

ARTIGO

Efeito moderador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos

Stephan Klaus Bubeck¹stephanklaus@hotmail.com |  0000-0003-4925-0636Micheli Aparecida Lunardi¹malunardi@furb.br |  0000-0003-0622-928X

RESUMO

Esta pesquisa analisou o efeito moderador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos de companhias abertas brasileiras, sendo analisadas 178 empresas no período 2012-2021. Utilizou-se de estatística descritiva, matriz de correlação e regressões pela técnica GMM. Os resultados apresentaram que gestores entrincheirados com *expertise* financeira aumentam mais rapidamente o CPV e o CT em períodos de crescimento nas vendas, e os reduzem mais lentamente quando as vendas diminuem. Sob a perspectiva da Teoria da Agência, esses resultados sugerem indícios de construção de impérios, o que pode ser prejudicial para a empresa no longo prazo. Este estudo contribui ao trazer uma nova perspectiva sobre os riscos relacionados às características dos gestores, sugerindo que a *expertise* financeira pode ser utilizada como um mecanismo para gestores entrincheirados fortalecerem o seu controle. Desse modo, acionistas podem exigir mecanismos visando promover uma maior vigilância sobre a influência dos gestores na estrutura de custos da empresa.

PALAVRAS-CHAVES:

Comportamento Assimétrico dos Custos. Entincheiramento Gerencial. *Expertise* Financeira do CEO. Teoria da Agência.

¹Universidade Regional de Blumenau,
Blumenau, SC, Brasil

Recebido: 25/01/2024
Revisado: 02/07/2024
Aceito: 17/11/2024
DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2024.1858.pt>



This Article is Distributed Under the Terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International License

The moderating effect of a CEO's financial expertise on the relationship between managerial entrenchment and asymmetric cost behavior

2

ABSTRACT

This research analyzed the moderating effect of the CEO's financial expertise on the relationship between managerial entrenchment and the asymmetric cost behavior of Brazilian public companies, analyzing 178 companies in the period 2012-2021. Descriptive statistics, correlation matrix and regressions using the GMM technique were used. The results showed that entrenched managers with financial expertise increase COGS and TC more quickly in periods of sales growth, and reduce them more slowly when sales decline. From the perspective of Agency Theory, these results suggest signs of empire building, which could be harmful to the company in the long term. This study contributes by bringing a new perspective on the risks related to managers' characteristics, suggesting that financial expertise can be used as a mechanism for entrenched managers to strengthen their control. In this way, shareholders can demand mechanisms to promote greater vigilance over the influence of managers on the company's cost structure.

KEYWORDS

Asymmetric Cost Behavior. Managerial Entrenchment. CEO's Financial Expertise. Agency Theory.

1. INTRODUÇÃO

Diferentemente da visão tradicional de contabilidade de custos, a abordagem da assimetria dos custos considera que as decisões gerenciais afetam o comportamento dos custos das empresas (Anderson et al., 2003; Banker et al., 2018). Pesquisas anteriores identificaram que as decisões dos gestores de manter ou reduzir recursos ociosos em períodos de quedas nas vendas podem ser motivadas por interesses pessoais (Chen et al., 2012; Bugeja et al., 2015; Lopatta et al., 2020; Richartz & Borgert, 2021). Do ponto de vista da Teoria da Agência, onde o principal (proprietário) e o agente (gestor) têm interesses diferentes, as decisões gerenciais surgem do desejo dos gestores de obter benefícios para si mesmos, o que resulta em problemas de agência (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976), como o entrincheiramento gerencial (Salehi et al., 2021).

O entrincheiramento gerencial é um problema de agência que ocorre quando os gestores conseguem preservar seus cargos nas empresas (Morck et al., 1988; Shleifer & Vishny, 1989; Keil et al., 2017), ao se envolverem em práticas que neutralizam as disciplinas de governança corporativa e mecanismos de controle (Shleifer & Vishny, 1989; Lin et al., 2014). A propriedade gerencial, a acumulação do cargo de *Chief Executive Officer* (CEO) e membro do conselho de administração e o tempo de mandato do CEO na empresa são alguns indicativos de que o gestor possa estar entrincheirado no seu cargo (Salehi et al., 2021).

Entre os problemas de agência analisados na literatura sobre comportamento assimétrico dos custos, predominam os estudos sobre a construção de impérios, que se refere à tendência dos gestores de expandir a empresa além de seu tamanho ideal (Chen et al., 2012; Brüggem & Zehnder, 2014; Bugeja et al., 2015; Lopatta et al., 2020). Desse modo, verifica-se como lacuna na literatura a análise do entrincheiramento gerencial como um problema de agência que pode ocasionar no comportamento assimétrico dos custos.

O mercado brasileiro tem como característica uma estrutura de propriedade concentrada (Machado, 2023), o que pode aumentar o risco de entrincheiramento gerencial. Além disso, as companhias abertas, em virtude da separação entre propriedade e controle, fornecem um ambiente

mais propício para o entrincheiramento gerencial do que em outros tipos de organizações (Salehi et al., 2021). Dessa maneira, torna-se relevante a análise do efeito do entrincheiramento gerencial no comportamento assimétrico dos custos no contexto das companhias abertas brasileiras.

Além do exposto anteriormente, compreende-se que a *expertise* financeira do CEO tenha o potencial de moderar a relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos. A *expertise* financeira se refere aos conhecimentos acadêmicos e os advindos da experiência profissional do CEO que sejam relacionados a finanças (Bortoli & Soares, 2021). Em casos de escândalos financeiros, como os da Enron e WorldCom, os gestores, firmemente entrincheirados, utilizaram sua *expertise* financeira para realizar negócios de alto risco, visando apenas à maximização de seus próprios benefícios (Arnold & Lange, 2004). Nesse contexto de problemas de agência, espera-se que o CEO entrincheirado utilize sua *expertise* financeira para buscar interesses pessoais, o que consequentemente traz impactos para a estrutura de custos das empresas.

Torna-se importante a investigação de características pessoais dos CEOs, visto que esses profissionais atuam como tomadores de decisão em relação às estratégias corporativas (Custódio & Metzger, 2014), sendo que suas decisões têm reflexos no comportamento dos custos das empresas (Anderson et al., 2003). Com base no exposto anteriormente, esta pesquisa tem como objetivo avaliar o efeito moderador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos no contexto de companhias abertas brasileiras. O comportamento assimétrico dos custos foi analisado com base no Custo dos Produtos Vendidos (CPV), Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas (DVGA) e Custo Total (CT), que compreende a soma do CPV e da DVGA.

Realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, em uma amostra balanceada de 178 companhias abertas brasileiras no período 2012-2021, sendo os dados analisados por meio de estatística descritiva, matriz de correlação e regressões pelo Método dos Momentos Generalizados. Os resultados apresentaram evidências de que os CEOs entrincheirados e que possuem *expertise* financeira impactam no comportamento assimétrico na direção *sticky cost* para o CPV e o CT. Desse modo, o CPV e o CT aumentam mais rapidamente em períodos de aumentos nas vendas do que reduzem em relação a quedas de mesma proporção nas vendas.

Como contribuição teórica, este estudo oferece uma perspectiva nova sobre os riscos associados às qualificações do CEO, sugerindo que habilidades financeiras podem servir como um mecanismo para o gestor entrincheirado reforçar seu controle, tendo reflexos na estrutura de custos da empresa. Além disso, este estudo contribui ao analisar não somente o comportamento assimétrico dos custos na direção *sticky*, mas também na direção *anti-sticky*, a qual, segundo Ibrahim et al. (2022), ainda é pouco abordada na literatura sobre o comportamento assimétrico dos custos.

De forma prática, os resultados desse estudo podem ser úteis para acionistas, membros de comitês de auditoria e membros de conselhos de administração das organizações, no sentido de estarem mais atentos às características de que o CEO possa estar entrincheirado, como a propriedade gerencial, a dualidade do CEO e o tempo de mandato (Salehi et al., 2021). Além disso, ressalta-se sobre a possibilidade de os gestores entrincheirados utilizarem seu conhecimento financeiro visando aumentar a estrutura da empresa em benefício próprio, como em casos ocorridos na Enron e WorldCom (Arnold & Lange, 2004). Assim, os acionistas podem exigir mecanismos visando restringir o comportamento oportunista do CEO, como a formulação de políticas corporativas que promovam uma maior vigilância sobre a influência dos gestores na estrutura de custos, a fim de resguardar a sobrevivência da empresa no longo prazo e proteger os seus interesses. Este estudo contribui também para auditores, analistas de mercado e órgãos reguladores, no sentido de

que os seus procedimentos de trabalho podem ser incrementados por um melhor entendimento de como os custos se comportam de acordo com o nível de entrincheiramento gerencial e de *expertise* financeira dos CEOs.

2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

As companhias abertas são caracterizadas pela separação entre propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980). Os primeiros a discutir sobre os custos potenciais da separação entre propriedade e controle foram Berle e Means (1932), que analisaram que essa separação daria maior poder aos gestores, aumentando as possibilidades de eles atuarem de maneira oportunista, ao invés de agirem de acordo com os interesses dos acionistas (Saito & Silveira, 2008). Assim, quando os acionistas não possuem um papel ativo na gestão da empresa, surgem os problemas de agência (Healy & Palepu, 2001).

A governança corporativa surgiu como uma resposta ao problema de agência decorrente do conflito de interesses entre acionistas e gestores, visto que ela se preocupa com a necessidade de monitoramento da gestão, objetivando a sobrevivência da empresa no longo prazo e a proteção dos interesses dos acionistas (Salehi et al., 2018). Um mecanismo de governança corporativa relevante para o monitoramento do comportamento dos gestores é o conselho de administração (Eisenhardt, 1989). Os conselhos de administração que possuem membros independentes são considerados um dos mais influentes mecanismos de governança corporativa, no sentido de restringir o comportamento oportunista do gestor (Fama & Jensen, 1983; Salehi et al., 2021).

Entretanto, existem mecanismos pelos quais os gestores podem manter o controle e proteger seus cargos, aumentar o status pessoal e prestígio e diminuir o poder de monitoramento do conselho de administração (Florackis & Ozkan, 2009). Isto é, em decorrência da possibilidade de serem penalizados por causa de seu comportamento oportunista, os gestores podem optar pelo entrincheiramento para proteger sua posição na empresa (Shleifer & Vishny, 1989).

Nesse cenário, o problema de agência resultante do conflito de interesses entre acionistas e gestores é exacerbado quando os gestores estão entrincheirados, pois, através do entrincheiramento, os gestores possuem menor risco de demissão e conseguem preservar seus cargos nas empresas (Morck et al., 1988; Shleifer & Vishny, 1989; Keil et al., 2017). Entre os indícios de que os gestores possam estar entrincheirados, destacam-se a propriedade gerencial, que se refere às ações da companhia em posse dos gestores (Morck et al., 1988; Shuto & Takada, 2010; Beyer et al., 2012), a acumulação do cargo de CEO e membro do conselho de administração (Hu & Kumar, 2004; Florackis & Ozkan, 2009; Lin et al., 2014; Salehi et al., 2018, 2020, 2021) e o tempo de mandato no cargo de CEO (Salehi et al., 2018, 2020, 2021). O entrincheiramento gerencial facilita a busca dos gestores pela construção de impérios (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Aggarwal & Samwick, 2006; Humphery-Jenner, 2012), que se refere à expansão da empresa além de sua capacidade ideal, com o objetivo de aumentar a utilidade pessoal de status, poder, remuneração e prestígio (Jensen, 1986; Chen et al., 2012).

As decisões dos gestores tomadas com base em benefício próprio consequentemente trazem impactos para a estrutura de custos das empresas (Anderson et al., 2003; Chen et al., 2012; Bugeja et al., 2015). Segundo Anderson et al. (2003), uma das razões para a ocorrência do comportamento assimétrico dos custos nas organizações se refere a decisões dos gestores sobre ajustes de recursos que são motivadas por interesses pessoais, como o receio de demitir funcionários familiares ou a perda de status quando uma filial é reestruturada.

Chen et al. (2012) identificaram que o grau de assimetria dos custos aumenta conforme o tempo de mandato do CEO e que diminui nos anos de mudança de CEO ou naqueles imediatamente

antes de sua mudança. Nesse sentido, Chen et al. (2012) argumentam que gestores com poder na empresa possuem maior tendência de buscar a construção de impérios. Desse modo, os gestores aumentam recursos da empresa mais rapidamente em períodos de crescimento nas vendas, mas diminuem mais lentamente os recursos em períodos de reduções nas vendas, o que impacta no comportamento assimétrico dos custos (Chen et al., 2012). Nessa mesma linha, Lopatta et al. (2020) descobriram que gestores com poder estão associados a um maior nível de assimetria nos custos das companhias.

Em relação à acumulação do cargo de CEO e membro do conselho de administração, Ibrahim (2018) trouxe evidências de que essa acumulação de cargos influencia no comportamento assimétrico dos custos das empresas. Dessa maneira, essa acumulação de cargos, em razão da concentração de poder, possibilita que os gestores realizem ajustes nos recursos da companhia de modo que atendam aos seus interesses pessoais (Ibrahim, 2018).

Dierynck et al. (2012) concluíram que os incentivos para atingir ou superar as metas de resultados motivam os gestores a reduzirem os custos laborais em períodos de quedas nas vendas e a não aumentarem esses custos quando as vendas voltam a aumentar. Nesse contexto, Kama e Weiss (2013) também apresentaram evidências de que os incentivos para atingir metas de resultados fazem com que os gestores sejam mais propensos a reduzir recursos ociosos quando as vendas caem, o que impacta no comportamento assimétrico dos custos.

Diante do exposto anteriormente, compreende-se que o gestor que possui ações da companhia (Beyer et al., 2012), ocupante também do cargo de membro do conselho (Lin et al., 2014) e com um longo tempo de mandato na empresa, detém um maior controle sobre o conselho de administração (Salehi et al., 2021). Além disso, os conselhos sem membros independentes se tornam menos efetivos no monitoramento das atividades dos gestores, assim como os conselhos que possuem membros pouco qualificados, o que proporciona aos gestores um ambiente propício para o entrincheiramento (Salehi et al., 2021). Consequentemente, nesse cenário os gestores possuem maior segurança para perseguir interesses pessoais, como buscar a construção de impérios (Chen et al., 2012, Lopatta et al., 2020) ou efetuar cortes acentuados nos custos visando a uma maior remuneração por atingimento de metas pelo resultado (Dierynck et al., 2012; Kama & Weiss, 2013), assim, dando origem ao comportamento assimétrico dos custos. Dessa maneira, formulou-se a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: O entrincheiramento gerencial tem efeito no comportamento assimétrico dos custos.

A *expertise* financeira se refere aos conhecimentos relacionados a finanças, adquiridos ao longo da carreira acadêmica e profissional do gestor (Bortoli & Soares, 2021). Com relação aos fatores da *expertise* financeira que influenciam nas decisões dos profissionais que ocupam o cargo de CEO, a literatura apresenta: (i) a formação acadêmica (Bertrand & Schoar, 2003; Custódio & Metzger, 2014; Bortoli & Soares, 2021); (ii) a experiência no setor financeiro (Bortoli & Soares, 2021; Li et al., 2023); (iii) a experiência como diretor financeiro (Bassouyouny et al., 2020; Bortoli & Soares, 2021; Li et al., 2023); e (iv) o tempo de experiência no cargo de CEO (Custódio & Metzger, 2014; Bortoli & Soares, 2021).

Sob a ótica da Teoria da Agência, compreende-se que o CEO entrincheirado (Shleifer & Vishny, 1989) e que possui *expertise* financeira (Custódio & Metzger, 2014, Bortoli & Soares, 2021) utilize seu conhecimento financeiro em benefício próprio. Nesse contexto, no final da década de 1990, os gestores da Enron, firmemente entrincheirados em virtude dos fracos mecanismos de monitoramento, utilizaram sua *expertise* financeira para realizar negócios de alto

risco, especialmente com a pressão contínua para superar as expectativas trimestrais dos analistas (Arnold & Lange, 2004). As ações empreendidas pelos gestores como parte da estratégia de expansão da empresa inicialmente foram vistas como altamente empreendedoras (Keil et al., 2017). Entretanto, após a falência da empresa, ficou evidente que os gestores haviam planejado a expansão da companhia visando apenas à maximização de seus próprios benefícios (Gillan & Martin, 2007). Outros casos semelhantes como esse ocorreram com as empresas WorldCom e Nortel Networks (Arnold & Lange, 2004).

Dessa maneira, a expansão da empresa além de sua capacidade ideal pode proporcionar benefícios pessoais ao gestor (Jensen, 1986; Chen et al., 2012). Por exemplo, após a aquisição de uma empresa ter sido concluída, o gestor pode argumentar que agora ele possui um domínio maior para administrar e, por isso, deveria ter um aumento na remuneração decorrente do aumento de responsabilidade (Davis et al., 2013). Assim, mesmo em períodos de quedas nas vendas, os gestores podem decidir manter recursos ociosos visando a interesses pessoais, o que resulta em um comportamento assimétrico dos custos para as organizações (Anderson et al., 2003; Chen et al., 2012; Richartz & Borgert, 2021).

Desse modo, entende-se que gestores entrincheirados com *expertise* financeira possuem mais capacidade de tomar decisões visando a interesses pessoais, o que, consequentemente, tem reflexos na estrutura de custos da empresa. Assim, espera-se que a *expertise* financeira do CEO influencie na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos. Diante disso, elaborou-se a segunda hipótese de pesquisa:

H₂: A expertise financeira do CEO modera a relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população consiste nas companhias brasileiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), pertencentes a todos os setores de atuação, com exceção das instituições financeiras, por possuírem regulamentações específicas e terem uma estrutura operacional diferente das empresas não financeiras, o que dificulta a comparabilidade dos resultados (Richartz & Borgert, 2021). O período de análise do estudo envolve os anos de 2012 a 2021.

A Tabela 1 apresenta a composição das empresas da amostra no Painel A. No Painel B é apresentada a composição das empresas da amostra por setor, conforme a classificação *Global Industry Classification Standard* (GICS) da base de dados da *Refinitiv*.

Neste estudo, foi utilizado o painel de forma balanceada. Ao todo, 480 empresas listadas na B3 estavam disponíveis na base de dados da *Refinitiv*. Inicialmente, foram excluídas 79 empresas pertencentes ao setor financeiro. Na sequência, foram excluídas todas as que não apresentaram movimentação em pelo menos um ano do período de análise para as contas de Receita Líquida de Vendas (RLV), Custo dos Produtos Vendidos (CPV) ou Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas (DVGA). Das empresas restantes, foram excluídas aquelas que apresentaram valores negativos para essas contas.

O modelo de assimetria de custos de Anderson et al. (2003) considera o logaritmo da variação dos custos e receitas do período atual em relação ao período anterior. Assim, quando uma empresa

Tabela 1

Empresas da amostra do estudo

7

Painel A - Composição das empresas da amostra		
Empresas	FA	FR
(+) Empresas listadas na B3	480	100,0%
(-) Empresas do setor financeiro	79	16,5%
(=) Subtotal	401	83,5%
(-) Empresas com períodos sem movimento para RLV, CPV ou DVGA	191	39,8%
(-) Empresas com períodos com valores negativos para RLV, CPV ou DVGA	4	0,8%
(-) Empresas com períodos com variação acima de 100% na RLV	28	5,8%
(=) Total	178	37,1%
Painel B - Composição das empresas por setor		
Setores	FA	FR
Assistência médica	5	2,8%
Bens imóveis	17	9,6%
Consumo cíclico	39	21,9%
Consumo não cíclico	20	11,2%
Energia	4	2,2%
Indústria	29	16,3%
Materiais básicos	24	13,5%
Serviços educacionais e acadêmicos	3	1,7%
Serviços de utilidade pública	31	17,4%
Tecnologia	6	3,4%
(=) Total	178	100,0%

Legenda: FA: Frequência Absoluta; FR: Frequência Relativa; B3: Brasil, Bolsa, Balcão; RLV: Receita Líquida de Vendas; CPV: Custo dos Produtos Vendidos; DVGA: Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

não apresenta valores de RLV, CPV ou DVGA em um período, isso inviabiliza também o cálculo da assimetria para o período seguinte. Além disso, a apresentação de valores negativos para as contas de RLV, CPV e DVGA também inviabiliza o cálculo da assimetria do período atual e do período seguinte, visto que não é possível calcular logaritmo sobre valores negativos. Dessa forma, optou-se por calcular o comportamento assimétrico dos custos somente com empresas que apresentaram valores (ou que não apresentaram valores negativos) de RLV, CPV e DVGA durante todo o período de análise.

Ressalta-se que as empresas que não apresentaram valores de RLV, CPV e DVGA se referem àquelas que não estavam listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) em pelo menos um exercício do período de análise. Assim, as demonstrações financeiras dessas empresas nos períodos em que não estavam listadas na B3 não se encontra publicamente disponível.

Com relação à exclusão dos *outliers*, no presente estudo foi considerado como ponto de corte as variações acima de 100% na RLV em relação ao ano anterior, tanto para aumentos quanto para reduções da RLV, conforme adotado por Balakrishnan et al. (2014) e Pamplona et al. (2018). Considera-se que as empresas com variação acima de 100% na RLV tiveram alguma mudança

eventual, como uma fusão ou incorporação, e isso afeta a estrutura de custos e a sua análise naquele período (Pamplona et al., 2018). Desta forma, a amostra balanceada compreendeu 178 empresas, as quais continham as informações necessárias para o período analisado, totalizando 1.780 observações para o período de 2012 a 2021.

3.2. MENSURAÇÃO DO ENTRINCHEIRAMENTO GERENCIAL

Para a mensuração do entrincheiramento gerencial, foi considerado um conjunto de características de governança corporativa, conforme utilizado em estudos anteriores, assim como também características adaptadas de acordo com o contexto do mercado de capitais brasileiro. Na Tabela 2 são apresentadas as variáveis referentes ao constructo do entrincheiramento gerencial.

Estudos utilizaram o percentual de ações em posse do CEO para a mensuração do nível de entrincheiramento gerencial (Hu & Kumar, 2004; Florackis & Ozkan, 2009; Lin et al., 2014). Entretanto, em virtude de essa informação não estar disponível no cenário brasileiro, utilizou-se o total de ações em posse da diretoria (variável ADIR).

A independência do conselho de administração (variável ICON) e a remuneração do conselho de administração (variável RCON) são considerados como indicadores que ajudam a mitigar o nível de entrincheiramento gerencial (Salehi et al., 2021). Com relação à dualidade do CEO (variável DCEO), argumenta-se na literatura que ela diminui a independência e efetividade do conselho e aumenta o poder do CEO (Hu & Kumar, 2004; Lin et al., 2014).

Tabela 2

Variáveis do constructo do entrincheiramento gerencial

Variável	Descrição	SE	Autor(es)
ADIR	Variável calculada pelo número de ações em posse dos membros da diretoria dividido pelo total de ações da companhia.	+	Adaptado de: Hu & Kumar (2004); Florackis & Ozkan (2009); Lin et al. (2014)
ICON	Variável calculada pelo número de membros independentes do conselho de administração em relação ao número total de membros do conselho.	-	Hu & Kumar (2004); Florackis & Ozkan (2009); Salehi et al. (2018, 2020, 2021)
RCON	Variável com base no logaritmo natural da remuneração do conselho de administração.	-	Salehi et al. (2018, 2020, 2021)
DCEO	Variável dicotômica, sendo 1 caso o CEO também for membro do conselho de administração, e 0 (zero), caso contrário.	+	Hu & Kumar (2004); Florackis & Ozkan (2009); Lin et al. (2014); Salehi et al. (2018, 2020, 2021)
ECEO	Variável calculada pela quantidade de anos em que o CEO ocupou o cargo na empresa de forma contínua.	+	Adaptado de: Salehi et al. (2018, 2020, 2021)

Legenda: ADIR: Ações em posse da diretoria; ICON: Independência do conselho de administração; RCON: Remuneração do conselho de administração; DCEO: Dualidade do CEO; ECEO: Quantidade de anos de forma contínua no cargo de CEO; SE: Sinal esperado.

Fonte: elaborado pelos autores.

Em relação ao tempo de empresa no cargo de CEO (variável ECEO), estudos incluíram essa característica nos constructos do entrincheiramento gerencial por meio de uma variável dicotômica. Salehi et al. (2018, 2020, 2021) consideraram que os CEOs com pelo menos três anos de empresa no cargo na categoria 1, e 0 (zero), caso contrário. Para evitar subjetividade no uso da variável dicotômica, optou-se pela mensuração dessa característica através de uma variável contínua.

Para a obtenção de um índice de entrincheiramento gerencial, que abranja todas as cinco variáveis especificadas na Tabela 2, utilizou-se a Análise de Componentes Principais (ACP). Para a operacionalização da ACP, inicialmente, foram coletados os dados das cinco variáveis do constructo do entrincheiramento gerencial por meio dos formulários de referência das companhias abertas e organizados em planilha eletrônica. Na sequência, utilizou-se o *software* Stata® para a importação dos dados e realização da ACP, assim como para os testes de validação da ACP (Estatística *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) e Teste de Esfericidade de *Bartlett*).

A estatística KMO varia entre 0 e 1, e os valores desse teste que indicam se a análise fatorial é apropriada varia entre autores.

Segundo Hair et al. (2009), valores de KMO abaixo de 0,50 são considerados inaceitáveis; entre 0,50 e 0,69, como aceitáveis; e acima de 0,70 são considerados desejáveis. O Teste de Esfericidade de *Bartlett* testa a hipótese de que as variáveis não sejam correlacionadas em uma matriz de correlação, sendo que a hipótese nula indica que o modelo fatorial é inapropriado (Hair et al., 2009).

3.3. MENSURAÇÃO DA *EXPERTISE* FINANCEIRA DO CEO

Para a mensuração da variável de *expertise* financeira do CEO, utilizou-se uma adaptação do modelo de Bortoli e Soares (2021). Na Tabela 3, estão identificadas as variáveis que compõem o constructo da *expertise* financeira do CEO.

Tabela 3

Variáveis do constructo da expertise financeira do CEO

Dimensão	Variável	Mensuração do item
Acadêmica	FF	Variável dicotômica, onde se considera 1 se o CEO possuir formação acadêmica (graduação e/ou pós-graduação) relacionada às finanças (cursos de Administração, Contabilidade, Economia e Finanças), e 0 (zero), caso contrário.
	ESF	Variável dicotômica, onde se considera 1 se o CEO possuir experiência profissional em empresas do setor financeiro, e 0 (zero), caso contrário.
Profissional	EDF	Variável dicotômica, onde se considera 1 se o CEO possuir experiência profissional como diretor financeiro, e 0 (zero), caso contrário.
	EC	Variável contínua, que se refere à quantidade de anos que o CEO possui de experiência nesse cargo.

Legenda: FF: Formação acadêmica em finanças; ESF: Experiência no setor financeiro; EDF: Experiência como diretor financeiro; EC: Anos de experiência no cargo de CEO.

Fonte: Adaptado de Bortoli e Soares (2021).

Os procedimentos para a obtenção de um índice de *expertise* financeira do CEO, apresentados na Tabela 3, foram os mesmos adotados para a mensuração do entrincheiramento gerencial. Desse modo, inicialmente, os dados das variáveis do constructo da *expertise* financeira do CEO foram coletados através dos formulários de referência e organizados em planilha eletrônica. Posteriormente, utilizou-se o *software* Stata® para operacionalização da ACP, assim como da estatística KMO e do Teste de esfericidade de *Bartlett* para a validação do uso da ACP da *expertise* financeira do CEO.

Visto que o constructo da *expertise* financeira do CEO compreende três variáveis dicotômicas (FF, ESF e EDF) e uma contínua (EC), procedeu-se à transformação da variável contínua EC em nominal para uma melhor associação entre os componentes da ACP. Utilizou-se como parâmetro o tempo de experiência em décadas, conforme adotado por Bortoli e Soares (2021). Desse modo, adotou-se “1” para as observações entre 1 e 10 anos, “2” para as observações entre 11 e 20 anos e “3” para as observações acima de 20 anos.

3.4. VARIÁVEIS DE CONTROLE

Como variáveis de controle, utilizou-se o tamanho da empresa (TAM), idade da empresa (IDA) e alavancagem (ALA). A variável TAM foi mensurada com base no logaritmo do ativo total, conforme utilizado em estudos anteriores (Bosch & Blandón, 2011; Richartz & Borgert, 2021). A variável IDA foi calculada por meio da data de fundação da empresa até o ano de 2021. Segundo Chen et al. (2012), as empresas maduras possuem maior tendência de reter recursos ociosos mesmo em períodos de quedas nas vendas, o que resulta no comportamento assimétrico dos custos. A variável ALA foi mensurada pela divisão do passivo total pelo patrimônio líquido. As informações de ativo total, passivo total, patrimônio líquido e idade da empresa foram coletadas através da base de dados da *Refinitiv*.

3.5. PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DOS DADOS

Os procedimentos de análise dos dados foram operacionalizados por meio do *software* Stata®. Inicialmente foram realizados os seguintes procedimentos preliminares: (i) Estatística descritiva e matriz de correlação das variáveis do entrincheiramento gerencial e da *expertise* financeira do CEO; (ii) ACP para agrupamento das variáveis do entrincheiramento gerencial num único índice, assim como das variáveis da *expertise* financeira do CEO; (iii) Testes para validação da ACP (Estatística KMO e Teste de Esfericidade de *Bartlett*); (iv) Estatística descritiva e matriz de correlação das variáveis utilizadas nas regressões.

Na sequência, foram operacionalizadas as regressões das relações das Hipóteses 1 e 2 com base no modelo de Anderson et al. (2003) para a identificação do comportamento assimétrico dos custos. As regressões foram realizadas através do Método de Momentos Generalizados (*Generalized Method of Moments* – GMM) de dados em painel dinâmico Arellano-Bover/Blundell-Bond, utilizado para lidar com problemas de endogeneidade. Esse método se ajusta a um modelo de dados em painel dinâmico linear onde os efeitos não observados no nível do painel são correlacionados com as defasagens da variável dependente (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998).

Para a análise da relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos, conforme delineado na Hipótese 1, foram operacionalizadas as regressões de acordo com a Equação 1.

$$\begin{aligned}
& \log \left\{ \frac{Custos_{i,t}}{Custos_{i,t-1}} \right\} \\
&= \beta_0 + \beta_1 \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} + \beta_2 dRLV * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} + \beta_3 dRLV \\
& * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * EN_{i,t} + \beta_4 dRLV * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * TAM_{i,t} + \beta_5 dRLV \\
& * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * IDA_{i,t} + \beta_6 dRLV * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * ALA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{1}$$

Onde:

Custos = equivale às diferentes variáveis dependentes do estudo (CPV, DVGA e CT);

RLV = Receita líquida de vendas;

dRLV = Variável dicotômica de diminuição da RLV;

EN = Entrincheiramento gerencial;

TAM = Tamanho da empresa;

IDA = Idade da empresa;

ALA = Alavancagem;

= Erro da regressão.

O modelo de Anderson et al. (2003) consiste em capturar as variações nos custos para cada 1% de variação na RLV. Utiliza-se a RLV como aproximação do volume de produção das empresas. A variável dicotômica assume o valor de 1 quando a RLV da empresa i no período t for menor que a RLV do período $t-1$ e, 0 (zero), caso contrário.

O comportamento assimétrico dos custos foi analisado de forma separada com base nas contas de CPV, DVGA e CT (soma do CPV e DVGA). Os valores das contas do CPV, DVGA e RLV foram obtidos na base de dados da *Refinitiv*. Não foram consideradas as despesas financeiras, pois estas não possuem relação direta com o volume de produção, o que pode dificultar a análise do comportamento assimétrico dos custos (Richartz & Borgert, 2021).

O modelo de Anderson et al. (2003) permite a adição de outras variáveis para examinar o efeito no comportamento assimétrico dos custos, mediante termos de interação. Desse modo, em atendimento ao disposto na Hipótese 1, foi inserida no modelo de Anderson et al. (2003) a variável independente do Entrincheiramento Gerencial (EN), multiplicada pela variável dicotômica de diminuição da RLV e pelo logaritmo da variação da RLV, que se refere ao coeficiente β_3 , conforme demonstrado na Equação 1. O mesmo procedimento foi adotado para a inclusão das variáveis de controle TAM, IDA e ALA no modelo.

Os conceitos de comportamento assimétrico de custo *sticky* e *anti-sticky* se referem à maneira como os custos respondem a variações na RLV. Quando os custos apresentam um aumento em relação ao aumento de 1% na RLV maior do que uma redução dos custos em relação à redução de 1% na RLV, apresenta-se o comportamento assimétrico *sticky*. Em outras palavras, os custos são mais resistentes a cair do que a subir. Assim, o comportamento é *sticky* quando o coeficiente β_1 for maior do que a soma dos coeficientes β_1 e β_3 ($\beta_1 > \beta_1 + \beta_3$). Dessa forma, esse comportamento pode ser identificado através do sinal negativo do coeficiente β_3 .

Por outro lado, quando a redução nos custos em relação à redução de 1% na RLV for maior do que o aumento dos custos em relação ao aumento de 1% na RLV, demonstra-se o comportamento assimétrico *anti-sticky*. Nesse sentido, os custos caem mais rapidamente quando a RLV cai, mas

aumentam mais lentamente quando a RLV aumenta. Dessa maneira, o comportamento é *anti-sticky* quando a soma dos coeficientes $\beta 1$ e $\beta 3$ for maior do que o coeficiente $\beta 1$ ($\beta 1 + \beta 3 > \beta 1$). Assim, identifica-se esse comportamento assimétrico com base no sinal positivo do coeficiente $\beta 3$. Para que a Hipótese 1 deste estudo seja aceita, ambos os coeficientes $\beta 1$ e $\beta 3$ devem ser significativos.

Para a análise do efeito moderador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos, de acordo com a Hipótese 2, foram operacionalizadas as regressões conforme representadas pela Equação 2.

$$\begin{aligned} \log \left\{ \frac{Custos_{i,t}}{Custos_{i,t-1}} \right\} &= \beta_0 + \beta_1 \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} + \beta_2 dRLV * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} + \beta_3 dRLV \\ &* \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * (EN * EF)_{i,t} + \beta_4 dRLV * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * TAM_{i,t} + \beta_5 dRLV \\ &* \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * IDA_{i,t} + \beta_6 dRLV * \log \left\{ \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \right\} * ALA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Onde:

EF = *Expertise* financeira do CEO

Em atendimento ao delineado na Hipótese 2, foi realizada a multiplicação da variável da *expertise* financeira do CEO (EF) pela variável EN, pela variável dicotômica de diminuição da RLV e pelo logaritmo da variação da RLV, que se refere ao coeficiente $\beta 3$, conforme demonstrado na Equação 2. A lógica para a identificação do comportamento assimétrico *sticky* e *anti-sticky* é a mesma conforme demonstrado para a Equação 1. Desse modo, para que a Hipótese 2 deste estudo seja aceita, ambos os coeficientes $\beta 1$ e $\beta 3$ devem ser significativos.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva para as variáveis analisadas neste estudo. De modo geral, observa-se que as variáveis deste estudo apresentaram comportamentos semelhantes, como um alto desvio padrão em relação à média. Ressalta-se que a amostra contempla todas as empresas que atenderam aos requisitos necessários para este estudo. Dessa forma, não foi feita diferenciação de porte, tamanho, setor ou quaisquer outras características que pudessem diferenciar uma empresa da outra. Assim, a amostra é heterogênea, o que, dessa maneira, justifica o desvio padrão superior à média apresentado nas variáveis deste estudo.

Tabela 4

Estatística descritiva das variáveis

Painel A: Variáveis dependentes							
Variáveis	Média	DP	Mínima	Máxima	P25	P50	P75
logCPV	0,0263	0,1271	-1,4925	1,4122	-0,0094	0,0314	0,0737
logDVGA	0,0212	0,1163	-1,3039	1,3636	-0,0172	0,0261	0,0673
logCT	0,0261	0,1060	-1,3025	1,0893	-0,0074	0,0307	0,0696
Painel B: Variáveis independentes							
Variáveis	Média	DP	Mínima	Máxima	P25	P50	P75
logRLV	0,0249	0,1136	-1,1804	0,2991	-0,0082	0,0338	0,0721
EN	0,0000	1,2976	-2,4871	8,4539	-0,8225	-0,2161	0,5056
EF	0,0000	1,1794	-1,9220	3,0122	-0,8070	-0,0217	0,2628
Painel C: Variáveis de controle							
Variáveis	Média	DP	Mínima	Máxima	P25	P50	P75
TAM	21,8413	1,8656	16,5333	27,6184	20,5469	21,8990	23,0625
IDA	47,3596	28,4359	2,0000	149,0000	21,0000	48,0000	67,0000
ALA	1,9854	26,6463	-774,1732	412,7411	0,6327	1,2580	2,4199
Painel D: Contas contábeis							
Contas	Total (R\$ Milhões)		Média (R\$ Milhões)		% CT		% RLV
CPV	11.636.104,49		6.537,14		86,53%		70,30%
DVGA	1.811.776,64		1.017,85		13,47%		10,95%
CT	13.447.881,13		7.554,99		100,00%		81,25%
RLV	16.551.637,65		9.298,67		–		100,00%

Observações: 1.780

Legenda: *logCPV*, *logDVGA*, *logCT* e *logRLV*: log da variação ($t/t-1$) do Custo dos Produtos Vendidos (CPV), das Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas (DVGA), do Custo Total (CT) e da Receita Líquida de Vendas (RLV), respectivamente; *EN*: Entrincheiramento Gerencial mensurado por ACP; *EF*: Expertise Financeira do CEO mensurada por ACP; *TAM*: Tamanho da empresa; *IDA*: Idade da empresa; *ALA*: Alavancagem; *DP*: Desvio Padrão; *P*: Percentil.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A Tabela 5 demonstra a matriz de correlação de *Pearson* (eixo inferior) e de *Spearman* (eixo superior) para as variáveis das relações investigadas nesta pesquisa.

Ressalta-se que nos apêndices I, II e III são apresentadas a estatística descritiva, matriz de correlação e a análise de componentes principais referentes ao entrincheiramento gerencial, respectivamente. Os apêndices IV, V e VI exibem estatística descritiva, matriz de correlação e a análise de componentes principais correspondentes à *expertise* financeira do CEO, respectivamente.

Tabela 5

Matriz de correlação

Variáveis	logCPV	logDVGA	logCT	logRLV	EN	EF	TAM	IDA	ALA
logCPV	1	0,42***	0,94***	0,84***	-0,04*	0,03	0,14***	-0,05**	0,07***
logDVGA	0,35***	1	0,60***	0,50***	-0,04*	0,03	0,13***	-0,07***	0,06***
logCT	0,95***	0,52***	1	0,86***	-0,05**	0,03	0,17***	-0,06**	0,08***
logRLV	0,79***	0,44***	0,83***	1	-0,05**	0,04*	0,14***	-0,03	0,08***
EN	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	1	-0,30***	-0,37***	0,13***	-0,14***
EF	0,00	0,02	0,02	0,00	-0,31***	1	0,14***	-0,15***	0,10***
TAM	0,11***	0,07***	0,12***	0,12***	-0,38***	0,14***	1	-0,23***	0,44***
IDA	-0,04	-0,06***	-0,05*	-0,03	0,17***	-0,16***	-0,20***	1	-0,09***
ALA	0,00	0,01	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,03	-0,01	1

Nota: ***significância a nível de 1%; **5%, *10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

4.2. EFEITO DO ENTRINCHEIRAMENTO GERENCIAL NO COMPORTAMENTO ASSIMÉTRICO DOS CUSTOS

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões da relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos.

Tabela 6

Regressões da relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos

Variáveis	Dependente = logCPV		Dependente = logDVGA		Dependente = logCT	
	Coefficiente	z	Coefficiente	z	Coefficiente	z
Constante	0,0009	0,22	0,0137***	2,75	0,0027	0,86
logRLV	0,9213***	17,06	0,3556***	5,23	0,8120***	19,81
d-logRLV	-1,1608**	-2,44	-1,9291***	-3,20	-1,5798***	-4,36
d-EN	0,0789**	2,08	0,0403	0,83	0,0527*	1,81
d-TAM	0,0519**	2,33	0,0840***	2,98	0,0657***	3,87
d-IDA	-0,0007	-0,45	0,0037*	1,83	0,0019	1,53
d-ALA	-0,0031**	-2,28	-0,0004	-0,24	-0,0016	-1,57
Wald chi2	1.042,47		184,74		1.311,72	
Prob > chi2	0,0000		0,0000		0,0000	

Nota: ***significância a nível de 1%; **5%; *10%.

Legenda: d-logRLV: Variável dicotômica de diminuição da RLV multiplicada pelo log da variação ($t/t-1$) da RLV; d-EN, d-TAM, d-IDA e d-ALA: Variáveis do entrincheiramento gerencial (EN), tamanho da empresa (TAM), idade da empresa (IDA) e alavancagem (ALA) multiplicadas pela variável dicotômica de diminuição da RLV e pelo log da variação ($t/t-1$) da RLV, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A variável independente d-EN apontou significância para as relações com as variáveis dependentes logCPV e logCT. Desse modo, constata-se que o entrincheiramento gerencial impacta no comportamento assimétrico do CPV e do CT, sendo identificado o comportamento *anti-sticky* em ambas as situações. Assim, entende-se que quanto maior for o nível de entrincheiramento gerencial, maior é a redução do CPV e do CT frente a reduções na RLV. Tais achados, portanto, tornam a Hipótese 1 deste estudo aceita.

A Tabela 7 apresenta um resumo dos resultados referentes ao impacto do entrincheiramento gerencial no comportamento assimétrico das três variáveis dependentes analisadas nesta pesquisa.

Tabela 7

Resumo do impacto do entrincheiramento gerencial no comportamento assimétrico dos custos

Variáveis dependentes	Variação de 1% na RLV			Comportamento Assimétrico	Conclusão Hipótese 1
	Aumento logRLV (i)	Redução d-EN (ii)	Total (i + ii)		
logCPV	0,9213***	0,0789**	1,0002**	<i>Anti-sticky</i>	Aceita
logDVGA	0,3556***	0,0403	0,3959	Não significativo	Rejeitada
logCT	0,8120***	0,0527*	0,8647*	<i>Anti-sticky</i>	Aceita

Nota: ***significância a nível de 1%; **5%; *10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme delineado na Hipótese 1, gestores entrincheirados possuem maior segurança para buscar interesses pessoais, como a construção de impérios (Chen et al., 2012; Lopatta et al., 2020) ou efetuar cortes de forma mais acentuada objetivando uma maior remuneração por atingimento de metas pelo resultado (Dierynck et al., 2012; Kama & Weiss, 2013), o que consequentemente pode trazer reflexos no comportamento dos custos das empresas (Anderson et al., 2003). Como a busca pela construção de impérios está relacionada à expansão da empresa além de sua capacidade ideal, o efeito no comportamento dos custos ocorre de forma *sticky*, ou seja, os custos aumentam mais rapidamente para aumentos na RLV do que reduzem em relação a quedas na RLV de mesma proporção (Chen et al., 2012; Ibrahim et al., 2022).

Já os cortes realizados de forma mais acentuada visando a maior remuneração por atingimento de metas pelo resultado ocasiona no comportamento assimétrico na direção *anti-sticky*, onde os custos reduzem mais rapidamente em relação a quedas na RLV do que aumentam para crescimento na RLV de mesma proporção (Kama & Weiss, 2013; Ibrahim et al., 2022). Observa-se que, nos resultados das relações do entrincheiramento gerencial com o comportamento assimétrico dos custos, não foram constatados indícios de construção de impérios, visto que o CPV e o CT apresentaram comportamento *anti-sticky*, e a DVGA não apresentou significância.

Neste estudo, o entrincheiramento gerencial foi mensurado incluindo duas características do conselho de administração: a independência do conselho e a remuneração do conselho, as quais ajudam a mitigar o nível de entrincheiramento do CEO (Salehi et al., 2021). Sob a perspectiva da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), uma possível explicação para o comportamento *anti-sticky* do CPV e do CT pode se dar em função do monitoramento efetivo do conselho de administração sobre as atividades do CEO, dificultando, dessa forma, a busca pela construção de impérios. Nesse contexto, um CEO entrincheirado pode ter mais dificuldade de argumentar para membros do conselho de administração qualificados sobre uma expansão da empresa que não seja benéfica aos interesses dos acionistas (Salehi et al., 2021).

Assim, o CEO entrincheirado pode se utilizar de outros meios para buscar benefícios pessoais. Por exemplo, o CEO pode reduzir gastos de produção de forma mais acentuada em períodos de queda na RLV, em virtude do menor monitoramento pelo conselho de administração dos gastos com CPV do que os gastos com DVGA, visando obter benefícios próprios, como uma maior remuneração decorrente do atingimento de metas pelo resultado (Dierynck et al., 2012; Kama & Weiss, 2013). Ressalta-se que, apesar de aumentar o resultado da empresa no curto prazo, os cortes no CPV promovidos pelo CEO podem se mostrar prejudiciais quando a RLV voltar a aumentar, uma vez que para aumentos na RLV são necessários reinvestimentos, que impactam no aumento significativo do CPV.

A não significância do efeito do entrincheiramento gerencial no comportamento assimétrico da DVGA também pode estar relacionada a um efetivo controle do conselho de administração sobre o comportamento do CEO. Os gastos relacionados à DVGA normalmente compreendem despesas de publicidade e P&D, comissões e despesas de viagens (Chen et al., 2012), sendo gastos mais fáceis de monitoramento pelo conselho de administração do que os gastos do CPV, visto que este último compreende diversas contas relacionadas à produção. Com isso, o CEO pode se ver forçado pelo conselho de administração a adequar os gastos com DVGA conforme as variações na RLV.

4.3. EFEITO MODERADOR DA EXPERTISE FINANCEIRA DO CEO NA RELAÇÃO ENTRE ENTRINCHEIRAMENTO GERENCIAL E COMPORTAMENTO ASSIMÉTRICO DOS CUSTOS

A Tabela 8 demonstra os resultados das regressões do efeito moderador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos.

Tabela 8

Regressões do efeito moderador da expertise financeira do CEO

Variáveis	Dependente = logCPV		Dependente = logDVGA		Dependente = logCT	
	Coefficiente	z	Coefficiente	z	Coefficiente	z
Constante	0,0011	0,28	0,0140***	2,79	0,0032	1,01
logRLV	0,9200***	17,00	0,3538***	5,21	0,8078***	19,69
d-logRLV	-1,0768**	-2,25	-1,8858***	-3,11	-1,5013***	-4,12
d-(EN*EF)	-0,0602**	-2,14	-0,0284	-0,79	-0,0515**	-2,42
d-TAM	0,0464**	2,07	0,0812***	2,86	0,0610***	3,57
d-IDA	-0,0005	-0,33	0,0039*	1,91	0,0019	1,62
d-ALA	-0,0028**	-2,01	-0,0003	-0,15	-0,0013	-1,28
Wald chi2	1.040,08		184,81		1.314,77	
Prob > chi2	0,0000		0,0000		0,0000	

Nota: ***significância a nível de 1%; **5%; *10%.

Legenda: d-logRLV: Variável dicotômica de diminuição da RLV multiplicada pelo log da variação ($t/t-1$) da RLV; d-EN, d-EF, d-TAM, d-IDA e d-ALA: Variáveis do entrincheiramento gerencial (EN), expertise financeira do CEO (EF), tamanho da empresa (TAM), idade da empresa (IDA) e alavancagem (ALA) multiplicadas pela variável dicotômica de diminuição da RLV e pelo log da variação ($t/t-1$) da RLV, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

A interação $d-(EN*EF)$ demonstrou significância para as relações com as variáveis dependentes $\log CPV$ e $\log CT$. Dessa maneira, conclui-se que a *expertise* financeira do CEO atua como moderadora na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico do CPV e do CT, sendo identificado o comportamento *sticky* em ambas as situações. Assim, quanto maior for o nível do efeito moderador da *expertise* financeira nessa relação, maior é o aumento do CPV e do CT frente a aumentos na RLV. Dessa maneira, aceita-se a Hipótese 2 desta pesquisa.

A Tabela 9 apresenta um resumo dos resultados referentes ao impacto da moderação da *expertise* financeira do CEO no comportamento assimétrico das três variáveis dependentes analisadas nesta quarta etapa da pesquisa.

Tabela 9

Resumo do impacto do efeito moderador da expertise financeira do CEO

Variáveis dependentes	Variação de 1% na RLV			Comportamento Assimétrico	Conclusão Hipótese 2
	Aumento	Redução			
	logRLV (i)	d-(EN*EF) (ii)	Total (i + ii)		
logCPV	0,9200***	-0,0602**	0,8598***	<i>Sticky</i>	Aceita
logDVGA	0,3538***	-0,0284	0,3254	Não significativo	Rejeitada
logCT	0,8078***	-0,0515**	0,7563**	<i>Sticky</i>	Aceita

Nota: ***significância a nível de 1%; **5%; *10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme os resultados apresentados para as Hipóteses 1 e 2, verifica-se que há um padrão de comportamento dos custos para as três variáveis dependentes deste estudo (CPV, DVGA e CT). Especificamente a respeito do CPV e do CT, a relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dessas duas variáveis sofre mudança de direção (de *anti-sticky* para *sticky*) quando o CEO entrincheirado possui *expertise* financeira. Uma explicação para o fato de que essas variáveis acompanharam a mesma direção nos resultados das duas hipóteses se dá em razão de que o CPV compreende a maior parte do CT.

De acordo com o exposto na Hipótese 2, sob a ótica da Teoria da Agência, entende-se que o CEO entrincheirado (Shleifer & Vishny, 1989) e que possui *expertise* financeira (Custódio & Metzger, 2014; Bortoli & Soares, 2021) tenha mais condições de tomar decisões que beneficiem seus interesses pessoais, em razão de seu conhecimento financeiro, conforme ocorrido em casos de escândalos financeiros conhecidos como os da Enron e WorldCom (Arnold & Lange, 2004). Desse modo, esse perfil de CEO tem maiores condições para buscar a construção de impérios, o que impacta no comportamento assimétrico dos custos na direção *sticky* (Chen et al., 2012), o qual foi identificado nos resultados da Hipótese 2, conforme demonstrado na Tabela 9.

Dessa maneira, os resultados apresentados na Hipótese 2 apontam que gestores entrincheirados e que possuem *expertise* financeira aumentam mais rapidamente os gastos de produção do que reduzem para variações na RLV de mesma proporção. Assim, esses resultados sugerem indícios de construção de impérios, de acordo com a perspectiva da Teoria da Agência (Jensen, 1986; Chen et al., 2012; Lopatta et al., 2020).

Em relação à variável dependente DVGA, não houve evidências que a *expertise* financeira do CEO atue como moderadora na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos. Esse resultado está de acordo com o apresentado na Hipótese 1, onde também não foi constatada significância para a DVGA, o que reforça o argumento desse tipo de gasto ser de mais fácil monitoramento pelo conselho de administração do que os gastos de produção. Consequentemente, os CEOs se veem forçados a adequar os gastos com DVGA de acordo com as variações na RLV.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo avaliar o efeito moderador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos de companhias abertas brasileiras. Para isso, foram analisadas 178 empresas no período 2012-2021 por meio de estatística descritiva, matriz de correlação e regressões pelo Método dos Momentos Generalizados.

A relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos apresentou significância na direção *anti-sticky* para o CPV e o CT. Já o efeito moderador da *expertise* financeira do CEO nessa relação também apresentou significância para a assimetria do CPV e do CT, contudo, nesse caso foi identificado o comportamento assimétrico na direção *sticky*. Desse modo, gestores entrincheirados e que possuem *expertise* financeira aumentam mais rapidamente o CPV e o CT em períodos de crescimento na RLV do que diminuem em relação a períodos quando a RLV diminui. Assim, sob a ótica da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), esses resultados sugerem indícios de construção de impérios (Chen et al., 2012; Lopatta et al., 2020), e isso pode se mostrar prejudicial para a sobrevivência da empresa no longo prazo (Jensen, 1986).

De forma teórica, este estudo traz uma nova perspectiva sobre os riscos relacionados às características dos gestores, sugerindo que o conhecimento financeiro pode ser utilizado como um mecanismo para o gestor entrincheirado fortalecer o seu controle, o que consequentemente impacta na estrutura de custos da empresa. De forma prática, este estudo serve para acionistas, membros de conselhos de administração e membros de comitês de auditoria compreenderem melhor sobre as características de que o seu CEO possa estar entrincheirado, assim como sobre a possibilidade de gestores entrincheirados que possuem *expertise* financeira utilizarem seu conhecimento financeiro visando a benefícios pessoais, como em casos ocorridos na Enron e WorldCom (Arnold & Lange, 2004). Desse modo, os acionistas podem exigir mecanismos com o objetivo de restringir o comportamento oportunista dos gestores, tais como a formulação de políticas corporativas que promovam uma maior vigilância sobre a influência dos gestores na estrutura de custos da empresa.

Este estudo apresenta algumas limitações. Em relação à mensuração do entrincheiramento gerencial, ressalta-se a possibilidade de o CEO estar entrincheirado em situações que não podem ser capturadas. Um exemplo disso é a nomeação de um membro do conselho de administração que seja próximo do CEO. Outra limitação desta pesquisa se refere à utilização da RLV como aproximação do volume, visto que, neste caso, a variação dos preços não é considerada.

Como recomendação para estudos futuros, sugere-se a análise das relações investigadas neste estudo, separando as amostras entre empresas familiares e não familiares, com o objetivo de verificar se o efeito do entrincheiramento gerencial no comportamento assimétrico dos custos ocorre de forma diversa entre essas empresas. As empresas familiares possuem atributos que as distinguem das não familiares e que podem afetar o comportamento dos custos. Por exemplo,

elas sofrem menos com conflitos entre acionistas e gestores e demonstram forte motivação para preservar a sobrevivência da companhia no longo prazo (Abudy & Shust, 2025). Sugere-se também que estudos futuros analisem o efeito direto da *expertise* financeira do CEO no comportamento assimétrico dos custos, assim como o efeito mediador da *expertise* financeira do CEO na relação entre o entrincheiramento gerencial e o comportamento assimétrico dos custos.

REFERÊNCIAS

- Abudy, M. M., & Shust, E. (2025). *Cost behavior and profitability of family firms*. Finance Research Letters, 108006.
- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2006). Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 489–515.
- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs “sticky”? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47–63.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51.
- Arnold, B., & De Lange, P. (2004). Enron: An examination of agency problems. *Critical Perspectives on Accounting*, 15(6–7), 751–765.
- Balakrishnan, R., Labro, E., & Soderstrom, N. S. (2014). Cost structure and sticky costs. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 91–116.
- Banker, R. D., Byzalov, D., Fang, S., & Liang, Y. (2018). Cost management research. *Journal of Management Accounting Research*, 30(3), 187–209.
- Bassouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020). Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208.
- Beyer, M., Czarnitzki, D., & Kraft, K. (2012). Managerial ownership, entrenchment and innovation. *Economics of Innovation and New Technology*, 21(7), 679–699.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143.
- Bortoli, C., & Soares, R. O. (2021). De “0 A 1” – Qual é a “Sofisticação Financeira” do diretor presidente? *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 15(1), 2735.
- Bosch, J. M. A., & García Blandón, J. (2011). The influence of size on cost behaviour associated with tactical and operational flexibility. *Estudios de Economía*, 38(2), 419–455.
- Brüggen, A., & Zehnder, J. O. (2014). SG&A cost stickiness and equity-based executive compensation: Does empire building matter? *Journal of Management Control*, 25(3), 169–192.
- Bugeja, M., Lu, M., & Shan, Y. (2015). Cost stickiness in Australia: Characteristics and determinants. *Australian Accounting Review*, 25(3), 248–261.
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252–282.

- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125–154.
- Davis, S. A., DeBode, J. D., & Ketchen Jr., D. J. (2013). Dollars and sense: The implications of CEO compensation for organizational performance. *Business Horizons*, 56(5), 537–542.
- Dierynck, B., Landsman, W. R., & Renders, A. (2012). Do managerial incentives drive cost behavior? Evidence about the role of the zero earnings benchmark for labor cost behavior in private Belgian firms. *The Accounting Review*, 87(4), 1219–1246.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, 15(3), 497–528.
- Gillan, S. L., & Martin, J. D. (2007). Corporate governance post-Enron: Effective reforms, or closing the stable door? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 929–958.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6th ed.). Bookman.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 759–790.
- Humphery-Jenner, M. (2012). The impact of the EU takeover directive on takeover performance and empire building. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 254–272.
- Ibrahim, A. E. A. (2018). Board characteristics and asymmetric cost behavior: Evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(2), 301–322.
- Ibrahim, A. E. A., Ali, H. M. H. O., & Aboelkheir, H. N. E. R. (2022). Cost stickiness: A systematic literature review of 27 years of research and a future research agenda. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 46, 1–45.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C. J., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kama, I., & Weiss, D. (2013). Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs? *Journal of Accounting Research*, 51(1), 201–224.
- Keil, T., Maula, M., & Syrigos, E. (2017). CEO entrepreneurial orientation, entrenchment, and firm value creation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(4), 475–504.
- Li, Z., Pryshchepa, O., & Wang, B. (2023). Financial experts on the top management team: Do they reduce investment inefficiency? *Journal of Business Finance & Accounting*, 50(1–2), 198–235.

- Lin, Y. C., Wang, Y. C., Chiou, J. R., & Huang, H. W. (2014). CEO characteristics and internal control quality. *Corporate Governance: An International Review*, 22(1), 24–42.
- Lopatta, K., Kaspereit, T., & Gastone, L. M. (2020). Managerial style in cost asymmetry and shareholder value. *Managerial and Decision Economics*, 41(5), 800–826.
- Machado, J. H. (2023). Ativos Intangíveis e Estrutura de Propriedade: Evidências no Mercado Brasileiro. *ConTexto - Contabilidade Em Texto*, 23(56), 34–52.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Pamplona, E., Leite, M., & Costa da Silva Zonatto, V. (2018). Fatores associados ao comportamento dos custos em períodos de prosperidade e crise econômica em empresas dos países que compõem o PIIGS. *Estudios Gerenciales*, 34(148), 305–319.
- Richartz, F., & Borgert, A. (2021). Fatores explicativos para o comportamento assimétrico dos custos das empresas listadas na B3. *Revista Universo Contábil*, 16(3), 07–30.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. D. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48, 79–86.
- Salehi, M., Mahmoudabadi, M., & Adibian, M. S. (2018). The relationship between managerial entrenchment, earnings management and firm innovation. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(9), 2089–2107.
- Salehi, M., Mahmoudabadi, M., Adibian, M. S., & Rezaei Ranjbar, H. (2020). The potential impact of managerial entrenchment on firms' corporate social responsibility activities and financial performance: Evidence from Iran. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1793–1815.
- Salehi, M., Ghanbari, E., & Orfizadeh, S. (2021). The relationship between managerial entrenchment and accounting conservatism. *Journal of Facilities Management*, 19(5), 612–631.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139.
- Shuto, A., & Takada, T. (2010). Managerial ownership and accounting conservatism in Japan: A test of management entrenchment effect. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7–8), 815–840.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.

Tabela I
Estatística descritiva das variáveis do entrincheiramento gerencial

Painel A: Variáveis contínuas							
Variáveis	Média	DP	Mínima	Máxima	P25	P50	P75
ADIR	1,0825	5,2870	0,0000	0,6241	0	0	0,0859
ICON	22,9779	24,2202	0,0000	100,0000	0	19,5408	40,0000
RCON	13,2449	3,2920	0,0000	18,0890	12,9152	13,9523	14,7876
ECEO	7,4472	9,3149	0	66	2	4	9
Observações: 1.780							
Painel B: Variáveis dicotômicas							
Variáveis	Categoria		Observações		Frequência (%)		
DCEO	1		836		46,97%		
	0		944		53,03%		
Total			1.780		100,00%		

Legenda: ADIR: Ações em posse da diretoria; ICON: Independência do conselho de administração; RCON: Remuneração do conselho de administração; ECEO: Quantidade de anos de forma contínua no cargo de CEO; DCEO: Dualidade do CEO; DP: Desvio Padrão; P: Percentil.
Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Tabela II
Matriz de correlação das variáveis do entrincheiramento gerencial

Variáveis	ADIR	ICON	RCON	DCEO	ECEO
ADIR	1	0,18***	0,23***	-0,07***	0,15***
ICON	-0,08***	1	0,40***	-0,08***	-0,12***
RCON	-0,18***	0,30***	1	-0,28***	-0,10***
DCEO	0,10***	-0,08***	-0,15***	1	0,26***
ECEO	0,25***	-0,16***	-0,10***	0,30***	1

Nota: ***significância a nível de 1%.
Legenda: ADIR: Ações em posse da diretoria; ICON: Independência do conselho de administração; RCON: Remuneração do conselho de administração; ECEO: Quantidade de anos de forma contínua no cargo de CEO; DCEO: Dualidade do CEO.
Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Tabela III*Análise dos componentes principais do entrincheiramento gerencial*

Teste de esfericidade de Bartlett				
Chi-square	577,798		<i>p-value</i>	0,000
Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	0,5681			
Análise fatorial para fator de componente principal - Número de componentes extraídos (<i>eigenvalues</i>)				
Fator	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Fator 1	1,68365	0,623633	0,3367	0,3367
Fator 2	1,06002	0,152459	0,2120	0,5487
Fator 3	0,907562	0,139252	0,1815	0,7302
Fator 4	0,768309	0,187855	0,1537	0,8839
Fator 5	0,580455	–	0,1161	1,0000

Fonte: *Dados da pesquisa (2023).***Tabela IV***Estatística descritiva das variáveis da expertise financeira do CEO*

Painel A: Variável contínua – transformada em nominal							
Variáveis	Média	DP	Mínima	Máxima	P25	P50	P75
EC	1,3753	0,7142	0	3	1	1	2
Observações: 1.780							
Painel B: Variáveis dicotômicas							
Variáveis	Categoria		Observações		Frequência (%)		
FF	1		1.218		68,43%		
	0		562		31,57%		
	Total:		1.780		100,00%		
ESF	1		273		15,34%		
	0		1.507		84,66%		
	Total:		1.780		100,00%		
EDF	1		344		19,33%		
	0		1.436		80,67%		
	Total:		1.780		100,00%		

Legenda: EC: Anos de experiência no cargo de CEO; FF: Formação acadêmica em finanças; ESF: Experiência no setor financeiro; EDF: Experiência como diretor financeiro; DP: Desvio padrão; P: Percentil.**Fonte:** *Dados da pesquisa (2023).*

Tabela V*Matriz de correlação das variáveis da expertise financeira do CEO*

Variáveis	FF	ESF	EDF	EC
FF	1	0,18***	0,13***	-0,05**
ESF	0,18***	1	0,22***	-0,05**
EDF	0,13***	0,22***	1	-0,04*
EC	-0,08***	-0,06**	-0,07***	1

Nota: ***significância a nível de 1%; **5%; *10%.**Legenda:** EC: Anos de experiência no cargo de CEO; FF: Formação acadêmica em finanças; ESF: Experiência no setor financeiro; EDF: Experiência como diretor financeiro.**Fonte:** Dados da pesquisa (2023).**Tabela VI***Análise dos componentes principais da expertise financeira do CEO*

Teste de esfericidade de Bartlett				
Chi-square	181,651	<i>p-value</i>	0,000	
Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	0,5852			
Análise fatorial para fator de componente principal - Número de componentes extraídos (<i>eigenvalues</i>)				
Fator	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Fator 1	1,3911	0,4206	0,3478	0,3478
Fator 2	0,9705	0,1026	0,2426	0,5904
Fator 3	0,8679	0,0974	0,2170	0,8074
Fator 4	0,7705	—	0,1926	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2023).**CONFLITO DE INTERESSE**

Os autores declaram não haver conflito de interesses.

EDITOR CHEFE

Márcia D'Angelo

EDITOR ASSOCIADO

Luiz Gaio

DECLARAÇÃO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS

Os conjuntos de dados relacionados a este artigo estarão disponíveis mediante solicitação ao primeiro autor.

AGRADECIMENTOS

Os autores agradecem à FAPESC (Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Estado de Santa Catarina) pelo apoio financeiro e institucional para a pesquisa.