

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

ROSIMEIRE PIMENTEL GONZAGA

***A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E OS
CONFLITOS ENTRE ACIONISTAS SOBRE POLÍTICAS DE
DIVIDENDOS E O CUSTO DA DÍVIDA: Um estudo empírico nas
companhias abertas listada na Bovespa.***

**VITÓRIA
2008**

ROSIMEIRE PIMENTEL GONZAGA

***A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E OS
CONFLITOS ENTRE ACIONISTAS SOBRE POLÍTICAS DE
DIVIDENDOS E O CUSTO DA DÍVIDA: Um estudo empírico nas
companhias abertas listadas na Bovespa.***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Professor Dr. Fábio Moraes da Costa

**VITÓRIA
2008**

Dedico este e todos os meus
trabalhos a minha família.

AGRADECIMENTOS

Agradecimento nos remete a ajuda, e essa, foi requerida inúmeras vezes no decorrer desse trabalho.

Agradeço primeiramente a Deus por tantas oportunidades.

A minha família: meus pais, Dalva e José, e meus irmãos, Rodrigo e Rosana. Obrigada pelo amor incondicional e por compreenderem minha ausência, vocês são o alicerce de todas minhas conquistas! Aos sobrinhos: Ana Clara, Elis e Vítor, acreditem que embora mediante a todas as adversidades da vida, a história quem faz é a gente, somos fruto de todas nossas escolhas e esforços requeridos por elas. Amo muito vocês.

A tia Silmara Pimentel, tio Jairo Fahning e Júlia Pimentel Fahning, por terem me acolhido como filha, vocês são minha segunda família.

Ao meu orientador Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa, pelo constante incentivo, valiosas contribuições, conselhos e ajudas.

Aos professores do Mestrado, Marcelo Sanches Pagliarussi, Alexsandro Broedel Lopes, Arilton Carlos Campanharo Teixeira, Paulo César Lisboa Coimbra, Aridelmo José Campanharo Teixeira, Alfredo Rodrigues da Silva Leite, Annor da Silva Junior e aos professores da banca de qualificação, Bruno Funchal e Roberta de Carvalho Alencar, obrigada por tantas contribuições.

A todos os amigos de sala, especialmente a Giuliana Bronzoni Liberato, Edivan Guidote Ribeiro, Cláudia Duarte e Fabio Yoshio Suguri Motoki. Foram tantas risadas, choros, ajudas, filmes, botecos...vocês foram essenciais em todos os momentos.

A FAPES – Fundação de Apoio a Pesquisa do Espírito Santo pelo apoio financeiro.

A amiga Mônica de Oliveira Costa, sem a qual eu jamais teria chegado ate aqui.

Aos amigos da Doctum Iúna, em especial Rock Kleyber Silva Brandão, Alcindo Cipriano Argolo Mendes e Júnia Maximiano dos Santos, obrigado pelo ingresso à academia, nela eu me encontrei profissionalmente.

A todos os funcionários da Fucape, em especial a Adriana, Eliane, Gilda, Luma, Márcio, Ivone, Ana Rosa, Anacristina, obrigada pelo apoio e pela paciência ao longo desses anos.

Aos amigos que formei, que se tornaram essenciais, e que levarei para vida inteira, em especial ao Antônio Thadeu da Luz, Luiz Cláudio Pereira, Rafaela Módolo de Pinho, Julyana Goldner, Simone Portela, Marília Nascimento, José Elias Feres de Almeida, Isabela Tessarolo, Rodrigo Dalla, Fabrício Vasconcelos, Vinícius Lordes, Silvania Nossa e Eric Ferreira Serrano.

Ao amigo Sérgio Ribeiro (Tebinha), ouvinte maior de minhas idas e vindas de minas, sempre solícito e conselheiro.

Aos colegas de pesquisa, Angélica Silva Moreira Vasconcelos, Elizangela de Lourdes Castro, Sandra Mara de Jesus, Renata Ferreti, Rodrigo Pereira Piassi, Rogério Duarte, Emerson Pazeto, Carlos Ramos da Silva, Fernando Tonini Pissaia e Cristina Zardo, obrigado pelo apoio e paciência nos momentos conturbados.

E a todos conviveram comigo nesse período, vocês foram essenciais, Valeu!

“Um galo sozinho não tece o amanhã:
ele precisará sempre de outros galos.

De um que apanhe esse grito

e o lance a outro;

[...]

para que a manhã, desde uma tênue,
se vá tecendo, entre todos os galos.”

João Cabral de Melo Neto

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi buscar evidências empíricas quanto à relação do conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na BOVESPA, compreendendo o período de 1995 a 2006. Os dados foram coletados no *software* ECONOMÁTICA. Assim, procurou-se responder a seguinte questão: Há relação entre conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida nas empresas brasileiras? Para o teste das hipóteses utilizou-se regressão com dados em painel utilizando como *proxies* para conservadorismo contábil a medida baseada em *accruals* utilizada por Givoly e Hayn (2000) e a baseada no *book-to-market* proposta por Beaver e Ryan (2000). Os resultados encontrados corroboram os achados por Ahmed et al. (2002), indicando que há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas e o custo da dívida nas empresas da amostra.

ABSTRACT

This study looks for empirical evidences concerning the relationship of accounting conservatism, conflicts between major and minor shareholders, dividend politics and debt costs in Brazilian companies. The sample is composed by corporations listed in BOVESPA during 1995 and 2006. Data was taken from ECONOMÁTICA software. The goal is answering the following question: Is there a relationship between accounting conservatism, conflicts over dividend politics between major and minor shareholders and the debt cost of Brazilian companies? In order to test such hypothesis multiple linear regressions with panel data was used having as proxy for the accounting conservatism the methodology based on accruals used by Givoly and Hyan (2000) and methodology based on book-to-market value proposed by Beaver and Ryan (2000). Results support the findings of Ahmed et al. (2002), indicating there is a relationship between accounting conservatism, conflicts over dividends politics and debt costs amongst the sampled companies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 : Estatística de Regressão em Painel – Conservadorismo – Proxy Baseada em <i>Accruals</i> x Conflitos.....	38
Tabela 2 : Estatística de Regressão em Painel – Conservadorismo – Proxy Baseada em <i>Market-to-book</i> x Conflitos.....	40
Tabela 3 : Estatística de Regressão em Painel – Conservadorismo – Proxy Baseada em <i>Accruals</i> x Custo da Dívida.....	42
Tabela 4 : Estatística de Regressão em Painel – Conservadorismo – Proxy Baseada em <i>Market-to-book</i> x Custo da Dívida.....	43

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos anteriores internacionais e principais resultados.....	18
Quadro 2 – Estudos anteriores no mercado brasileiro e principais resultados.....	19

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1	12
1. INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO 2	16
2. REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1. Conservadorismo Contábil	16
2.2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS E CONFLITOS DE AGÊNCIA	20
2.3. CUSTO DA DÍVIDA	24
CAPÍTULO 3	28
3. METODOLOGIA	28
3.1. DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES	28
3.2. PROXIES EMPÍRICAS	30
3.2.1. PROXIES PARA CONFLITOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS ..	31
3.2.2. PROXIES PARA CUSTO DA DÍVIDA	33
3.2.3. PROXY BASEADA NO BOOK-TO-MARKET – BEAVER E RYAN (2000) ...	33
3.2.4. PROXY BASEADA EM ACCRUALS – GIVOLY E HAYN (2000)	35
3.3. MODELO: CONSERVADORISMO E CONFLITOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS	36
3.4. MODELO: CONSERVADORISMO E CUSTO DA DÍVIDA	37
CAPÍTULO 4	38
4. RESULTADOS E DISCUSSÕES	38
4.1. CONSERVADORISMO CONTÁBIL E CONFLITOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS	38
4.2. CONSERVADORISMO CONTÁBIL E CUSTO DA DÍVIDA	41
CAPÍTULO 5	44
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
REFERÊNCIAS	46

CAPÍTULO 1

1. INTRODUÇÃO

Conservadorismo contábil pode ser definido como os graus de verificabilidade requeridos para reconhecimento de despesas e passivos em detrimento aos requeridos para reconhecimentos de receitas e ativos, sendo que quatro explicações são aventadas para o surgimento do conservadorismo contábil: i) monitoramento de contratos, ii) probabilidade de ocorrência de litígios, iii) impacto tributário e, iv) a redução dos custos políticos impostos por organismos reguladores (WATTS, 2003a).

Ainda que sujeito as críticas, o conservadorismo tem sobrevivido na contabilidade no decorrer do tempo, por existirem evidências de sua influência nas práticas contábeis (BASU, 1997). Ressalte-se ainda que só recentemente tem sido desenvolvidas pesquisas empíricas buscando verificar sua validade, bem como suas implicações e impactos, e sua relação com o mercado acionário (WATTS, 2003a).

Na literatura, a explicação mais usual para o surgimento do conservadorismo está relacionada a sua função contratual entre as partes (BASU, 1997; WATTS, 2003a; WATTS, 2003b). Assim, seu objetivo é facilitar o monitoramento dos contratos, podendo ser encarado como um meio de tratar o risco moral incorrido entre as partes. Um exemplo seria a possibilidade de o conservadorismo conter o comportamento oportunista dos gestores perante os acionistas, pois estes estão interessados nos resultados produzidos por aqueles (WATTS, 2003a; WATTS, 2003b).

Nesse contexto, pode ser verificada a presença da assimetria de informação, podendo gerar conflitos de interesses entre os agentes. Dessa forma a contabilidade pode oferecer estrutura para quebrar a assimetria informacional e diminuir tais conflitos (AKERLOF et al. 1970; JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) definem conflito de agência como algo que pode surgir em um contrato onde um agente pode requerer que outro determinado agente desempenhe alguma tarefa em seu favor, transferindo autonomia para o mesmo. Porém, a exemplo do que ocorre na relação entre gestores e acionistas, nem sempre há igualdade no nível informacional e interesses alinhados entre os agentes.

Dado que os acionistas sempre estarão interessados nos resultados gerados pelos gestores, a teoria da agência fornece estrutura para o papel desempenhado pela contabilidade enquanto fornecedora de informações. Através dela os gestores oferecem aos acionistas informações sobre a organização, reduzindo a assimetria informacional (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Assim, os investidores buscam se proteger das ações dos administradores e esses dos acionistas e o nível de proteção adicional requerido pelos investidores varia de acordo com o sistema legal no qual a empresa está inserida (LA PORTA et al.; 1998; LOPES; MARTINS, 2005).

No Brasil, o controle acionário das companhias abertas brasileiras é concentrado¹, sendo que poucos acionistas geralmente possuem o controle das ações com direito a voto (ANDERSON, 1999; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2004). Diante disso, surge um potencial conflito de interesses entre os que detêm ações ordinárias *versus* aqueles que possuem ações preferenciais (LEAL et al., 2002).

¹ Anderson (1999) encontrou que no Brasil existe alta concentração acionária. Por meio de dados de firmas não financeiras de 1991, o autor encontrou que, os três maiores acionistas possuíam na média 74% das ações ordinárias e 49% de todas as ações das empresas analisadas.

Segundo Silveira (2004), a atual estrutura de propriedade no Brasil geraria incentivos para expropriação dos acionistas minoritários, pois os majoritários possuindo as ações com direito a voto, obteriam o controle com uma participação menor do capital total, resultando em um dos principais conflitos de agência no país e adicionando risco às organizações.

A respeito da distribuição de lucros pode-se argumentar que informações com maior grau de verificabilidade poderiam reduzir o pagamento de dividendos excessivos e, portanto, possíveis conflitos sobre as políticas de distribuição de lucros. Ao aumentar a confiança de atuais e potenciais investidores, reduziriam o risco e, dessa forma, o custo da dívida (AHMED et al, 2002).

Portanto torna-se necessária a implementação de mecanismos visando mitigar possíveis conflitos e reduzindo também os riscos. Sendo assim, uma das formas de reduzir os conflitos seria o aumento do grau de conservadorismo (AHMED et al., 2002). Nesse sentido, Roychowdhury e Watts (2006) assinalam que quando os problemas de agência entre acionistas minoritários e majoritários são mais severos, implicando em riscos adicionais à firma, pode haver um aumento ainda maior do grau de conservadorismo.

Uma vez que as características do mercado brasileiro são diferentes das características da amostra testada por Ahmed et al.(2002), há possibilidade dos resultados poderem também diferir. No Brasil, existe distinção entre as ações, sendo que existem dois tipos: com direito a voto e sem direito a voto, e ainda as ações sem direito a voto tem direito preferencial sobre os dividendos. Assim, baseando-se nas características do mercado acionário brasileiro, surge o interesse em verificar empiricamente se o conservadorismo contábil influencia os conflitos sobre políticas

de dividendos e o custo da dívida, no contexto brasileiro. Para tanto, pretende-se responder a seguinte questão de pesquisa:

Há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na Bovespa?

Baseando-se na literatura e sob o enfoque do conservadorismo contábil e sua função contratual², **este trabalho tem por objetivo buscar evidências acerca do conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários sobre as políticas de dividendos e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na Bovespa.**

Espera-se, dessa forma, contribuir na atual discussão acadêmica, com possíveis evidências da relação entre a política de dividendos, custo da dívida e o princípio do conservadorismo, bem como sua função contratual.

² Para uma revisão sobre o tópico, sugere-se Watts (2003a).

CAPÍTULO 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. CONSERVADORISMO CONTÁBIL

Autores como Basu (1997) argumentam que a forma extrema de conservadorismo seria definida pela frase “Não antecipe nenhum lucro, mas antecipe todas as perdas” (BLISS, 1924, p.110).

Como já mencionado anteriormente, Watts (2003a) apresenta quatro possíveis explicações para o surgimento do conservadorismo contábil: i) monitoramento de contratos, ii) probabilidade de ocorrência de litígios, iii) impacto tributário e iv) conseqüências políticas junto a organismo regulador.

A explicação para o surgimento do conservadorismo com a função de monitoramento de contratos é advinda do fato do mesmo poder exercer a função de mecanismo de controle, reduzindo a probabilidade dos gestores inserirem seu próprio viés às informações contábeis e adicionarem risco às mesmas. Tal risco adicional, quando incorrido, exigiria maiores taxas de retorno, capazes de compensá-lo (WATTS, 1977; SMITH; WATTS, 1982; WATTS, 1993; BEEKES; BROWN; CHIN, 2006).

Nos últimos anos o conservadorismo tem sido considerado também como mecanismo de controle capaz de reduzir custos decorrentes de litígios. A supervalorização de ativos e lucros podem incorrer em custos de litígios e o uso do conservadorismo atuaria no sentido de reduzir a probabilidade de tais ocorrências (KELLOG, 1984, LOBO; ZHOU, 2006, WATTS, 2003a).

A explicação de que organismos reguladores podem servir como fonte de conservadorismo, baseia-se no fato desse estar intimamente ligado à regulação. Para Watts (2003a) existem incentivos para organismos reguladores inserirem

conservadorismo em informações contábeis, uma vez que os resultados apresentados pelos demonstrativos são utilizados como fonte de informações por diversos usuários, tais como, o fisco e agências regulamentadoras, o que pode incentivar gestores a adotar uma contabilidade mais conservadora (WATTS; ZIMMERMAN, 1979, WATTS, 2003a, ZEFF, 1972).

O impacto tributário é outra fonte de conservadorismo contábil elencada por Watts (2003a). Tal impacto consiste na aceleração do reconhecimento de perdas pelos relatórios financeiros, uma vez que o reconhecimento assimétrico entre ganhos e perdas podem gerar redução dos lucros das firmas e, conseqüentemente, reduzir suas obrigações tributárias (GUENTHER; MAYDEW; NUTTER, 1997; KIM; JUNG, 2007, WATTS, 2003a).

Dentre estas quatro possíveis explicações para conservadorismo contábil, a baseada em monitoramento de contratos é a mais usualmente utilizada e estudada empiricamente (BASU, 1997; WATTS, 2003a; WATTS, 2003b).

Watts (2003b) apresenta ainda um resumo de evidências empíricas quanto à existência do conservadorismo, bem como o seu aumento sobre o tempo e explicações alternativas.

Podem ser encontrados na literatura alguns trabalhos sobre o conservadorismo contábil e seus efeitos. Os quadros 1 e 2 a seguir buscam listar os principais.

No quadro 1 estão incluídos trabalhos empíricos internacionais sobre o conservadorismo contábil.

Quadro 1 – Estudos anteriores internacionais e principais resultados.

Autor / Amostra	Metodologia / Resultados
<ul style="list-style-type: none"> • Basu (1997) • Empresas listadas na bolsa de Nova York no período de 1963 a 1990. 	Investigou o reconhecimento assimétrico de boas e más notícias. Encontrou evidências de que os retornos refletem mais rapidamente as más notícias em detrimento as boas notícias.
<ul style="list-style-type: none"> • Pope e Walker (1999) • Empresas americanas listadas na NYSE/AMEX e empresas britânicas listadas na London Stock Exchange no período de 1976 a 1996. 	Discutiram as diferenças no <i>timeliness</i> e no conservadorismo entre os Estados Unidos e o Reino Unido. Encontraram evidências de que a contabilidade dos Estados Unidos é mais conservadora do que contabilidade do Reino Unido quando comparando resultados antes de itens extraordinários, e o oposto desse resultado foi encontrado quando comparando resultados depois de itens extraordinários.
<ul style="list-style-type: none"> • Ball, Kotari e Robin (2000) • Empresas de países classificados como <i>code-law</i> e <i>common-law</i> no período de 1985 a 1995. 	Analisaram as diferenças no <i>timeliness</i> e no conservadorismo contábil entre países <i>common law</i> e <i>code law</i> . Confirmaram a hipótese de que os resultados são menos oportunos e menos conservadores em países <i>code-law</i> .
<ul style="list-style-type: none"> • Givoly e Hayn (2000) • Todas as empresas da base COMPUSTAT no período de 1950 a 1998. 	Focaram os efeitos do conservadorismo nas últimas décadas e encontraram evidências do aumento do conservadorismo ao longo do tempo.
<ul style="list-style-type: none"> • Beaver e Ryan (2000) • Todas as empresas da base COMPUSTAT no período de 1974 a 1993. 	Testaram à hipótese de que o <i>book-to-market</i> , medido pelas diferenças entre o <i>book-value</i> e o <i>market-value</i> reflete o uso do conservadorismo contábil e encontraram que o <i>book-value</i> é persistentemente maior que o <i>market-value</i> , e resultados atribuídos pelos autores aos efeitos do conservadorismo contábil e ambiente econômico.
<ul style="list-style-type: none"> • Lubberink e Huijgen (2000) • Empresas americanas no período de 1995 a 2004. 	Por meio da metodologia proposta por Basu (1997), observaram que as preferências individuais dos gestores explicam o conservadorismo contábil no resultado, sendo que os gestores mais avessos aos riscos são mais conservadores se comparando aos menos avessos. A explicação de tal fato segundo os autores é que, para reduzir a exposição a fatos que possam diminuir a riqueza dos gestores, estes aumentam o nível de conservadorismo no resultado, pelo fato de em algumas firmas, a riqueza do gestor ser atrelada ao desempenho da mesma.
<ul style="list-style-type: none"> • Ball e Shivakumar (2005) 	Analisaram as diferenças no grau do conservadorismo entre empresas britânicas de capital aberto e fechado por meio de uma metodologia própria baseada nos componentes transitórios dos lucros e apropriações contábeis. Os autores encontraram que em média a qualidade dos resultados é menor em empresas de capital fechado em detrimento as companhias de capital fechado.
<ul style="list-style-type: none"> • Pae, Thornton e Walker (2005) • Todas as empresas da base COMPUSTAT no período de 1970 a 2001. 	Testaram as diferenças no conservadorismo no resultado através de empresas com diferentes taxas de <i>price-to-book</i> . Os autores encontraram evidências de que o conservadorismo incondicional medido pela taxa de <i>price-to-book</i> é negativamente relacionado com o conservadorismo condicional medido pela metodologia de Basu (1997), sugerindo que pesquisas anteriores deveriam considerar a utilização da taxa de <i>price-to-book</i> como variável de controle.
<ul style="list-style-type: none"> • Roychowdhury e Watts (2005) • Todas as empresas da base COMPUSTAT no período de 1972 a 1999. 	Expandiram os resultados de Pae, Thornton e Welker (2005), demonstrando que tais resultados são válidos apenas para períodos mais curtos e que tendem a ser positivamente relacionados em períodos mais longos.

Fonte: Elaborado pela autora.

No quadro 2 foram incluídos trabalhos acerca do conservadorismo contábil com foco no mercado brasileiro.

Quadro 2 – Estudos anteriores no mercado brasileiro e principais resultados.

Autor / Amostra	Metodologia / Resultados
<ul style="list-style-type: none"> • Rangel e Teixeira (2003) • Dados coletados no banco de dados Econômica de empresas do ramo de siderurgia e metalurgia no período de 1998 a 2001. 	<p>Pesquisaram o uso do conservadorismo contábil pelas empresas brasileiras como sendo um fator relevante para o mercado de capitais. Os autores encontraram que após expurgados os efeitos positivos dos ativos, reserva de reavaliação e o ativo diferido, o valor do livro das ações foram maior do que o valor de mercado das empresas da amostra.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Costa, Costa e Lopes (2004) • Cinco países da América Latina. No período de 1995 a 2001. 	<p>Investigaram por meio da metodologia desenvolvida por Basu (1997) o uso do conservadorismo contábil em cinco países da América Latina, e encontraram que a contabilidade dos países da amostra não incorporava significativamente o retorno econômico.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Santos (2006) • Empresas brasileiras com ADR's negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, no período de dezembro de 1999 a junho de 2004. 	<p>Observou o nível de utilização do conservadorismo nos demonstrativos contábeis em BR GAAP e US GAAP, utilizando a mensuração desenvolvida por Basu (1997). O autor encontrou evidências de que o uso do conservadorismo contábil não é maior nos demonstrativos contábeis em US GAAP para as empresas analisadas.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Antunes (2007) • Empresas brasileiras com níveis de governança diferenciado da BOVESPA – NDGB no período de 1996 a 2006. 	<p>Observou as diferenças da qualidade das informações contábeis entre as empresas brasileiras com níveis diferenciados de governança, utilizando como proxy para qualidade das informações contábeis o conservadorismo, oportunidade e relevância. Os resultados encontrados indicam que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não aumentou o uso do conservadorismo pelas empresas.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Coelho (2007) • Companhias brasileiras de capital aberto e fechado, no período de 1995 a 2004. 	<p>Investigou através de regressões multivariadas utilizando os Modelos de Componentes Transitórios nos Lucros, de Apropriações Contábeis e Fluxo de Caixa, de Apropriações Discricionárias e modelos correlatados se os resultados contábeis de empresas brasileiras apresentam conservadorismo condicional. O autor encontrou evidências de que há uma ausência de conservadorismo condicional pelas empresas brasileiras.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Mendonça (2008) • Empresas Brasileiras que emitiram ADR's antes de 2002. 	<p>Analizou o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo das demonstrações contábeis das empresas brasileiras que emitiram ADR's antes de 2002. Foram encontradas evidências de aumento do conservadorismo para todas as empresas brasileiras, contudo, observou-se um aumento do conservadorismo no Brasil a partir de 2002, mas por outros motivos econômicos que não ocasionado pelo efeito SOX.</p>

Fonte: Elaborado pela autora.

A literatura distingue dois tipos de conservadorismo: de lucro e de balanço. O conservadorismo de lucro pode ser definido com base no reconhecimento assimétrico entre o grau de verificabilidade exigido por parte do reconhecimento de receitas em detrimento ao reconhecimento das despesas (WATTS, 2003a). Assim, o

resultado contábil (lucro ou prejuízo) é mais oportuno para reconhecer “más notícias” (retornos econômicos negativos da ação) do que “boas notícias” (retornos econômicos positivos da ação) (BASU, 1997).

Já a segunda forma de conservadorismo, a de balanço, é definida por Feltham e Ohlson (1995) como sendo a persistente subavaliação do valor contábil do capital dos acionistas, em comparação com o valor de mercado da empresa.

O trabalho de Ahmed et al. (2002) apresenta evidências empíricas da relação entre conservadorismo e conflitos sobre políticas de dividendos e custo da dívida que é o foco do presente estudo. Os autores utilizaram dados de empresas americanas, as quais apresentam uma estrutura de controle acionário pulverizado, diferentemente do contexto brasileiro. Para mensuração do conservadorismo foram utilizados duas *proxies*: *market-to-book* (BEAVER; RYAN, 2000) e uma medida baseada em *accruals* (GIVOLY; HAYN, 2000).

Ahmed et al. (2002) acrescentam ainda que as firmas com conflitos mais intensos sobre políticas de dividendos e maiores custo da dívida, tendem a fazer escolhas mais conservadoras. A explicação para tais resultados, segundo os autores, é a de que o conservadorismo contábil reduz os resultados usados para pagamento de dividendos, e isso reduz o risco e conseqüentemente o custo da dívida, o que seria associado à função contratual do conservadorismo contábil.

2.2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS E CONFLITOS DE AGÊNCIA

A política de dividendos de uma empresa pode ser definida basicamente como a decisão da empresa em reter o lucro visando o reinvestimento na empresa ou distribuí-lo aos acionistas (ASSAF: 2003).

A teoria de agência sugere que há conflito de interesses sobre as políticas de dividendos (JENSEN ; MECKLING, 1976). Uma possível explicação para tal fato é a

de que o pagamento de dividendos pode transferir riqueza do gestor para o acionista (AHMED et al., 2002).

Alguns estudos científicos, tais como os de Modigliani e Miller (1961), Lintner (1962) e Gordon (1963) foram desenvolvidos sobre as políticas de distribuição de dividendos e seu impacto no valor da firma, questionando sua relevância ou irrelevância, bem como sua influência no valor da empresa.

Miller e Modigliani (1961), com a teoria da irrelevância dos dividendos, argumentavam que o valor de uma empresa é determinado por lucros produzidos por seus ativos e não por como esses lucros são alocados entre dividendos ou lucros retidos.

Por outro lado, Gordon (1963) afirma que o valor de uma ação é função das expectativas de pagamento de dividendos futuros, baseando seu argumento na preferência dos acionistas em receberem dividendos em detrimento de possíveis ganhos futuros de capital. O autor encontrou evidências de relação entre política de dividendos e o valor de mercado da ação, onde uma mudança nas políticas de dividendos levaria a uma mudança no valor da ação.

Gordon (1963) e Lintner (1962) estabeleceram um dos argumentos que fundamentam a teoria da relevância dos dividendos: os autores afirmam que os investidores preferem dividendos correntes, ou seja, em situações de incerteza os investidores são avessos ao risco, preferindo dividendos correntes a dividendos futuros e/ou ganhos de capital. Tal explicação passou a ser chamada de “Argumento do Pássaro na Mão”.

Segundo a teoria da Sinalização, as alterações nas políticas de dividendos tendem a influenciar o valor das ações, sustentando tal afirmação na idéia de que quando a distribuição de dividendos aumenta, o mercado tende a reagir

positivamente. Por outro lado, uma redução também seria recebida como má notícia pelo mercado (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Em relação aos conflitos de agência, a distribuição de dividendos pode reduzir o fluxo de caixa disponível para o gestor e tal fato reduziria sua liberdade para gerenciar resultados em benefício próprio (LIE, 2000). Nas empresas brasileiras há ainda, uma tendência à retenção dos lucros em função da escassez de recursos no longo prazo (PROCIANOY, 1994). Em sentido contrário, os acionistas teriam preferência pela distribuição de dividendos (ALEN; BERNARDO; WELSH, 2000).

Diversos fatores influenciam as políticas de dividendos de uma firma. La Porta et al. (2000) afirmam que uma das respostas para as questões relativas à política de dividendos é de que a mesma está relacionada com os problemas de agência existentes entre gestores da firma e acionistas.

Desse modo, a regulação pode ser entendida como uma possível solução para redução de tais conflitos. A legislação de um determinado país oferece aos investidores certos poderes para proteger seus investimentos das ações dos gestores e essas normatizações são diferentes entre países, em função das características legais existentes (LA PORTA et al., 2000).

Com base na estrutura legal de cada país, é possível estabelecer uma divisão dos mesmos em dois blocos: países *common-law* e países *code-law*. Países que fizeram parte do império britânico geralmente são classificados como *common-law*, tendo suas normas e regulamentações ligadas aos costumes e tradições. Por outro lado, os países que tiveram influência do império romano e francês geralmente são classificados como *code-law*, onde a origem das regulamentações está ligada ao texto: para que algo tenha valor é necessário que esteja explícito no texto legal. (LOPES; MARTINS, 2005)

Nos países onde há grande concentração de propriedade das ações, como aqueles baseados no modelo *code-law*, existe uma menor proteção aos acionistas, enquanto países baseados no modelo *common-law* - onde há baixa concentração de propriedade das ações - oferecem uma melhor proteção legal aos acionistas (LA PORTA et al., 1998). Investidores em países *common-law*, com boa proteção legal, usam seus poderes para extrair dividendos das firmas (LA PORTA et al., 2000).

Os reguladores brasileiros, visando melhorar a proteção legal aos acionistas minoritários, estabeleceram um dividendo mínimo obrigatório por meio da Lei 10.303/2001.

No Brasil, há evidências de que o principal conflito não ocorre entre acionistas e gestores, e sim sobre acionistas controladores e minoritários³ (LOPES; WALKER, 2008). Tal fato ocorre em função da concentração acionária e do ambiente institucional mais fraco (ANDERSON, 1999), diferentemente de países com mercados de capitais mais desenvolvidos, como Estados Unidos e Inglaterra (AHMED et al., 2002).

Um potencial conflito entre majoritários e minoritários, neste cenário, centra-se na política de distribuição de dividendos. O conflito pode surgir porque os majoritários, que possuem direitos a voto, nem sempre são os que detêm as ações preferenciais (LOPES; WALKER, 2008).

Os acionistas detentores das ações ordinárias, uma vez que não possuem direito preferencial dos dividendos, podem não ter interesse em pagar dividendos, uma vez que esses podem transferir suas riquezas para os acionistas minoritários que não possuem direito a voto, mas recebem dividendos, ao menos os obrigatórios por lei (AHMED et al., 2002; ANDERSON, 1999; LOPES; WALKER, 2008).

³ Conflitos entre acionista e gestores são considerados conflitos de agência tipo I, conflitos entre acionistas majoritários e minoritários são considerados conflito de agência tipo II.

Como resultado, os acionistas podem demandar mecanismos para se protegerem, sendo que o conservadorismo contábil pode atuar como um desses mecanismos. Quando os conflitos entre os acionistas majoritários e minoritários são mais intensos, a demanda por conservadorismo pode aumentar em função da necessidade de alinhamento de interesse entre os mesmos para redução dos problemas de agência, portanto a demanda por conservadorismo pode variar em função dos graus de alinhamentos de interesses necessários entre as partes (AHMED et al., 2002; BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976; ROYCHOWDHURY; WATTS, 2006).

2.3. CUSTO DA DÍVIDA

As firmas podem obter recursos de diversas fontes: capital de terceiros (endividamento), capital próprio (emissões de ações) ou reinvestimento de lucros (retenção dos lucros). Cada uma dessas opções tem um custo específico para a firma, o chamado custo de captação de recursos, que reflete o retorno exigido pelos fornecedores de capital (SCHROEDER et al., 2005)

O custo de captação de recursos está relacionado à forma pela qual as empresas captam recursos, de diferentes fontes, a diferentes taxas, e com diferentes riscos. O retorno exigido pelos investidores, tratando-se de capital próprio, ou por intermediários financeiros, no caso de capital de terceiros, determina o custo de capital (MARCON, 2002).

Uma das principais questões acerca do custo de captação de recursos é a escolha da estrutura de capital, gerando questionamentos quanto aos custos do mesmo. Para as firmas inseridas em ambientes com diversificadas opções de investimentos, que contemplem retornos incertos, a questão maior, é relacionada à

qual estrutura de capital pode ser obtida a partir de diferentes fontes e diferentes retornos (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Modigliani e Miller (1958) examinaram a estrutura de capital ótima. A chamada proposição de M&M define um *trade off* entre custos e benefícios do endividamento. Os autores examinam as formas pelas quais as firmas combinam dívidas e recursos próprios em sua estrutura de capital.

Por outro lado, Myers (1984), argumentou que as firmas adotam a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*The Pecking Order Theory*). Segundo o autor a firma irá priorizar essa ordem de fontes de capital: recursos próprios, endividamento e emissões de ações.

Existem estudos que buscaram analisar as estruturas de capital das firmas. Titman e Wessels (1988) verificaram a estrutura de capital das empresas americanas no período de 1974 a 1982. Eles encontraram evidências de que há uma relação negativa entre o nível de endividamento de curto e longo prazo, rentabilidade e tamanho nas empresas americanas.

Pomerleano e Zhang (1999) analisaram o custo de capital das empresas de países latino-americanos e asiáticos, e verificaram que o custo de capital é consideravelmente alto quando há intermediação financeira nesses países.

Rajan e Zingales (1995) verificaram a estrutura de capital, bem como seus fatores determinantes, nos países do G7 (EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá) no período de 1987 a 1991. Os autores encontraram evidências de que os níveis de endividamento das empresas foram similares entre os países, e superiores aos previstos.

No Brasil, existem alguns estudos acerca do custo de capital das empresas brasileiras. Dentre eles, Brito e Lima (2005), que ao analisarem a estrutura de capital

das companhias brasileiras entre 1995 a 2001, sob a fraca proteção legal, encontraram evidências de que as companhias privadas brasileiras se endividam mais do que as de controle público e as companhias estrangeiras.

Marcon (2002) verificou o efeito da emissão de ADR's sobre o custo de capital próprio das empresas brasileiras no período de 1992 a 2001, e corroborou a hipótese de que a emissão de ADR's diminui o custo de capital das empresas brasileiras.

Lopes e Alencar (2008) investigaram se o nível de *disclosure* influencia o custo de capital das empresas brasileiras listadas na Bovespa, entre 1998 a 2005. Os autores chegaram à conclusão de que no Brasil, o nível de *disclosure* afeta o custo de capital, acrescentando ainda, que isso pode ser visível em firmas com menor concentração de propriedade.

As taxas requeridas para retorno dos investimentos aos proprietários do capital podem variar em função do risco. As firmas podem tentar demonstrar menores riscos por meio de informações contábeis mais confiáveis, uma vez que os investidores podem através destas tomar decisões acerca de seus investimentos, em função do risco observado nas informações contábeis (AHMED et al., 2002). Entretanto pode-se remeter à função do conservadorismo contábil enquanto provedor de informações contábeis mais confiáveis e menos otimistas quebrando dessa forma possíveis assimetrias de informações existentes (LOPES; MARTINS, 2005).

A assimetria de informação nos contratos e entre os acionistas e gestores gera perdas, como os custos de agência, que reduz o retorno esperado aumentando a taxa de retorno exigida pelos investidores (LAFOND R.; WATTS, R. L., 2006).

Dessa forma, o conservadorismo contábil pode por meio de sua função de mecanismo contratual, fornecer informações mais confiáveis, diminuindo a assimetria e os riscos inerentes às firmas, o que pode gerar uma redução do custo pelo qual a empresa capta recursos no mercado, reduzindo dessa forma o custo da dívida. Contudo, firmas que optam por uma contabilidade mais conservadora podem diminuir os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários, sendo que os investidores podem diminuir a taxa de retorno para compensar a diminuição do risco. Dessa forma sugere-se que um maior conservadorismo implica em um menor custo da dívida.

Para tanto, o conservadorismo contábil, ajuda a construir uma reputação conservadora do gestor, o que é visto como menor risco e conseqüentemente menores taxas de retorno requeridas pelos investidores (AHMED et al., 2002).

CAPÍTULO 3

3. METODOLOGIA

O objetivo desse trabalho foi, sob o enfoque do conservadorismo contábil e da função contratual, **buscar evidências acerca do conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários sobre as políticas de dividendos e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na Bovespa.**

Para tanto, levantou-se o seguinte questionamento: **Há relação ente o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na Bovespa?**

Para testar as hipóteses, foram utilizados os modelos construídos por Ahmed et al. (2002), que testou se o princípio do conservadorismo apresenta a função de redutor de conflitos entre acionistas e credores e na redução do custo da dívida. Os autores encontraram evidências que firmas com conflitos mais intensos sobre as políticas de dividendos utilizam uma contabilidade mais conservadora.

A amostra foi formada pelas companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no período de 1995 a 2006. Os dados foram coletados no *software* ECONOMÁTICA, sendo uma ação para cada empresa, essa a mais líquida. Foi utilizada a técnica de regressão múltipla com dados em painel, com efeito fixo, por ter-se identificado por meio do teste Hausman que a distribuição das variâncias não atendia aos requisitos de normalidade.

3.1. DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Mediante a sustentação teórica mencionada no capítulo anterior, **o objetivo desse trabalho** foi, sob o enfoque do conservadorismo contábil e de sua função

contratual, **buscar evidências acerca do conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários sobre as políticas de dividendos e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na Bovespa.**

Embora, existam na literatura estudos em mercados internacionais nos quais se encontrou indícios da existência dessa relação, surge assim o propósito de verificar se no Brasil, é possível encontrar os mesmos resultados considerando as características do mercado acionário brasileiro.

Watts (2003) sustenta que o conservadorismo contábil reduz a probabilidade do valor dos ativos ou lucros estarem superestimados, diminuindo a probabilidade de ocorrência de distribuições de resultados, que violem os contratos ou que possam impactar o valor da firma. Isto poderia gerar conflitos entre os acionistas minoritários e majoritários.

Se por um lado, os conflitos de interesse podem ser gerados em função dos acionistas majoritários não possuírem direito preferencial sobre os dividendos e, portanto optarem por reduzir os pagamentos de dividendos, por outro lado, os acionistas minoritários podem preferir o aumento dos dividendos para maximizar sua utilidade (LEAL et al. 2002).

Informações contábeis mais conservadoras podem reduzir os pagamentos de dividendos excessivos, exercendo o papel de mecanismo redutor desses conflitos, através do alinhamento de interesses dos acionistas (AHMED et al., 2002).

Assim, para verificar empiricamente essa relação, será testada a seguinte hipótese:

H_{0a}: Não há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários nas companhias abertas listadas na Bovespa.

Ainda sob a ótica do conservadorismo utilizado como mecanismo contratual, o mesmo pode restringir o pagamento de dividendos excessivos aumentando à confiabilidade dos investidores e reduzindo dessa forma o risco inerente a firma (AHMED et al., 2000; WATTS, 2003a). Dessa forma, a firma pode levar aos investidores informações mais confiáveis com o uso do conservadorismo, e como compensação pela redução do risco, diminuiria o custo de captação de recursos, e isto poderia reduzir o custo da dívida.

Assim, para verificação da relação mencionada acima, será testada ainda a seguinte hipótese:

H_{0b}: Não há relação entre o custo da dívida e o conservadorismo contábil nas companhias abertas listadas na Bovespa.

Espera-se encontrar evidências que corroborem estudos anteriores, onde foram encontrados indícios da relação entre o conservadorismo contábil com os conflitos sobre políticas de dividendos e o custo da dívida.

3.2. PROXIES EMPÍRICAS

Nesta seção serão descritas as *proxies* utilizadas para medidas de conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida, bem como as *proxies* utilizadas para mensuração do conservadorismo contábil.

3.2.1. PROXIES PARA CONFLITOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Foram utilizadas quatro *proxies* para conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários: incerteza operacional (SROA), medido pelo desvio-padrão do ROA, nível de dividendos (DIV), sendo o percentual de dividendos distribuído, nível de endividamento (END), medido pela dívida total em razão do total de ativo, e proporção do direito de voto (*voting rights*) em relação ao direito a fluxo de caixa (*cash flow rights*) do maior acionista (IND ON/PN).

Firmas com maiores graus de incerteza operacional (SROA) quanto a lucros futuros apresentam maior risco, pois os gestores irão requerer maior conservadorismo para reduzir a probabilidade de pagamentos excessivos de dividendos. Assim, espera-se que quanto maior incerteza operacional, mais severo o conflito entre acionistas sobre as políticas de dividendos (AHMED et al., 2002; WATTS, 1993).

A segunda *proxy* para conflito, o nível de dividendos pagos (DIV), é baseada na argumentação de que gestores de firmas que pagam maiores dividendos tendem a fazer escolhas contábeis mais conservadoras para evitar a distribuição excessiva de recursos, o que aumentaria o risco inerente à firma (AHMED et al., 2002).

O grau de endividamento (END) poderia ter relação com os conflitos sobre as políticas de dividendos em função de um maior endividamento poderia incorrer em maiores obrigações, comprometendo o desempenho da firma e diminuindo os dividendos futuros. Assim, firmas com maiores graus de endividamento deveriam apresentar uma contabilidade mais conservadora (AHMED et al., 2002).

O grau de concentração acionária (IND ON/PN) pode influenciar os conflitos inerentes às políticas de dividendos. O acionista controlador, ou seja, com a maior quantidade de ações ordinárias (*voting rights*) e com uma quantidade menos

significativa de ações preferenciais (*cash flow rights*) teria menor interesse na distribuição de dividendos (LOPES; WALKER, 2008).

Dessa forma, firmas com maior concentração acionária oferecem maiores oportunidades para expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. Nas firmas com maior concentração das ações com *voting rights*, o controlador poderá optar em pagar menos dividendos podendo resultar na citada expropriação dos acionistas minoritários (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

Por outro lado, firmas com maior concentração acionária com *cash flow rights*, tem um maior alinhamento de interesse entre controladores e acionistas minoritários, através de maiores pagamentos de dividendos, o que poderia levar as firmas com maior concentração de *cash flow rights* a pagarem maiores dividendos (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

Utilizaram-se as seguintes variáveis de controle: LOGATIVO – controle por tamanho, pois, dado os altos custos do conservadorismo, firmas maiores podem dispor de escolhas contábeis mais conservadoras (WATTS; ZIMMERMAN, 1978). Além disso, foi utilizada a variável de controle REAV – controle por crescimento das vendas, por que o conservadorismo geralmente é afetado pelo crescimento de oportunidades, que também afeta os *accruals* e que pode influenciar o valor de mercado das ações – *book-to-market* (AHMED et al., 2002; PENMAN; ZHANG, 2002; DECHOW; SLOAN, 1997). Sendo o retorno das vendas a lucro líquido em razão do total de ativos.

3.2.2. PROXIES PARA CUSTO DA DÍVIDA

Para observar se existe relação entre o conservadorismo contábil e o custo da dívida, utilizou-se como *proxy* para custo da dívida, o *KD – cost of debt*, que representa o custo pelo qual a empresa consegue captar recursos no mercado.

Com relação às variáveis de controle, foram utilizados: rentabilidade (ROA), grau de endividamento (END), medido pela dívida total em razão do total de ativos, tamanho (LOGATIVO), sendo o logaritmo do total de ativos e risco (BETA). Tornou-se necessários das variáveis de controle mencionadas, pelo fato de que, maior lucratividade, maior tamanho e menor risco implicam em um menor custo da dívida (AHMED et al., 2002).

3.2.3. PROXY BASEADA NO BOOK-TO-MARKET – BEAVER E RYAN (2000)

A *proxy* baseada no *book-to-market* para mensuração do conservadorismo contábil, visa refletir o efeito do conservadorismo no valor patrimonial da ação.

Beaver e Ryan (2000) distinguem duas fontes de variação no *book-to-market*: viés e *lag* no reconhecimento contábil. Eles encontraram evidências empíricas de que o *book-to-market* é correlacionado com futuros retornos das ações. Pelo viés no reconhecimento contábil⁴, os autores argumentam que o patrimônio líquido é persistentemente menor do que o valor de mercado. Assim, o *book-to-market* é persistentemente acima de 1, e pelo *lag* no reconhecimento contábil, eles encontraram o reconhecimento no *book-value* de ganhos e perdas inesperadas que foram reconhecidos no decorrer do tempo em vez de imediatamente. Como resultado, o *book-to-market* é temporariamente menor nos anos da amostra do que o

⁴ A definição dos autores para conservadorismo contábil é baseada no conceito desenvolvido por Feltham e Ohlson (1995), onde consideram conservadorismo contábil como a diferença entre o *book-value* e o *market-value*.

valor da média do período, encontrando que o componente do viés específico de cada firma é associado com o conservadorismo contábil (BEAVER; RYAN, 2000).

Ainda, Beaver e Ryan (2000) mensuram o viés (conservadorismo) e o *lag* pela regressão do *book-to-market* atual com *lag* dos retornos das firmas por meio de dados em painel com efeitos fixos para cada firma. O efeito fixo da firma visa capturar a variação temporal para reconhecimento de ganhos e perdas no *book-value* (AHMED et al., 2002).

Baseando-se na metodologia desenvolvida por Beaver e Ryan (2000), a *proxy* baseada no coeficiente do efeito fixo específico para cada firma, a_i , é derivada do seguinte modelo:

$$BTM_{i,t} = \alpha + a_i + a_t + \sum_{k=6} \beta_k RET_{i,t-k} + e \quad (1)$$

Onde:

$BTM_{i,t}$ = o *book-to-market* (patrimônio líquido / valor de mercado) da firma i , no período t ;

a_i = o viés no reconhecimento específico de cada firma no *book-to-market*;

a_t = o viés no reconhecimento específico do tempo no *book-to-market* de todas as firmas;

$RET_{i,t}$ = Retorno da ação da firma i , no período t .

e = Termo de erro da regressão

O coeficiente a_i representa o viés no reconhecimento contábil específico para cada firma, sendo esse a medida utilizada para conservadorismo contábil.

3.2.4. PROXY BASEADA EM ACCRUALS – GIVOLY E HAYN (2000)

A *proxy* desenvolvida por Givoly e Hayn (2000) visa refletir o conservadorismo por meio do grau de persistência de *accruals* negativos (AHMED, et al., 2002).

Givoly e Hayn (2000) argumentam que o conservadorismo contábil leva a *accruals* persistentemente negativos e que as mudanças nos resultados, fluxos de caixa e *accruals* no decorrer do tempo estão associadas ao conservadorismo.

Os *accruals* antes da depreciação foram utilizados como *proxy* para conservadorismo contábil, aplicando-se a mesma metodologia empregada por Ahmed et al. (2002).

Para cálculo dos *accruals* foi utilizada a seguinte metodologia de cálculo:

$$ACC_{i,t} = FCO_{i,t}^5 - LL_{i,t} \quad (2)$$

$FCO_{i,t}$ = Fluxo de caixa operacional da firma i , no período t ;

$LL_{i,t}$ = Lucro líquida da firm i , no período t .

Para evitar distorções, os *accruals* foram deflacionados pelo total do ativo do período anterior ($t-1$).

⁵ Fluxo de Caixa Operacional = Lucro Operacional + Outras Receitas e/ou Despesas Operacionais – Variação do Ativo Circulante – Variação do Passivo Circulante – Variação das Disponibilidades + Variação do Financiamento a Curto Prazo – Depreciação e/ou Amortização. Adaptado de SOUZA (2006).

3.3. MODELO: CONSERVADORISMO E CONFLITOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

A equação 3 é utilizada para verificar a relação do conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários sobre as políticas de dividendos.

Equação 1 – Conservadorismo e conflitos sobre as políticas de dividendos

$$\text{CON} = \beta_1 + \beta_2\text{SROA}_{i,t} + \beta_3\text{IND ON/PN}_{i,t} + \beta_4\text{DIV}_{i,t} + \beta_5\text{END}_{i,t} + \beta_6\text{LOGATIVO}_{i,t} + \beta_7\text{REAV}_{i,t} + e \quad (3)$$

Em que:

$\text{CON}_{i,t}$ – BTM (*proxy* para conservadorismo contábil: medida baseada no *book-to-market* da firma *i* no período *t*); ou ACC (*proxy* para conservadorismo contábil: medida baseada em *accruals*, da firma *i* no período *t*);

$\text{SROA}_{i,t}$ – *Proxy* para conflito através da incerteza operacional: desvio-padrão do ROA, da firma *i* no período *t*;

$\text{IND ON/PN}_{i,t}$ – *Proxy* para conflitos: ações ordinárias do maior acionista em razão do somatório dos percentuais de ações ordinárias e preferenciais desse mesmo acionista, da firma *i* no período *t*;

$\text{DIV}_{i,t}$ – Percentual de dividendos distribuído pela firma no período, da firma *i* no período *t*;

$\text{END}_{i,t}$ – Grau de endividamento médio do período: dívida total em razão do total de ativos, da firma *i* no período *t*;

$\text{ROA}_{i,t}$ – Controle por rentabilidade, da firma *i* no período *t*;

$\text{LOGATIVO}_{i,t}$ – Controle de tamanho, logaritmo do total de ativos, da firma *i* no período *t*;

$\text{REAV}_{i,t}$ – Controle por crescimento das vendas: retorno anual sobre as vendas, lucro líquido em razão do total de ativos, da firma *i* no período *t*.

e = termo de erro da regressão

Espera-se encontrar relação estatisticamente significativa entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos.

3.4. MODELO: CONSERVADORISMO E CUSTO DA DÍVIDA

A equação 2 é utilizada para verificar a relação do conservadorismo contábil e custo da dívida nas empresas da amostra.

Equação 2 – Conservadorismo e Custo da Dívida

$$KD = \beta_1 + \beta_2 CON_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 LOGATIVO_{i,t} + \beta_6 BETA_{i,t} + e \quad (4)$$

Em que

KD – Despesas financeiras em razão da dívida total ⁶, *proxy* para custo da dívida.

BTM: *Proxy* para conservadorismo contábil, medida baseada no *book-to-market* (BEAVER e RYAN, 2000)

ACC: *Proxy* para conservadorismo contábil, medida baseada em *accruals* (GIVOLY e HAYN, 2000)

ROA – Controle por rentabilidade;

END – Grau de endividamento médio do período, dívida total em razão do total de ativos;

LOGATIVO – Controle de tamanho, log do total de ativos;

BETA – Beta calculado.

e = termo de erro da regressão

Espera-se encontrar relação estatisticamente significativa entre conservadorismo contábil e o custo da dívida.

⁶ Dívida total = Debêntures de curto e longo prazo + financiamento de curto e longo prazo + fornecedores.

CAPÍTULO 4

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção serão descritos e comentados os resultados encontrados nas regressões utilizadas para verificar a relação do conservadorismo com os conflitos sobre as políticas de dividendos e o custo da dívida, considerando as *proxies* para conservadorismo contábil baseadas nas metodologias desenvolvidas por Beaver e Ryan (2000) e Givoly e Hayn (2000).

4.1. CONSERVADORISMO CONTÁBIL E CONFLITOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

A Tabela 1 a seguir, apresenta os resultados para a equação 3 – A relação do conservadorismo contábil com conflitos sobre as políticas de dividendos, utilizando a *proxy* baseada em *accruals* para conservadorismo contábil (GIVOLY; HAYN, 2000).

Tabela 1 – Estatística de Regressão em Painel - Efeito Fixo				
Proxy para Conservadorismo Baseada em <i>Accruals</i> x Conflitos				
ACC = $\beta_1 + \beta_2 SROA_{i,t} + \beta_3 IND_ON/PN_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 LOGATIVO_{i,t} + \beta_7 REAV_{i,t} + \varepsilon$				
ACC	Sinal Esperado	Coefficientes	Estatística - t	P-value
β_2 SROA	+	0,513	4,26	0,000 ***
β_3 IND ON/PN	+	0,015	0,23	0,821
β_4 DIV	+	-0,001	-2,07	0,039 **
β_5 END	+	-0,049	-4,24	0,000 ***
β_6 LOGATIVO	+	0,111	5,20	0,000 ***
β_7 REAV	+	0,000	5,04	0,000 ***
β_1		-1,870	-6,08	0,000
R ² ajustado				0,4162
Nº Observações				1894
Prob > F				0,000

Onde: *, **, *** Estatisticamente significantes ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente;

ACC – *proxy* para conservadorismo contábil, medida baseada em *accruals* (Givoly e Hayn, 2000);

SROA – *proxy* para conflito (medida de incerteza operacional), desvio – padrão do ROA;

IND ON/PN – *proxy* para conflito, proporção do direito de voto (*voting rights*) em relação ao direito a fluxo de caixa (*cash flow rights*);

DIV – *proxy* para conflito, nível de dividendos distribuídos;

END – *proxy* para conflitos, nível de endividamento.

LOGATIVO – controle por tamanho, log do total de ativos;

REAV – controle por crescimento das vendas, retorno anual sobre as vendas.

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados demonstram que há relação entre a incerteza operacional (β_2) e o grau de conservadorismo, oferecendo indícios da relação entre conservadorismo contábil e os conflitos sobre políticas de dividendos verificados por meio desta *proxy*, corroborando os achados de Ahmed et al. (2002).

A relação é direta, em que dado um aumento da incerteza operacional resulta em um aumento do conservadorismo contábil, indicado pelo sinal encontrado do coeficiente. Uma possível explicação para tal resultado é a de que firmas com maior incerteza operacional quanto a lucros futuros incorrem em um maior risco; e a partir desta situação os acionistas majoritários podem requerer maior nível de conservadorismo contábil para evitar o pagamento de dividendos em excesso (AHMED et al., 2002; WATTS, 1993).

Utilizando a *proxy* para conflitos, medida pelo grau de concentração acionária (β_3), esta não foi estatisticamente significativa a nenhum nível de significância. Portanto, não há indícios de relação entre a variável concentração acionária e conservadorismo contábil.

Ademais, foi possível apresentar evidências sobre a relação entre dividendos pagos (β_4) e conservadorismo contábil. Assim, há indícios de que maiores pagamentos de dividendos podem demandar maiores níveis de conservadorismo (AHMED et al., 2002).

Ainda com relação a conflitos, a *proxy* grau de endividamento (β_5), foi estatisticamente significativa. Esse resultado indica que há relação entre o grau de endividamento da firma e a demanda por conservadorismo contábil: firmas com maiores graus de endividamento acabariam por reduzir a distribuição de dividendos

o que poderia gerar conflitos sobre o estabelecimento dos mesmos (AHMED et al. 2002).

Com relação às variáveis de controle tamanho (β_6) e crescimento das vendas (β_7), os resultados mostraram-se estatisticamente significantes, confirmando a argumentação de que firmas maiores e com maiores oportunidades de ganhos podem realizar escolhas contábeis mais conservadoras, resultando em uma maior persistência de *accruals* negativos (WATTS; ZIMMERMAN, 1978; AHMED et al., 2002; PENMAN; ZHANG, 1999; DECHOW; SLOAN, 1997).

Por sua vez, a Tabela 2 a seguir apresenta os resultados para a mesma equação 3 – A relação do conservadorismo contábil com conflitos sobre as políticas de dividendos, porém utilizando a *proxy* baseada no *book-to-market* para conservadorismo contábil (BEAVER; RYAN, 2000).

Tabela 2 – Estatística de Regressão em Painel – Efeito Fixo				
<i>Proxy</i> para Conservadorismo Baseada em <i>Book-to-Market</i> x Conflitos				
BTM = $\beta_1 + \beta_2\text{SROA}_{i,t} + \beta_3\text{IND ON/PN}_{i,t} + \beta_4\text{DIV}_{i,t} + \beta_5\text{END}_{i,t} + \beta_6\text{LOGATIVO}_{i,t} + \beta_7\text{REAV}_{i,t} + \varepsilon$				
BTM	Sinal Esperado	Coefficientes	Estatística - t	P-value
β_2 SROA	+	1.110	1.55	0.122
β_3 IND ON/PN	+	0.104	0.28	0.780
β_4 DIV	+	0.003	0.96	0.335
β_5 END	+	-0.241	-2.41	0.016 **
β_6 LOGATIVO	+	0.196	2.02	0.043 **
β_7 REAV	+	0.000	0.07	0.940
β_1		-2.623	-1.79	0.074
R ² ajustado				0.1139
Nº Observações				1007
Prob > F				0.004

Onde: *, **, *** Estatisticamente significantes ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente;

BTM – *proxy* para conservadorismo contábil, medida baseada no *book-to-markets* (Beaver e Ryan, 2000);

SROA – *proxy* para conflito (medida de incerteza operacional), desvio – padrão do ROA;

IND ON/PN – *proxy* para conflito, proporção do direito de voto (*voting rights*) em relação ao direito a fluxo de caixa (*cash flow rights*);

DIV – *proxy* para conflito, nível de dividendos distribuídos;

END – *proxy* para conflitos, nível de endividamento.

LOGATIVO – controle por tamanho, log do total de ativos;

REAV – controle por crescimento das vendas, retorno anual sobre as vendas.

Os resultados indicam que utilizando a *proxy* para conservadorismo baseada no modelo de *book-to-market* de Beaver e Ryan (2000), não há relação entre conservadorismo contábil e os conflitos sobre políticas de dividendos, medindo-se pelas *proxies* incerteza operacional (β_2), concentração acionária (β_3) e dividendos pagos (β_4).

Contudo, a *proxy* para conflitos sobre as políticas de dividendos medida pela variável endividamento foi estatisticamente significativa, sugerindo que firmas com maiores graus de endividamento podem reduzir a distribuição de dividendos podendo gerar conflitos, semelhante aos resultados encontrados por Ahemd et al. (2002).

Com relação às variáveis de controle β_6 (tamanho) e β_7 (crescimento das vendas), somente a variável tamanho (β_6) apresenta resultados estatisticamente significantes, o que pode indicar que devido aos altos custos do conservadorismo, somente firmas maiores podem dispor de escolhas mais conservadoras (WATTS; ZIMMERMAN, 1978).

Em suma, Os resultados encontrados indicam que existe relação entre o conservadorismo contábil os conflitos sobre políticas de dividendos entre acionistas majoritários e minoritários no Brasil, se considerando a medida de conservadorismo baseada em *accruals*.

4.2. CONSERVADORISMO CONTÁBIL E CUSTO DA DÍVIDA

A tabela 3 demonstra os resultados da equação 4, onde foi verificado se há relação entre o custo da dívida e o conservadorismo contábil nas empresas da amostra, utilizando como *proxy* para conservadorismo contábil a medida baseada em *accruals* desenvolvida por Givoly e Hayn (2000).

Tabela 3 – Estatística de Regressão em Painel – Efeito Fixo

Custo da Dívida x Conservadorismo – Proxy Baseada em *Accruals*

$$KD = \beta_1 + \beta_2 ACC_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 LOGATIVO_{i,t} + \beta_6 BETA_{i,t} + \varepsilon$$

	Sinal Esperado	Coefficientes	Estatística - t	P-value
$\beta_2 ACC$	-	4.632	3.21	0.001 **
$\beta_3 ROA$	-	-5.729	-3.13	0.002 **
$\beta_4 END$	+	-0.002	-0.03	0.974
$\beta_5 LOGATIVO$	-	-0.741	-2.63	0.009 **
$\beta_6 BETA$	+	0.065	1.06	0.289
β_1		12.097	2.87	0.004
R^2 ajustado				0.6255
Nº Observações				2088
Prob > F				0.0365

Onde: *, **, *** Estatisticamente significantes ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente;

KD – proxy para custo da dívida, *cost of debt*;

ACC – proxy para conservadorismo contábil, medida baseada em *accruals* (Givoly e Hayn, 2000);

ROA – controle por rentabilidade, retorno sobre o ativo;

END – controle por endividamento, grau de endividamento da firma;

LOGATIVO – controle por tamanho, log do total de ativos;

BETA – controle por risco, Beta calculado.

A variável de conservadorismo baseada em *accruals* foi estatisticamente significativa, porém responde negativamente, divergindo do esperado. Isto indica que há relação entre custo da dívida e o conservadorismo contábil, baseando-se na medida de conservadorismo baseada em *accruals*.

A variável Endividamento (β_4), não foi estatisticamente significativa a nenhum nível de significância, contudo as variáveis ROA (β_3) e LOGATIVO (β_5), foram estatisticamente significantes, o que pode significar que maiores lucratividades e tamanho resultam em um menor custo da dívida (AHMED et al., 2002).

A variável de controle Beta (β_6), utilizada para controle do risco não se apresentou estatisticamente significativa.

A Tabela 4, resume os resultados do teste da relação do custo da dívida com o custo da dívida, utilizando-se como proxy para conservadorismo contábil a mensuração baseada no *book-to-market* desenvolvida por Beaver e Ryan (2000).

Tabela 4 – Estatística de Regressão em Painel – Efeito Fixo

Custo da Dívida x Conservadorismo – Proxy Baseada em *Book-to-Market*

$$KD = \beta_1 + \beta_2 BTM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 LOGATIVO_{i,t} + \beta_6 BETA_{i,t} + \varepsilon$$

Acc	Sinal Esperado	Coefficientes	Estatística - t	P-value
β_2	-	-0.005	-1.36	0.174
β_3	-	0.003	0.03	0.974
β_4	+	-0.016	-1.89	0.059 *
β_5	-	-0.038	-1.47	0.142
β_6	+	-0.010	-0.58	0.559
Cons		0.883	2.54	0.011
R ² ajustado				0.0120
Nº Observações				1047
Prob > F				0.0823

Onde: *, **, *** Estatisticamente significantes ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente;

KD – proxy para custo da dívida, *cost of debt*;

BTM – proxy para conservadorismo contábil, medida baseada no *book-to-markets* (Beaver e Ryan, 2000);

ROA – controle por rentabilidade, retorno sobre o ativo;

END – controle por endividamento, grau de endividamento da firma;

LOGATIVO – controle por tamanho, log do total de ativos;

BETA – controle por risco, Beta calculado.

A variável Endividamento (β_4) foi estatisticamente significativa e responde positivamente, o que indica que não há relação quanto à redução do custo da dívida em função do grau de endividamento.

Porém, as variáveis de conservadorismo medido pelo *book-to-market* (β_2), ROA (β_3), logaritmo do ativo (β_4) e Beta (β_6), não foram estatisticamente significante a nenhum nível de significância. O que indica que ao se considerar o conservadorismo medido pelo *book-to-market*, não há indício de relação do custo da dívida com o conservadorismo, rentabilidade, tamanho e risco, o oposto aos resultados encontrados por Ahmed et al. (2002) em empresas americanas.

CAPÍTULO 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou investigar empiricamente se há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida nas companhias abertas listadas na Bovespa.

Foram utilizadas duas métricas para conservadorismo, uma baseada exclusivamente em variáveis contábeis – medida baseada em *accruals* (GIVOLY; HAYN, 2000) e outra com variáveis de mercado – medida baseada no *book-to-market* (BEAVER; RYAN, 2000).

Embora ter sido encontrado relações entre conservadorismo e conflitos sobre as políticas de dividendos e custo da dívida com algumas *proxies* utilizadas, os resultados encontrados não são conclusivos, uma vez que os resultados divergem entre as *proxies* para conservadorismo contábil.

A métrica de conservadorismo baseada em *accruals* apresentou relação estatisticamente significativa com três métricas para conflitos: incerteza operacional, dividendos distribuídos e grau de endividamento. Esses resultados podem sugerir que firmas com maiores conflitos podem demandar uma contabilidade mais conservadora.

Por outro lado, utilizando como *proxy* para conservadorismo contábil a medida baseada no *book-to-market*, apenas a variável grau de endividamento apresentou resultados estatisticamente significantes.

No que se refere à verificação da relação entre o custo da dívida e o conservadorismo contábil, utilizando como variável dependente o KD, como *proxy* para custo da dívida, a medida de conservadorismo contábil utilizada - *proxy* baseada em *accruals*, foi estatisticamente significativa, bem como as variáveis de

controle ROA – controle por rentabilidade e LOGATIVO – controle por tamanho, corroborando os achados de Ahmed et al. (2002), onde lucratividade e tamanho estão relacionados ao custo da dívida.

Entretanto, utilizando como *proxy* para conservadorismo a medida baseada no *book-to-market*, apenas a variável grau de endividamento foi estatisticamente significativa, porém responde negativamente, o que não permite dizer se um maior grau de endividamento diminuiria o custo da dívida.

As conclusões encontradas devem ser analisadas dentro de seu contexto e apresentam limitações: existem outros fatores que podem influenciar a relação do conservadorismo com conflitos sobre as políticas de dividendos que não foram abordados, e não houve segregação dos dados por setores, bem como outros fatores que possam influenciar a relação do conservadorismo com o custo da dívida.

Em suma, as evidências encontradas oferecem indícios para rejeição das hipóteses testadas (H_{0a} e H_{0b}), indicando que existe relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários e o custo da dívida nas empresas brasileiras, porém os resultados divergem com entre as diferentes de medidas de conservadorismo.

Uma das principais limitações desse estudo atribui-se ao fato de que podem existir outros fatores que podem influenciar a relação do conservadorismo contábil com os conflitos sobre políticas de dividendos e custo da dívida não analisados.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S. et al. The Role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867-890, out. 2002.
- ANDERSON, C. W. Financial contracting under extreme uncertainty: analyses of brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 45-84, 1999.
- ALEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELSH, I. A Theory of dividends based on tax clienteles. **Journal of Finance**, v. 55, n. 6, p. 2499-2536, 2000.
- ANTUNES, G. A. **Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na Qualidade da Informação Contábil**: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. 2007. 56 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2007.
- AKERLOF, G. A. et al. The Market for lemons: quality uncertainly and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The Effect of international institutional factors on properties of accounting earning. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 1-51, 2000.
- BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.
- BASU, S. The Conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, n. 24, p. 3-37, 1997.
- BEAVER, W. H.; RYAN, S. G. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 127-148, 2000.
- BEEKES, W.; BROWN, P. R.; CHIN, G. Do Better-governed firms make more informative disclosures? Canadian evidence. **Working Paper**, 2007. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 22 jan. 2008.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern corporation and private ownership**. NY: MacMillan, 1932.
- BLISS, J. H. **Management through accounts**. New York: The Ronald Press Co., 1924.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A Escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, abr./jun. 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. Corporate governance index: firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 3, p. 1-18, 2005.

COELHO, A. C. D. **Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2007.

COSTA, F. M.; COSTA, A. C. O.; LOPES, A. B. Conservadorismo em cinco países da América do Sul. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...**Brasília: ANPAD, 2005. 1 CD-ROM.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. M. Returns to contrarian investment strategies: tests of naïve expectations hypotheses. **Journal of Finance Economics**, v. 43, n. 1, p. 3-27, 1997.

FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary Accounting Research**, v, 11, p. 689-731, 1995.

GIVOLY, D.; HAYN, C. The Changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative? **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 287-320, ago. 2000.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, maio 1963.

GUENTHER, D. A.; MAYDEW, E. L.; NUTTER, S. E. Financial reporting, tax cost and book-tax conformity. **Working Paper**, 1997. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 13 dez. 2007.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

KELLOGG, R. L. Accounting activities, security prices, and class action lawsuits. **Journal of Accounting and Economics**, p. 185-204, 1984.

KIM, B.; JUNG, K. **The Influence of tax costs on accounting conservatism**. Working Paper, 2007. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 23 jan. 2008.

LAFOND, R.; WATTS, R. L. The Information role of conservative financial statements. **Working Paper**, Massachusetts Institute of Technology, 2006.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies around the word. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.

LEAL, R. P. et al. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LIE, E. Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash distributions. **The Review of Financial Studies**, v. 13, n. 1, p. 219-247, 2000.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v. 44, n. 3, p. 243-269, ago. 1962.

LOBO, G. J.; ZHOU, J. Did Conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley act? Initial Evidence. **Accounting Horizons**, v. 20, n. 1, 57-73, 2006.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the brazilian case. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 10 mar. 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 01 abr. 2008.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos na prática é importante? **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 39-53, out. 2003.

LUBBERINK, M. J. P.; HUIJGEN, Carel. A Wealth-based explanation for earnings conservatism. **European Finance Review**, 5, p. 323-349, 2000.

MARCON, R. **O Custo de capital próprio das empresas brasileiras**: o caso das ADR's. 2002. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

MENDONÇA, M. M. **O Impacto da lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002**: uma investigação utilizando dados em painel. 2008. 62 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências

Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2008.

MYERS, S. C. The Capital structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

_____. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, out. 1961.

PAE, J.; THORNTON D.; WELKER, M. The Link between earnings conservatism and the price-to-book ratio. **Contemporary Accounting Research**, v. 22, p. 693-719, 2005.

PENMAN, S. H.; ZHANG, X. Accounting conservatism: the quality of earnings, and stock returns. **Working Paper**, 1999. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 19 set. 2007.

POMERLEANO, M; ZHANG, X. Corporate fundamentals and the behavior of capital markets in Asia. In: HARWOOD, A.; LITAN, R. E.; POMERLEANO, M. **Financial markets & development: the crises in emerging markets**. Washington: Brookings Institution, 1999. p. 117-157.

POPE, P. F.; WALKER, M. International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 37, p. 53-87, 1999.

PROCIANOY, J. L. **Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989**. 1994. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 1994.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RANGEL, L. L. et al. O Conservadorismo contábil e o valor de mercado. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003, Atibaia (SP). **Anais...São Paulo: ANPAD**, 2003.

ROYCHOWDHURY, S.; WATTS, R. L. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. **Working Paper**. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 06 jan. 2008.

SANTOS, L. S. R. **Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nos demonstrativos contábeis em US GAAP e BR GAAP das empresas com ADR'S**

negociadas na bolsa de Nova York. 2006. 66 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

SCHROEDER, J. T. et al. O Custo de capital como taxa mínima de atratividade na avaliação de projetos de investimentos. **Revista de Gestão Industrial**, v. 01, n. 02, p. 036-045, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2004.

SMITH, C. W.; WATTS, R. L. Incentive and tax effects of executive compensation plans. **Australian Journal of Management**, 7, p. 139-157, 1982.

SOUZA, M. S. **Fluxo de caixa por competência**. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2006.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

WATTS, R. L. Corporate financial statements, a product of the market and political processes. **Australian Journal of Management**, 2, p. 53-75, abr. 1977.

_____. A Proposal for research on conservatism. **Working paper**, University of Rochester, 1993. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 12 nov. 2007.

_____. Conservatism in accounting Part I: explications and implications. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, set. 2003a.

_____. Conservatism in accounting Part II: evidence and research opportunities. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 4, p. 287-301, dez. 2003b.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, v. 53, n. 1, p. 112-134, 1978.

ZEFF, S. A. **Forging accounting principles in five countries**: a history and analysis of trends 1971. Champaign, IL: Stipes Publishing Company. 1972.