalmente, o Princípio da Divulgação era aplicável a situações onde a divulgação é certificada antecipadamente. Neste caso, as informações seriam omitidas e a verdade preservada. Porém, de forma mais atual, os receptores podem entender que a não divulgação de um resultado pode representar “más notícias” da firma. Ronen & Yaari (2008) relatam que se a divulgação resultar em realização de custos, a não divulgação seria justificável se os benefícios forem menores que o custo incorrido. Se há algumas firmas ignorantes e os investidores não as percebem, elas não podem transparecer que não tem a informação e assim passam despercebidas.

Realização:

Por outro lado, divulgações que geram algum tipo de incerteza tendem a afetar pessoas avessas a risco. Desta forma, os investidores podem se proteger destes riscos e serem mais conservadores. Em outra análise, quando há alguma situação de conflito de interesses entre os emissores e os receptores da informação, esta pode ser deturpada pelos primeiros para que o receptor não seja capaz de decifrá-la.

- **Jogos de Sinalização** – Nesta situação os emitentes atuam com precaução em divulgar informações privadas sobre alavancagem, dividendos e despesas de capital. Num ambiente de “equilíbrio separador”, tendem a divulgar suas informações por completo. Porém, quando o ambiente remete a um “equilíbrio agregador” ou “semi-agregador”, onde uns são honestos e outros não, a tendência é que as informações sejam influenciadas. Analisando o mercado de capitais, numa situação onde existam empresas de baixa qualidade e alta qualidade, os incentivos para divulgar uma informação verdadeira são diferentes entre estas duas naturezas de firmas.

O sucesso do gerenciamento de resultados vai depender da capacidade e perfeição das tecnologias de auditoria em creditar a veracidade dos relatórios apresentados. Estas firmas de auditoria podem confirmar os relatórios e resultados como verdadeiros ou descobrir a verdade sobre relatórios com informações falsas ou tendenciosas. Se as firmas já divulgam resultados negativos, a confirmação destes resultados é certa. Porém a desconfiança pode vir atrelada a divulgação de resultados positivos, onde uma análise mais apurada dever ser feita para confirmação das informações dos resultados. Quando um cenário positivo é apresentado duas situações podem acontecer:

- 1 – ou o relatório é validado e dado como verdadeiro;
- 2 – ou as firmas de auditoria falharam na avaliação em descobrir a verdade.

O fato é, que empresas de baixa qualidade podem se passar por alta qualidade a partir da divulgação de seus resultados, assumindo o risco de serem identificadas ou não. Quanto às empresas que realmente estão no patamar de alta qualidade, estas tentam se diferenciar e se distanciar das de baixa qualidade.

- **Jogos de revelação completa da Verdade** – quando se tem um reporte financeiro “enviesado”, mas esse viés é compreendido no mercado de forma ampla, uma divulgação não verdadeira é de fato revelada e pode se tornar uma divulgação total.
- **Jogos com uma estratégia de equilíbrio randomizada (Aleatória)** – é a situação quando emitente e receptor da informação variam suas escolhas em função das estratégias disponíveis para eles, ou seja, eles alternam entre dizer a verdade e

Realização:

optar por uma divulgação não verdadeira. Segundo o Equilíbrio de Nash, observando o “Dilema dos prisioneiros”, o equilíbrio da estratégia se dará quando for escolhida a opção de confessar e confessar, onde, a melhor estratégia é escolhida por ambos os prisioneiros.

Quadro 1 – Dilema dos prisioneiros

		ESTRATÉGIA DO PRISIONEIRO (B)	
		Silenciar	Confessar
ESTRATÉGIA DO PRISIONEIRO (A)	Silenciar	A - 1 ano preso B - 1 ano preso	A - 15 anos preso B - SOLTO
	Confessar	A - SOLTO B - 15 anos preso	A - 5 anos preso B - 5 anos preso

Fonte – Quadro adaptado de Ronen & Yaari (2008)

O prisioneiro A pode pensar em duas hipóteses:

- Se o Prisioneiro B escolher Silenciar, então, o prisioneiro A pode escolher Silenciar também e assim teria 1 ano de prisão. Se escolher Confessar, o prisioneiro A é solto. Neste caso, Confessar é a melhor opção.
- Se o Prisioneiro B escolher Confessar, então, o prisioneiro A pode escolher Silenciar, porém teria 15 anos de prisão. Se escolher Confessar, o prisioneiro A terá 5 anos de prisão. Neste caso, Confessar é a melhor opção.

Neste caso, a melhor opção independente da decisão do prisioneiro B, seria **Confessar**. Esta estratégia é chamada de “Estratégia Dominante”.

Adotando uma racionalidade igualitária entre ambos os prisioneiros, a percepção do prisioneiro B seria a mesma do prisioneiro A e a melhor opção para ele também seria **Confessar**.

O resultado da Teoria de Nash não é o melhor equilíbrio entre as partes, pois no caso dos prisioneiros, a melhor opção seria os dois silenciarem. Porém, mesmo que eles entrassem em um acordo para silenciar, esse resultado do consenso não seria um resultado de equilíbrio, pois haveria propensão dos mesmos por “quebrar o acordo”. Sua teoria enfatiza que o equilíbrio é um mix de estratégias, considerando que eles detêm as melhores opções, e que nenhuma das partes envolvidas pode melhorá-las agindo isoladamente.

Realização:

Contudo, Ronen & Yaari (2008) vão dizer que a Teoria de Nash não acontece nesta dimensão da estratégia de equilíbrio randomizada, pois no contexto do gerenciamento de resultados, as firmas são propensas a utilizar a estratégia em um momento de reportar a verdade e em outro a estratégia de deturpar os resultados.

No âmbito do mercado de capitais, se o mercado acredita no report, a deturpação do resultado é maior do que dizer a verdade, ou seja, quem reporta o resultado conta com a aprovação do mesmo, independente da veracidade das informações. Mas, se o mercado desconta o relatório, falar a verdade é mais valioso do que a deturpação do resultado. Nisto, consiste a estratégia randomizada, que, hora adota uma posição, hora adota outra.

4. Análise e relação entre as teorias

Iniciamos agora uma discussão sobre a relação e a influência das três primeiras teorias apresentadas nos itens 4.1, 4.2 e 4.3, com o conceito do Gerenciamento de Resultados, item 4.4, na abordagem do *truth-telling*.

A base da discussão consiste em entender os principais pontos das teorias citadas e verificar como o gerenciamento de resultados é afetado pelas decisões comportamentais, pela inserção da parte comportamental na teoria das finanças; e nas decisões tomadas pelos gestores, sob condições de riscos.

Numa primeira análise, há um consenso entre estas quatro dimensões em que, todas elas passam e são direcionadas pelo comportamento do indivíduo, onde estão inseridas as expectativas, necessidades, aversão aos riscos, dentre outras características que permeiam o ser humano. Com exceção da Teoria do BDT, as demais apresentam uma significativa influência da matemática e estatística, onde são apresentadas diversas teorias e soluções por meio de fórmulas e métodos, que por muitas vezes chegam ao final e são ‘derrubadas’ ou ‘questionadas’ quanto aos seus resultados e concluem que as decisões dos indivíduos, baseadas nos seus comportamentos, alteraram os resultados de comprovação destas teorias. Um exemplo é a Teoria dos Prospectos que contrapõem os conceitos da Teoria da Utilidade. No conceito apresentado anteriormente sobre o Gerenciamento de Resultados, onde Ronen & Yaari (2008) afirmam que esta é uma ação em que os gestores usam do seu julgamento e do poder de influência para direcionar os resultados, vamos dividir esta análise nestas duas vertentes. Primeiramente, vamos analisar o uso do julgamento do gestor frente às teorias apresentadas neste artigo fazendo a seguinte pergunta: o que influenciaria o julgamento de um gestor para que ele decida em falar a verdade ou não?

Hogart (1993) destaca as 7 principais ideias sobre a Teoria das Decisões Comportamentais (BDT). Dentre elas, para analisar este princípio do julgamento, há a ideia da **Racionalidade Limitada** onde cita que, a capacidade limitada da mente humana em processar informações, formular e resolver problemas é bem menor comparado ao

Realização:

tamanho dos problemas que requerem soluções relacionadas ao comportamental. Acrescentando a esta discussão uma influência sob o julgamento com o conceito da **“Inferência em Cascata”** apresentado anteriormente, este demonstra que as estruturas e situações em um determinado ambiente são modificadas e influenciadas em vários momentos, e que os problemas surgem em diferentes estágios de um processo e com pesos e características diferentes.

Destas duas abordagens, podemos analisar que, o indivíduo, o qual é limitado na sua capacidade de processar informação e resolver problemas, é exposto constantemente aos problemas que surgem em momentos e em situações diferentes, elevando a dificuldade na execução do seu julgamento sob os fatos. Kimura, Basso e Krautner (2006) pontuam um aspecto do comportamento humano que também vai impactar e acentuar diretamente esta dificuldade do julgamento, que é o aspecto da **Inconsistência**, onde o indivíduo varia de opinião e atitude, dependendo do ambiente que o envolve no momento de sua avaliação. As decisões que tomamos e as conclusões nas quais chegamos são baseadas nos nossos julgamentos sobre eventos incertos, como por exemplo, um novo trabalho, um resultado de uma eleição, a situação atual do mercado (KAHNEMAN, TVERSKY, 1972). Isto demonstra que, o julgamento está fincado em uma base que está constantemente em mudanças, tornando-o suscetível a riscos e falhas.

O conceito da **Ancoragem e Conservadorismo**, citado em diversas teorias e aqui neste trabalho no conceito do *Julgamento pelos Ajustes* (Teoria do BDT) e nos aspectos comportamentais descritos por Kimura, Basso e Krautner (2006), diz que indivíduos tendem a ter um valor de referência que ancora suas percepções e leva-os a tomar decisões conservadoras. Mas, até mesmo estas decisões tomadas pelo princípio da ancoragem podem ser influenciadas e deturpadas, conforme exemplo citado por Slovic (1972), em que radiologistas falhavam em diagnosticar doenças pulmonares a partir do uso de raio-x em 30% das vezes, pois a pesquisa constatou que os radiologistas mudavam sua forma de pensar em 20% das vezes quando viam o mesmo raio-x em duas ocasiões.

Neste sentido, acrescentamos agora o uso de dados, informações e estatísticas disponíveis que auxiliam o julgamento. Observando alguns dos conceitos expostos anteriormente, Julgamento Probabilístico, Julgamento por Disponibilidade, 1ª Etapa da Teoria dos Prospectos, vemos a importância da informação histórica disponível ao indivíduo que passa a ser subsídio para o mesmo analisar, julgar e tomar decisões. Mas, se retomarmos o princípio da Racionalidade Limitada e adicionarmos o fator acima apresentado por Slovic, o julgamento do indivíduo pode apresentar evidências de ineficiência, mesmo tendo os dados e informações disponíveis (sem levar em consideração a qualidade) para auxílio no processo decisório.

Num segundo momento, observemos os meios adotados por um gestor para realizar ações e tomar decisões frente aos eventos e situações. E a pergunta seria: o gestor pondera as consequências de suas decisões, considerando os riscos envolvidos? Vimos

Realização:

na Teoria dos Prospectos que as decisões não consideram somente a probabilidade e os riscos associados, mas também a expectativa do indivíduo em relação ao ganho. Quando falamos de expectativas, falamos de aspectos que são relacionados ao comportamento humano.

No tópico das Finanças Comportamentais, foi abordada a discussão sobre os cinco enigmas sobre o comportamento do mundo real e as teorias de finanças modernas. Percebe-se neste conceito que as decisões tomadas pelos gestores são influenciadas por aspectos comportamentais, como excesso de confiança e aversão ao risco. Ainda neste campo das Finanças, a Teoria da Firma vai dizer que se os indivíduos buscam maximizar suas utilidades, eles tendem a não agir conforme o acordo celebrado entre partes, buscando assim seus próprios interesses. Considerando estes pontos descritos acima, os gestores vão levar em consideração no momento da tomada de decisão não só os aspectos técnicos sobre um assunto, mas também aspectos que influenciam o seu comportamento e estruturam suas expectativas e interesses.

Voltando então ao conceito do Gerenciamento de Resultados, como podemos relacionar a influência do comportamento e as decisões dos gestores com o processo de reportar os resultados da empresa? No Quadro 2 abaixo é ilustrado o Dilema dos Prisioneiros, citado anteriormente, numa abordagem voltada para um determinado mercado de ações.

Quadro 2 – Dilema dos Prisioneiros no Mercado de Capitais

		Estratégia do Mercado	
		Acreditar no Resultado r^G	Não acreditar no Resultado r^G
Estratégias da Firma B	Falar a Verdade	B'	B'
	Manipular o Resultado	$\pi B' + (1-\pi)G' - \lambda$	$\pi B' + (1-\pi)P(r^G) - \lambda$

Fonte: Adaptado de Ronen & Yaari (2008)

Onde,

B = Firms do tipo “Ruim”

G = Firms do tipo “Bom”

B' = Valor da Firma B

G' = Valor da Firma G

π = Probabilidade de detecção da verdade pela auditoria

$P(r^G)$ = Preço das ações das Firms tipo G

λ = custos adicionais da empresa tipo B ser descoberta se passando por empresa tipo A

Neste exemplo, o resultado das escolhas da Firma e do Mercado representa o Preço Esperado para as ações das empresas do Tipo B, considerando que só temos no

Realização:

mercado estes dois tipos de empresa (G e B). Se o Mercado acreditar no resultado apresentado por B, o preço da ação por Manipular o Resultado será maior que o preço por Falar a Verdade.

$$\pi B' + (1-\pi)G' - \lambda > B'$$

Porém, se o Mercado não acreditar no Resultado demonstrado e descontar os custos por descobrir a manipulação, Falar a Verdade será mais vantajoso:

$$B' > \pi B' + (1-\pi)P(rG) - \lambda$$

Ronen & Yaari (2008) afirmam com este exemplo que as firmas, bem como os mercados, não têm definida uma estratégia única, mas que vão alternar suas escolhas, adotando estratégias mistas, em “Falar a Verdade” ou “Manipular os Resultados”, no caso das Firms, e “Acreditar” ou “Não Acreditar” nos Resultados apresentados. Analisando o exemplo acima, a Firma vai estar disposta a incorrer em risco da aceitação ou não dos seus resultados, mediante a capacidade do mercado em perceber qualquer tipo de manipulação e penalizar ou não seus participantes. Quanto menor for a capacidade do mercado em identificar empresas que reportam bons resultados (empresas tipo A), mas são empresas do tipo B, maior será a tendência destas últimas em não dizer a verdade. Se tomarmos o conceito da Teoria da Firma aqui, reforça a tendência dos indivíduos em buscar alternativas para maximizar seus ganhos, mesmo que isso signifique em não dizer a verdade.

Esta posição dos mercados descrita acima é fundamental na tomada de decisão pelas Firms. No item sobre Finanças Comportamentais, nos cinco enigmas apresentamos, vemos que o mercado reage de forma diferente às diversas situações e pontos de discussão das teorias de finanças. Sobre os mercados no conceito dos **Jogos de Sinalização**, Ronen & Yaari (2008) vão dizer que há dos tipos de ambientes nos quais as firmas estão inseridas. Um ambiente chamado por eles de “equilíbrio separador”, no qual as empresas procuram dizer a verdade e apresentar todas as informações possíveis, e outro ambiente caracterizado como “agregador” ou “semi-agregador”, onde as firmas do mercado nem sempre vão buscar a verdade e serem honestas, tentando passar “boas notícias”, mesmo quando elas não são tão boas. Se há diversos tipos de mercados e estes agem de forma distinta, permitindo em certos momentos que as firmas apresentem resultados não verdadeiros, isso reforça o conceito do dilema dos prisioneiros apresentado no exemplo acima, aplicado às ponderações de Ronen & Yaari (2008), onde as firmas vão utilizar de uma estratégia mista para apresentar seus resultados, considerando os riscos associados e a capacidade do mercado em detectar um resultado não real.

Analisando a relação agora pelo lado do responsável pela informação, a Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973) vai enfatizar que um indivíduo que detém uma informação privilegiada em relação ao outro numa negociação, de modo a obter uma vantagem sobre

Realização:

essa relação, caracteriza assim uma informação assimétrica e um dos efeitos gerados nessa situação é o que a Economia vai chamar de “Seleção Adversa”. A Seleção Adversa, também conhecida como “problema dos limões”^[1], vai expressar o conceito de que, o quando uma das partes detém uma informação privilegiada, ela tem a capacidade de influenciar a análise e a decisão da outra parte envolvida na relação. Esta abordagem converge para o exemplo citado sobre o Dilema dos Prisoneiros, na visão do mercado e da firma. No caso do exemplo, foi citado as empresas do tipo B que procuram se passar por empresas do tipo A por meio de manipulação de seus resultados. Esta manipulação nada mais é do que o gerenciamento de informações privadas das firmas, indo de encontro com o conceito proposto pela Seleção Adversa.

As empresas com alta qualidade e diferenciadas no mercado vão procurar alternativas de demonstrar este diferencial e assegurar a sua capacidade e qualidade em gerenciar seus resultados e assim obter vantagens em relação às demais. O Princípio da Divulgação (*Disclosure Principle*) citado anteriormente, complementado com a visão de Mota, Coelho e Queiroz (2014) relata que, informações adicionais e voluntárias, ou seja, informações não exigidas legalmente podem ser disponibilizadas pela empresa como forma de conquistar a confiança dos seus investidores. Os gestores vão preferir divulgar estas informações voluntárias para se diferenciar de empresas de baixa qualidade.

5. Conclusão

Após compararmos os pontos destacados pelas teorias e confrontarmos com o conceito do Gerenciamento de Resultados, podemos observar que, de fato, as informações e resultados que são divulgados pelos que chamamos aqui neste artigo de “gestores”, são fortemente influenciados pelas diversas situações comportamentais às quais os indivíduos estão envolvidos, induzindo-os a distorcer as informações quando necessário. Estas decisões muitas vezes, conforme apresentado nos tópicos de Finanças Comportamentais e de Análise de Decisão sob Risco, são determinadas pelo grau de percepção de Risco (neste caso relacionado à probabilidade em relação à ocorrência do evento) do indivíduo sobre as suas decisões. Este fator é determinante, porém não é único, quando falamos de tomada de decisão. Na Teoria dos Prospectos (KAHNEMAN, TVERSKY, 1979), é identificado que o fator de “expectativa” de ganho ou perda pelo indivíduo, também é considerado pelos tomadores de decisão, ou seja, mesmo com uma probabilidade adversa, os gestores podem optar por uma escolha mais arriscada, em favor de um ganho mais atrativo ou para evitar uma perda maior.

Podemos constatar com este estudo que, os indivíduos vão levar em consideração também suas expectativas e necessidades ao tomar decisões. Isto é evidenciado com a Teoria da Firma trazida a esta discussão, a qual defende que os indivíduos vão buscar maximizar seus ganhos e, muitas das vezes, agir em benefício próprio. Quando analisado o Dilema dos Prisoneiros, em conjunto com o exemplo citado na visão de Ronen & Yaari

Realização:

(2008), também constatamos que, os indivíduos tendem a buscar a melhor opção para satisfazer as suas necessidades e expectativas num determinado contexto situacional aos quais os mesmos são expostos. Analisando o processo de divulgação de resultados, com o viés do “*truth-telling*”, constatou-se que nem sempre os gestores estarão dispostos a relatar a realidade da firma. Isto por que os gestores:

- Podem ser influenciados, pelas características de cada mercado, conforme visto no tópico sobre **Jogos de Sinalização**. Mercados menos exigentes nos aspectos de auditoria e controle, facilitam a manipulação;
- Vão dar preferência aos seus objetivos particulares, conforme o conceito da **Teoria da Firma**;
- Vão alternar suas estratégias em função de suas percepções sobre os riscos de penalização ou de probabilidade de manipulação, conforme indicado no tópico sobre **Jogos com estratégia de equilíbrio randomizada** (Figura 4).
- Vão preferir não divulgar a verdade quando detêm informações privadas e privilegiadas, e assim obter vantagem numa relação, conforme o conceito da **Teoria da Sinalização**.

Sendo assim, ao analisarmos o processo de divulgação de resultados de uma firma, é necessário que se considere (quando possível) nesta análise os aspectos comportamentais dos indivíduos envolvidos, suas expectativas e necessidades, e também o ambiente aos quais os mesmos estão imersos e as características dos mercados aos quais pertencem. Desta forma, a informação disponibilizada pode ser analisada com mais consistência, em busca de uma melhor avaliação dos resultados da firma.

6. Referências bibliográficas

ACKAERT, L.; DEAVES, R. Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making and Markets. Ohio, USA: South-Western, Cengage Learning, 2010.

HOGART, R. Accounting for decisions and decisions for accounting. **Accounting Organizations and Society**, v. 18, n. 5, p. 407-424, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Subjective probability: A judgment of representativeness; **Cognitive Psychology** 3, p. 430-454, 1972.

Realização:

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-292, 1979.

KIMURA, H.; BASSO, L. F. C.; KRAUTER, E. Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna Versus Finanças Comportamentais. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. 1, p. 41-58, 2006.

RONEN, J.; YAARI, V. Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice and Research; New York, USA: **Springer Science Business Media**, p. 293-300, 2008.

SLOVIC, P.; FISCHHAFF, B.; LICHTENSTEIN, S. Behavioral Decision Theory; **Annual Review of Psychology**, n. 28, p. 1-39, 1977.

SLOVIC, P. Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making. **The Journal of Finance**, v. 27, n. 4, p. 779-799, 1972.

SPENCE, M. Job Market Signaling; **The Quarterly Journal of Economics**, v.87, n. 3, p. 355-374, 1973.

MOTA, A.; COELHO, A.; QUEIROZ, L. "Teorias da Informação" e Teoria da Contabilidade: contribuição para tratamento da informação contábil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. **Anais do XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), 2014.

[1] O Problema dos Limões é um exemplo da Seleção Adversa sobre compra e venda de carros usados. Suponha que nesse mercado existem dois tipos de bens: carros usados de alta qualidade (uvas) e os de baixa qualidade (limões). Os compradores estão dispostos a comprar uma "uva" por \$2500 e um "limão" por \$1500, pelo lado dos vendedores uma "uva" só é vendida por \$2200 e um "limão" por \$1200. Os compradores, que não possuem as informações completas sobre a qualidade dos carros, estimam que nesse mercado metade deles são "uvas" e a outra metade, "limões". Dessa forma o preço que eles estão dispostos a oferecer em um carro nesse mercado é de $(0,5) \times 2500 + (0,5) \times 1500$, ou seja, eles estão dispostos a oferecer \$2000 em um carro usado. Os vendedores, que possuem as informações completas sobre seus carros, não venderão carros de alta qualidade por esse preço, só vendendo os "limões". A consequência é que o mercado será inundado por carros usados de baixa qualidade já que a esse preço é muito vantajoso para os donos de "limões" venderem seus carros e extremamente desvantajoso para os donos de "uva", pois os compradores selecionaram "incorretamente" o produto por falta de informação.

Fonte: https://pt.wikipedia.org/wiki/Sele%C3%A7%C3%A3o_adversa

Realização:

