

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

ERIVELTO FIORESI DE SOUSA

**ANÁLISE DA QUALIDADE DO LUCRO E SUA RELAÇÃO COM A
ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**VITÓRIA
2012**

ERIVELTO FIORESI DE SOUSA

**ANÁLISE DA QUALIDADE DO LUCRO E SUA RELAÇÃO COM A
ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

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

Orientador: Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

**VITÓRIA
2012**

ERIVELTO FIORESI DE SOUSA

**ANÁLISE DA QUALIDADE DO LUCRO E SUA RELAÇÃO COM A
ESTRUTURA ACIONÁRIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

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

Aprovado em 23 de Novembro de 2012.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof. Dr Fernando Caio Galdi
FUCAPE Business School**

**Prof. Dr. Fábio Augusto Reis Gomes
FUCAPE Business School**

**Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida
UFES - Universidade Federal do Espírito Santo**

Dedico este trabalho aos meus
pais José e Ana e minha
família Daniele e Gabriel

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por toda oportunidade me concedida e pela capacidade de abraçá-las e concluir os projetos.

A minha família, meus pais que sempre fizeram tudo o que puderam para colaborar com meu crescimento, a minha esposa pela paciência diante de minha ausência durante este projeto e ao meu filho que sempre me trás alegria e motivação.

Ao professor Dr. Fernando Caio Galdi, por toda sua colaboração durante a orientação, dividindo conhecimento e colaborando para meu desenvolvimento.

Ao professor Dr. Fabio Gomes, por sua colaboração nas questões que envolveram métodos quantitativos.

Ao professor Dr. Aridelmo Texeira, por sua colaboração no desenvolvimento deste estudo em conteúdo e forma.

Aos professores Dr. Bruno Funchal e Dr. Fabio Moraes, membros da banca, que muito contribuíram com suas sugestões para a melhor adequação deste trabalho.

Aos colegas e companheiros de turma, que juntos passaram por este desafio e colaboraram para o meu crescimento.

“Não se pode ensinar tudo a alguém, pode-se apenas ajudá-lo a encontrar por si mesmo.”

Galileu Galilei

RESUMO

Esta pesquisa investiga a influência da concentração acionária das empresas listadas na BOVESPA na qualidade do lucro divulgado nas demonstrações financeiras. A hipótese central desta pesquisa é de que empresas com controle disperso apresentam lucro de maior qualidade. Para examinar esta relação foram utilizadas três métricas como *proxies* da qualidade do lucro: a persistência lucro, qualidade dos *accruals* e a oportunidade assimétrica (conservadorismo) e reconhecimento oportuno de perda (oportunidade). Os resultados encontrados evidenciam uma relação estatisticamente significativa entre a qualidade do lucro e a concentração acionária das empresas, indicando que à medida que a estrutura de propriedade se torna mais dispersa, o lucro contábil se apresenta mais consistente como indicador de desempenho futuro, assim a concentração acionária pode figurar como variável que auxilia no processo de tomada de decisão indicando certo nível de confiabilidade das informações contábeis divulgadas. Este tópico é relevante no Brasil, considerando-se que as empresas com controle acionário disperso têm crescido no mercado de capitais brasileiro a partir de 2007.

Palavras-chave: Qualidade Lucro. Persistência. Conservadorismo. Concentração Acionária. Qualidade *Accruals*.

ABSTRACT

This research investigates the influence of concentration ownership of companies listed on the São Paulo Stock Exchange - BOVESPA in earning quality disclosed in the financial statements. The research's central hypothesis is that companies with equity ownership structure less concentrated shows better quality earnings. To examine this relationship, was employed three measures as proxies of earning quality: earnings persistent, accruals quality and the asymmetric timeliness (conservatism) and timely loss recognition (opportunity). The results found show a statistically significant relationship between the earning quality and the ownership structure of the companies studied, indicating that as the ownership structure becomes more dispersed, the earnings are presented as more consistent indicator of future performance. Thus, the ownership concentration can appear as a variable that helps in decision making process indicating some level of reliability of accounting information disclosed. This topic is relevant in Brazil, considering that companies with stock control dispersed has grown in the Brazilian capital market from 2007.

Key words: Earning Quality. Persistency. Conservatism. Ownership Structure. Accruals Quality.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.	Estatísticas descritivas e descrição das variáveis do estudo.....	41
Tabela 2.	Regressão para o Conservadorismo e Oportunidade do Lucro Contábil Considerada a Concentração Acionária.....	43
Tabela 3.	Regressão do Total de <i>Accruals</i> Corrente nos Fluxos de Caixa Passado, Presente e Futuro, Variação da Receita e Imobilizado por empresas.....	46
Tabela 4.	Regressão do Desvio Padrão dos Resíduos nas Características Seleccionadas das Empresas.....	47
Tabela 5.	Relação da Persistência do Lucro e a Concentração Acionária.....	49
Tabela 6.	Relação da Persistência do Lucro Decomposto em <i>Accruals</i> e Fluxo de Caixa Operacional e Concentração Acionária.....	51

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	10
2.	REVISÃO DA LITERATURA.....	13
2.1.	TEORIA DA AGÊNCIA	13
2.2.	ESTRUTURA ACIONÁRIA	15
2.3.	QUALIDADE DO LUCRO	18
2.4.	PROPRIEDADES DO LUCRO	20
2.4.1.	OPORTUNIDADE ASSIMÉTRICA (CONSERVADORISMO) E RECONHECIMENTO OPORTUNO DE PERDA (OPORTUNIDADE)	20
2.4.2.	QUALIDADE DOS ACCRUALS.....	23
2.4.3.	PERSISTÊNCIA DO LUCRO.....	27
3.	METODOLOGIA	30
3.1.	LEVANTAMENTO DOS DADOS	30
3.2.	TRATAMENTO ESTATÍSTICO.....	32
3.3.	HIPÓTESE DE ENDOGENEIDADE	32
3.4.	OPORTUNIDADE ASSIMÉTRICA (CONSERVADORISMO) E RECONHECIMENTO OPORTUNO DE PERDA (OPORTUNIDADE)	34
3.5.	QUALIDADE DOS ACCRUALS.....	36
3.6.	PERSISTÊNCIA DO LUCRO.....	39
4.	TRATAMENTO DOS DADOS.....	43
4.1.	OPORTUNIDADE ASSIMÉTRICA E RECONHECIMENTO OPORTUNO DE PERDA (TESTE DA HIPÓTESE $H_{0(I)}$)	45
4.2.	QUALIDADE DOS ACCRUALS (TESTE DA HIPÓTESE $H_{0(II)}$)	48
4.3.	LUCROS PERSISTENTES (TESTE DA HIPÓTESE $H_{0(III)}$)	51
5.	CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	54
6.	REFERÊNCIAS	58

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo investigar se existem evidências de que a qualidade do lucro divulgado nas demonstrações financeiras das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA seja influenciada pela estrutura acionária destas.

Para entendimento da qualidade do lucro, tomou-se por base a definição de Dechow, Ge e Schrand (2010, p. 344), na qual utilizaram como direcionador o *Statement of Financial Accounting Concepts* N° 1 (SFAC N° 1):¹

Higher quality earnings provide more information about the features of a firm's financial performance that are relevant to a specific decision made by a specific decision-maker.

Segundo Dechow e Schrand (2004) o lucro de alta qualidade implicará em três situações: primeiro refletirá o desempenho operacional da empresa; segundo, deverá ser um bom indicador da performance futura da empresa e terceiro, de forma acurada, indicará o valor intrínseco da empresa.

Sendo assim, o lucro apresentado nos relatórios financeiros precisa assegurar confiabilidade suficiente para que os tomadores de decisão possam utilizá-lo para projeções futuras, conforme o *Statement of Financial Accounting Concepts* N° 1 (SFAC N° 1, ITEM 42):²

Financial reporting should provide information about an enterprise's financial performance during a period. Investors and creditors often use information about the past to help in assessing the prospects of an enterprise. Thus, although investment and credit decisions reflect investors' and creditors' expectations about future enterprise performance, those expectations are

¹ Tradução Livre: Maior qualidade do lucro fornece mais informação sobre as características de um desempenho financeiro da empresa que são relevantes para uma tomada de decisão específica feita por um gestor específico.

² Tradução Livre: Os relatórios financeiros devem fornecer informações sobre o desempenho financeiro de uma empresa durante um período. Investidores e credores costumam usar informação sobre o passado para ajudar a avaliar perspectivas de uma empresa. Assim, embora decisões de investimento e crédito reflitam expectativas dos investidores e credores sobre o desempenho futuro da empresa, estas expectativas são comumente baseadas pelo menos parcialmente na avaliação do desempenho passado da empresa.

commonly based at least partly on evaluations of past enterprise performance.

Diante disso, este trabalho busca identificar se a estrutura de propriedade da empresa impacta na qualidade do lucro divulgado, a ponto de configurar como ferramenta indicativa de segurança para tomada de decisão de investimento.

Como documenta Okimura (2003), La Porta, Lopes-de-Sinaes e Shleifer, (1999) e Shleifer e Vishny (1997), a presença de acionistas controladores pode ser prejudicial para a empresa, dada à possibilidade dos interesses destes acionistas não estarem alinhados como os demais acionistas, o que pode motivar a divulgação de informações não inteiramente confiáveis.

Dada a importância do lucro, justifica-se que exista uma preocupação com a sua qualidade e com os critérios utilizados para sua formação e principalmente com sua consistência, levando muitos pesquisadores ao desenvolvimento de estudos empíricos para testar a qualidade dos lucros divulgados pelas empresas (COSTA; LOPES; COSTA, 2006).

A percepção do lucro como uma medida do desempenho financeiro da empresa, implica na análise do nível de influência dos gestores no resultado apresentado nas demonstrações contábeis, o que pode caracterizar conflitos de interesse entre os gestores e os investidores. O que leva a necessidade de se estabelecer mecanismos de controle capazes de regular esta relação (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Silveira, Barros e Famá (2008) afirmam que estrutura acionária é um dos princípios que podem ser usados para disciplinar os gestores, configurando como um mecanismo de governança corporativa.

La Porta et al., (1998) estudaram a variação da estrutura acionária das empresas em diversos países sugerindo que as diferenças nas bases legais e sua aplicação eficaz provocam diferenças na estrutura de propriedade. La Porta et al., (1998) Identificaram ainda que países com sistema legal *common Law* proporcionam maior proteção aos investidores do que os países com sistema baseado em *code Law*, por consequência, países com maior proteção ao investidor tendem a apresentar a estrutura acionária mais dispersa.

Nesse contexto espera-se que a estrutura acionária, como mecanismo de equilíbrio dos interesses entre gestores e acionistas, atue de forma a proporcionar a divulgação de informação confiável através das demonstrações financeiras. Entre outras palavras, é esperado que o lucro apresentado nos demonstrativos contábeis atenda seu papel de fonte de informação confiável para tomada de decisão.

Diante da análise dos estudos expostos anteriormente, busca-se com este trabalho responder à seguinte questão de pesquisa: **Existe relação entre a qualidade do lucro e a estrutura acionária das empresas brasileiras?**

Para medida de qualidade do lucro, utilizamos como *proxies* a persistência do lucro (SLOAN, 1996), a qualidade dos *accruals* (FRANCIS ET. AL., 2005) e a oportunidade assimétrica e reconhecimento oportuno de perdas (BASU, 1997). Os resultados encontrados evidenciam relação entre a qualidade do lucro e a concentração acionária, Indicando que, à medida que a estrutura de propriedade se torna mais dispersa, melhora a persistência do lucro, indicando também uma menor presença de conservadorismo contábil. Em relação à magnitude dos *accruals* discricionários, não foi encontrada relação significativa estatisticamente com a estrutura de propriedade.

Conforme documentado por La Porta et al., (1998, p. 1152), bons padrões contábeis e medidas de proteção ao investidor são associados com a baixa concentração de propriedade, indicando que a concentração é, de fato, uma resposta a fraca proteção ao investidor. Nesse contexto, a importância desta pesquisa reside na contribuição à literatura existente com foco na qualidade da informação divulgada nas demonstrações financeiras, buscando inserir a estrutura acionária da empresa como variável capaz de fornecer informação adicional em relação ao lucro operacional, podendo auxiliar no processo decisório.

O presente trabalho está estruturado em mais quatro sessões, seguindo, a segunda sessão a revisão da literatura, a terceira sessão com os aspectos metodológicos da pesquisa. A quarta sessão apresenta o tratamento e análise estatística dos dados e, finalizando, a quinta seção com as conclusões e considerações finais.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. TEORIA DA AGÊNCIA

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) formaliza o conceito de custo de agência e define como agência, o contrato em que uma ou mais pessoas (o principal) engaja outra (o agente) para desempenhar algum serviço em seu favor que envolve alguma delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente.

Segundo Jensen e Meckling (1976) se ambas as partes da relação buscam maximizar utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre aja nos melhores interesses do principal.

Para Dami, Rogers e Ribeiro (2007, p. 22), os administradores e os acionistas possuem interesses diferentes. Enquanto os acionistas e proprietários buscam a maximização do valor da empresa, os gestores buscam estratégias baseadas em suas preferências pessoais, que não necessariamente coincidem com as dos proprietários.

Dami, Rogers e Ribeiro (2007) argumentam que a existência destes conflitos, os custos de agência e direitos assimétricos levam a necessidade do estabelecimento de mecanismos de controle que regulem a relação entre principal e agente, visando a harmonização dos interesses das partes.

Nesse contexto, Silveira (2004) afirma que a estrutura de propriedade, juntamente com o conselho de administração e a remuneração dos administradores, são os principais mecanismos de controle, no ambiente interno, para o processo de governança.

A concentração de propriedade trás como vantagem mais importante a possibilidade de os proprietários monitorarem a administração com provável redução de conflitos e custos de agência (DAMI, ROGERS E RIBEIRO 2007, p. 24).

A presença de acionistas controladores reduz a possibilidade dos administradores possuírem o controle efetivo da empresa em decorrência do reduzido poder individual dos acionistas por conta da pequena parcela da propriedade (SHLEIFER E VISHNY, 1997).

Diferentemente de como sugere a tradicional literatura sobre governança corporativa onde aparecem problemas de agência Tipo I, onde os conflitos permeiam a relação entre gestores e acionistas, no Brasil estes conflitos são entre acionistas controladores e acionistas minoritários (LOPES E WALKER, 2008, p. 10),

o que, segundo os pesquisadores, é uma consequência da estrutura acionária concentrada, além do fraco ambiente institucional no Brasil (ANDERSON, 1999).

2.2. ESTRUTURA ACIONÁRIA

A estrutura acionária é um dos principais mecanismos de governança corporativa e a maioria dos estudos iniciais sobre o assunto visava analisar a influência deste mecanismo no desempenho das empresas, encontrando como resultados relação positiva significativa e não monotônica ou não significativa entre a estrutura acionária e o desempenho da empresa (SILVEIRA ET AL., 2008, p. 17).

Demsetz e Lehn (1985) argumentam que a concentração acionária pode ser determinada por características das empresas ou dos setores em que atuam como: tamanho, risco e regulação. Uma linha de pesquisa desenvolvida por La Porta et al., (1998), que estudaram a variação da estrutura acionária das empresas em diversos países, sugere que as diferenças nas bases legais e sua aplicação eficaz provocam diferenças na estrutura de propriedade. Estes autores identificaram que países com sistema legal *common Law* proporcionam maior proteção aos investidores do que os países com sistema baseado em *code Law*.

Assim, países que apresentam fraca proteção aos investidores desenvolvem mecanismos substitutos para ajudar nesta proteção, tais como, dividendos obrigatórios (exemplo de uma regulação obrigatória) e exigências de reserva legal (LA PORTA, LOPES-DE-SINALES E SHLEIFER, 1998). Nesse contexto La Porta et al., (1998) afirmam que uma das respostas adaptadas para fraca proteção dos investidores é a concentração acionária, buscando a minimização da probabilidade de expropriação dos acionistas por parte dos gestores.

Para Shleifer e Vishny (1997), a presença de acionistas controladores reduz a possibilidade dos administradores possuírem o controle efetivo da empresa, em decorrência do reduzido poder individual dos acionistas por conta da pequena parcela da propriedade. No entanto, segundo Demsetz e Lehn (1985), é possível que empresas dentro de um mesmo país apresentem níveis de concentração acionária diferentes dadas as características intrínsecas destas ou do seu setor de atuação.

No mesmo sentido, Dami, Rogers e Ribeiro (2007) documentam que a concentração de propriedade trás como vantagem mais importante a possibilidade de os proprietários monitorarem a administração com provável redução de conflitos e custos de agência.

Entretanto Okimura (2003) argumenta que a literatura sobre o assunto documenta que existem vantagens, mas também, desvantagens associadas à concentração acionária. La Porta *et al.*, (1999) e Shleifer e Vishny (1997) sugerem que pode acarretar em prejuízos para a empresa, a presença de acionistas com alta parcela de propriedade por conta dos interesses destes não estarem alinhados aos interesses dos acionistas minoritários.

Conforme argumenta Okimura (2003, p. 28), os investidores controladores podem expropriar o fluxo de caixa da empresa, pagando salários excessivos a si próprios, fazendo nomeação para cargos executivos privilegiados ou posições no conselho para si próprio ou familiar, além de poderem pagar ou receber valores inflacionados ou deflacionados para empresas nos quais são sócios.

Estudos anteriores têm evidenciado que o modelo de propriedade concentrada é mais comum nas empresas. La Porta *et al.*, (1999) apresentam um

estudo com as maiores empresas das 27 nações mais ricas e apontaram que 64% destas empresas apresentam acionista controlador.

Em seu trabalho que estuda oito economias do leste asiático, Claessens *et al.*, (2002) documentam que 60% das empresas privadas apresentam como acionista controlador um grupo familiar. Com uma amostra de 1433 empresas de 18 países emergentes e Lins (2003) afirma que 69% das empresas nestes mercados emergentes apresentam um bloco controlador na gestão.

Nesse contexto, o Brasil se apresenta como país de base legal fundada no direito romano (*code Law*) - em que segundo La Porta *et al.*, (1998) possui baixa proteção ao investidor – além de ser uma economia emergente, onde as empresas possuem estrutura acionária configurada por alta concentração, sendo poucos acionistas, geralmente, possuindo as ações com direito a voto (GONZAGA E COSTA, 2009).

Leal *et al.*, (2002) encontraram um elevado grau de concentração de capital votante em 1998, mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa do capital votante da empresa.

Na literatura acadêmica, não existe unanimidade quanto à escolha de medidas de propriedade e controle para análise do desempenho e valor da empresa (OKIMURA 2003, p. 44). Segundo Okimura (2003), algumas pesquisas com foco no impacto da concentração de propriedade tendem à utilização do índice de Herfindahl³ como Demsetz e Lehn (1985).

³ Índice de Herfindahl é definido como método de avaliação do grau de concentração num mercado. No presente estudo é obtido pelo $\log (\% \text{ concentração} / [100 - \% \text{ concentração}])$ (Demsetz e Lehn, 1985, p. 1.163), conforme explicado mais adiante.

Denis (2001) documenta que uma definição geralmente aceita é que são considerados acionistas significativos, aqueles que possuem uma parcela superior a 5% das ações da empresa. Pedersen e Thomsen (1997) propõem categorizar a concentração acionária em três classes segundo o grau de propriedade:

- Dispersa: quando o maior acionista detém menos de 20% do controle;
- Dominante: quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle;
- Majoritária: quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

2.3. QUALIDADE DO LUCRO

Existe uma extensa literatura em torno das características e qualidade do lucro, como afirmam Penman e Zhang (2002). Dechow, Ge e Schrand (2010), revisaram mais de 300 estudos Nesse sentido, identificando as principais *proxies* de medida de qualidade do lucro divulgado nos relatórios financeiros.

Aboody, Hughes e Liu (2005) analisaram a qualidade do lucro mediando-a como o valor absoluto do componente do *accrual* discricionário, buscando identificar se a qualidade do lucro é *proxy* de assimetria de informação capaz de afetar o custo de capital. Além de verificar, se a informação privada favorece para maiores ganhos quando a informação do lucro é de menor qualidade. Lo (2008) faz uma análise da qualidade do lucro vislumbrando a detecção de gerenciamento de resultado, sob a ótica do investigador na cena do crime.

Tong e Miao (2011) encontraram evidências da relação da qualidade do lucro com o pagamento de dividendos, sugerindo que uma potencial parte da informação fornecida pelos dividendos está relacionada à qualidade dos lucros.

Podemos ainda relacionar outros trabalhos existentes na literatura sobre a qualidade do lucro e gerenciamento de resultados: McNichols (2001); Imhoff (2003); Penman (2003); Dechow e Schrand (2004); Francis *et al.*, (2006).

Dechow e Schrand (2004) afirmam que o lucro pode ser considerado com qualidade alta quando o retorno sobre o patrimônio é uma boa medida da taxa interna de retorno nos projetos atuais da empresa.

Tomamos por base para a definição de qualidade do lucro Dechow, Ge e Schrand (2010, p.344) que afirma que a maior qualidade do lucro fornece mais informação sobre as características de um desempenho financeiro da empresa que são relevantes para uma tomada de decisão específica feita por um gestor específico.⁴

Nesse contexto, segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), existem três características relevantes a serem observadas em relação a qualidade do lucro nesta definição. Primeiro, a qualidade do lucro só existe no contexto de um modelo específico de decisão; segundo, a qualidade do lucro só existe se esse é informativo em relação ao desempenho da empresa; terceiro, a qualidade do lucro é conjuntamente determinada pela relevância do desempenho financeiro fundamental para decisão e pela capacidade do sistema contábil de mensurá-lo. Portanto, como observado por Dechow, Ge e Schrand (2010), a qualidade do lucro depende do desempenho financeiro da empresa e do sistema contábil que o avalia.

Corroborando com esta perspectiva Hendriksen e Breda (1999, p. 199) argumentam que “o objetivo primordial da divulgação do lucro é o fornecimento de informações úteis àqueles que estão mais interessados nos relatórios financeiros”

⁴ Tradução livre do autor.

Adicionalmente Francis et al., (2005) averiguaram a relação entre a qualidade dos *accruals* e o custo de capital de terceiros e capital próprio, encontrando que empresas com pobre qualidade dos *accruals* tem maiores custos de capital próprio e de terceiros, bem como maiores taxas de juros por dívida e menores índices de classificação de dívida (*debt ratings*). Os autores investigaram se o custo da qualidade dos *accruals* difere dependendo de sua fonte, não discricionários (fatores inatos) ou discricionários (objeto de intervenções da gestão).

A preocupação com os critérios utilizados para a formação do lucro perpassa pela discricionariedade da alta gestão da empresa no tocante à parte gerenciável dos *accruals* (discricionários). Nesse sentido a estrutura acionária figura como mecanismo disciplinar na relação entre o acionista e o gestor (SILVEIRA, BARROS E FAMÁ, 2008).

2.4. PROPRIEDADES DO LUCRO

2.4.1. Oportunidade Assimétrica (Conservadorismo) e Reconhecimento Oportuno de Perda (Oportunidade)

Costa, Lopes e Costa (2006) afirma que a mensuração contábil pode exigir a utilização de estimativas de valores futuro incertos. Essas estimativas, segundo os autores, geram incerteza quanto ao valor correto. Para Costa, Lopes e Costa (2006) essa incerteza em relação às estimativas serviu de base para o conceito contábil de conservadorismo.

A partir do trabalho seminal publicado por Basu (1997), um crescente número de pesquisas tem sido realizadas no âmbito de práticas contábeis conservadoras, tanto no Brasil (Costa, Lopes e Costa, 2006; Gonzaga e Costa, 2009; Santos e

Costa, 2008, Mendonça et al 2010), como no exterior (Pope e Walker, 1999; Watts, 2003).

Ball, Kothari e Robin (2000) argumentam que a oportunidade é definida como a medida com que o resultado econômico corrente é incorporado pelo lucro contábil corrente e o conservadorismo como a medida que o lucro contábil corrente incorpora assimetricamente as más e as boas notícias.

Como documenta Watts (2003), o conservadorismo se refere aos efeitos cumulativos financeiros representados no balanço patrimonial e na receita ou lucros acumulados desde o início da operação da empresa.

Nesse contexto o conservadorismo é identificado em dois tipos na literatura, o conservadorismo de lucro e o conservadorismo de balanço. O primeiro, conforme documenta Watts (2003), é identificado com base no reconhecimento assimétrico entre o grau de exigência para reconhecimento dos ganhos em detrimento ao reconhecimento das perdas. Esta é a interpretação utilizada neste trabalho.

Basu (1997) documenta evidências de que o retorno reflete mais rapidamente as “más notícias” do que as “boas notícias”. Esse reconhecimento assimétrico é o que trata o conservadorismo, ou seja, o conservadorismo traduz como resultado reflete no lucro contábil as “más notícias” mais rapidamente que as “boas notícias”.

O segundo conceito de conservadorismo, o de balanço, como documenta Feltham e Ohlson (1995), é definido como o reconhecimento subavaliado do *book value* dos investimentos acionistas em relação ao seu *market value* e de forma persistente.

Para Costa *et al.*, (2006, p.13) a “utilização excessiva do conservadorismo pode levar à divulgação de informação com falsos sinais para seus usuários”.

Penman e Zhang (2002) diagnosticaram empiricamente baixa qualidade do lucro que resulta da variação em investimentos com conservadorismo contábil.

Penman e Zhang (2002) argumentam que o conservadorismo contábil levanta dúvidas quando a qualidade da informação contábil e do lucro. Isso porque, com crescimento no investimento, os lucros são reduzidos criando reservas ocultas. Estas reservas podem ser reduzidas, gerando lucro, advindos da redução de investimentos ou reduzindo sua taxa de crescimento.

Como documentam ainda a este respeito, Penman e Zhang (2002), esse gerenciamento de resultado pode ou não ser pretendido pelos gestores, mas se pretendido ele deve ser entendido como alcançado pelo efeito conjunto entre as atividades reais da empresa e de políticas contábeis.

Os autores chamam de efeito perverso a redução dos investimentos reduzindo lucros futuros destes investimentos, com conservadorismo contábil, no contexto de que a redução dos investimentos aumenta o lucro corrente, tornando-o um indicador pobre para previsão de lucros futuros (PENMAN; ZHANG, 2002, p. 2).

Por outro lado, Watts (2003a) evidencia que o conservadorismo contábil está relacionado com as relações contratuais entre a empresa e os credores, na intenção da garantia do cumprimento das obrigações contratuais. Assim, o conservadorismo pode ser considerado como mecanismo eficiente na determinação dos parâmetros dos contratos (PAULO; ANTUNES; FORMIGONI, 2006), uma vez que contribui para redução do comportamento oportunístico dos gestores (WATTS, 2003a).

Para Basu (1997) a presença de conservadorismo pode ser estimada pelo grau de reversão dos componentes transitórios do lucro. Onde as “más notícias” são reconhecidas, de forma tempestiva, como despesa do período. Ao passo que as

“boas notícias” têm sua mensuração e reconhecimento diferidos até o momento de sua realização.

Lubberink e Huijgen (2000) investigaram as práticas conservadoras nas empresas americanas observando os gestores e suas preferências que explicam o conservadorismo nos resultados. Seus resultados indicam que os gestores avessos a riscos tendem a aumentar mais o nível de conservadorismo que os menos avessos a risco.

Mendonça et al., (2010) analisaram o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo das empresas brasileiras com ADR's, não encontrando evidências de que a SOX tenha influenciado no conservadorismo. Entretanto, encontraram um aumento de práticas conservadoras nas empresas brasileiras a partir de 2002.

2.4.2. Qualidade dos Accruals

Galdi (2008) documenta que o *accrual* pode ser definido como diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional do período. Da mesma forma Dechow e Schrand (2004) afirmam que a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa são os ajustes de *accruals*.

Para Dechow e Dichev (2002), os *accruals* são ajustes temporários que alteram o fluxo de caixa no período. Argumentando que os *accruals* são ajustes nos fluxos de caixa que, como maior benefício, tornam o lucro uma medida capaz de refletir o desempenho futuro da empresa de forma mais acurada que o fluxo de caixa.

Como documentam Dechow e Dichev (2002), algumas pesquisas apresentam o papel benéfico dos *accruals*, que tornam o lucro uma melhor medida de desempenho que o fluxo de caixa adjacente, enquanto outra corrente de pesquisa investiga a manipulação dos *accruals* com o objetivo de alcançar o gerenciamento do resultado.

Nesse sentido, Healy (1985) documenta que os *accruals* podem ser decompostos em componentes discricionários (*normal accruals*) e não-discricionários (*abnormal accruals*), sendo que os *accruals* não-discricionários pressupõem os ajustes no fluxo de caixa que são obrigatórios pelas normas contábeis, e os *accruals* discricionários, por sua vez, pressupõem os ajustes no fluxo de caixa advindos de escolhas gerenciais. Em outras palavras, os *accruals* discricionários configuram a parte gerenciável.

Para Dechow e Schrand (2004) a qualidade do lucro pode variar entre empresas como uma função dos *accruals* mesmo que não exista manipulação intencional do resultado, uma vez que a determinação do lucro exige estimativas e julgamentos, ao contrário do fluxo de caixa, tomando como pressuposto que algumas empresas exigem mais previsões que outras.

Os erros de estimativas e suas conseqüentes correções reduzem o papel benéfico dos *accruals*. Portanto, a qualidade dos *accruals* e do lucro é reduzida na magnitude dos erros de estimativas (DECHOW e DICHEV, 2002).

Dechow e Dichev (2002) apresentam o modelo que incorpora a intuição de que o tempo das realizações econômicas da empresa muitas vezes difere da tempestividade dos fluxos de caixa relacionados e que os benefícios dos *accruals* é ajustar estes problemas de tempo dos fluxos de caixa. Com o foco no *accrual* capital de giro, o modelo pressupõe que o início e reversão destes *accruals* ocorre dentro

de um ano, regredindo as variações no capital de giro com os fluxos de caixa do ano anterior, ano atual e um ano seguinte.

Os resíduos desta regressão são não correlacionados com o fluxo de caixa e captura os erros de estimação e suas reversões. O desvio padrão destes resíduos representa uma medida de qualidade dos *accruals* em que maior desvio padrão implica em menor qualidade (DECHOW; DICHEV, 2002), conseqüentemente menor qualidade dos lucros.

Seguindo a mesma perspectiva de Dechow e Dichev (2002), McNichols (2002) sugere ao modelo proposto a adição do crescimento da receita na tentativa de refletir o desempenho, além da adição do investimento em permanente que expande o modelo para uma medida mais ampla dos *accruals* que considera a depreciação (Dechow, Ge e Schrand, 2010). McNichols (2002) sugere que com a inserção destas variáveis aumenta o poder explicativo do modelo proposto por Dechow e Dichev (2002), reduzindo assim, a medida de erro.

Seguindo a direção tomada por McNichols (2002), Francis *et al.*,(2005) expande o modelo de qualidade dos *accruals* de Dechow e Dichev (2002) e o estende de uma segunda forma, decompondo o desvio padrão dos resíduos do modelo em um componente que reflete o ambiente operacional da empresa e um componente discricionário que reflete a escolha gerencial.

Como apresentado por Dechow e Dichev (2002), é provável que a magnitude média dos erros de estimação, independente se intencional ou não, seja sistematicamente relacionada com características operacionais da empresa.

Para estimar a qualidade dos *accruals*, Francis *et al.*, (2005) faz estimações anuais utilizando cinco característica do ambiente operacional da empresa como

apresentados por Dechow e Dichev (2002), sendo eles: o tamanho da empresa; a magnitude da volatilidade do fluxo de caixa operacional (medido pelo desvio padrão dos fluxos de caixa); a magnitude da volatilidade da receita de vendas (medido pelo desvio padrão das vendas); o tamanho do ciclo operacional em dias e a incidência da realização de lucros negativos.

Como argumentaram Dechow e Dichev (2002), esperam-se as seguintes relações entre as características operacionais da empresa e a qualidade dos *accruals*:

- Quanto menor a empresa, menor será a qualidade dos *accruals*, dado que empresas maiores têm melhor estabilidade e previsões da operação, logo, pouco e menor possibilidade de erros nas estimativas.
- Quando maior o desvio padrão dos fluxos de caixa, menor a qualidade dos *accruals*, pois este mede uma alta incerteza do ambiente operacional.
- Maior desvio padrão das vendas implica em menor qualidade dos *accruals*, dado que a volatilidade das vendas indica volatilidade no ambiente operacional incorrendo de maior uso de aproximações e estimativas.
- Quanto ao ciclo operacional, as expectativas são as mesmas. Maior ciclo operacional é indicativo de menor qualidade, uma vez que também apresenta como incerteza operacional.
- Espera-se que maior incidência de ocorrência de lucros negativos indique menor qualidade dos *accruals*, uma vez que apresenta indicativo severo de choques no ambiente operacional, logo aumentando o cenário de incertezas e necessidade de estimativas.

2.4.3. Persistência do Lucro

Definindo de forma similar a Lipe (1990), a “persistência” do lucro é o grau em que mudanças inesperadas no lucro do período corrente, afeta o lucro de período futuro. Dechow, Ge e Schrand (2010) afirma que as pesquisas em persistência do lucro como *proxy* de medida da qualidade deste, é motivada pelo pressuposto de que maior persistência e sustentabilidade do lucro é assumida como melhor indicador de fluxos de caixa futuro e por isso uma informação mais útil para modelos de *valuation*.

As empresas que apresentam lucros mais persistentes têm maior valorização no mercado de ações, logo um aumento nas estimativas de persistência do lucro trará maior retorno no mercado (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

Para estimar a persistência do lucro, Dechow, Ge e Schrand (2010) apresentam um modelo simples que expressa a relação entre o desempenho do lucro atual e o desempenho do lucro futuro. Dechow, Ge e Schrand (2010) documenta uma extensão comum deste modelo, que propõe a decomposição do lucro em seus componentes de fluxo de caixa das operações e *accruals* totais.

Conforme documenta Dechow, Ge e Schrand (2010), os *accruals* como componente do lucro são os determinantes de persistência mais estudados na literatura. Os resultados encontrados por Sloan (1996) indicam o desempenho do lucro atribuído ao componente *accrual*, exibe menor persistência do que o desempenho atribuído ao componente fluxo de caixa do lucro.

Como documenta Sloan (1996) a menor persistência do componente *accruals* é dada pelo resultado de problemas nas mensurações do sistema contábil ou devido

a como os *accruals* refletem o desempenho da empresa ou ainda devido à discricção permitida pelo sistema contábil.

Dechow e Dichev (2002) definem *accruals* como ajustes temporários que modificam o fluxo de caixa de vários períodos, e que o maior benefício desta mudança no fluxo de caixa é apresentar números que expressam melhor o desempenho econômico da empresa.

Contudo, segundo Dechow e Dichev (2002), os benefícios dos *accruals* são acompanhados do custo de fazer suposições e estimativas em que se pode incorrer em erros. Para Dechow e Dichev (2002) tanto os erros de estimativas como suas subseqüentes correções reduzem os benefícios dos *accruals*. Portanto, a qualidade dos *accruals* e dos lucros diminuem na magnitude de erros de estimação dos *accruals*.

Entretanto, conforme documentam Dechow, Ge e Schrand (2010), a menor persistência do componente *accruals*, não implica em que estes não sejam úteis como informação. Isto significa que os lucros quando composto predominantemente de *accruals*, serão menos persistentes que quando composto predominantemente pelo componente fluxo de caixa. Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010), este resultado pode ser interpretado como evidência de que *accruals* não fornece qualidade ao lucro.

De forma a compreender esta relação dos *accruals* como determinante da persistência, afirmam Dechow, Ge e Schrand (2010, p. 354), pesquisadores têm mostrado que os lucros produz menor erros de previsões do que o fluxo de caixa em modelos de *valuation*, que os lucros é mais fortemente associado com retorno das ações que o fluxo de caixa, os lucros são mais persistentes que o fluxo de caixa e

são menos voláteis que seu componente fluxo de caixa. Sendo assim os *accruals* podem fornecer informação útil, apesar do fato de serem menos persistentes.

3. METODOLOGIA

3.1. LEVANTAMENTO DOS DADOS

A amostra da pesquisa compreende as empresas de capital aberto listadas na BOVESPA, com os dados coletados na base do software Economatica. Foram selecionados os dados referentes às demonstrações no período de 1999 a 2009, período em que está disponível consistentemente a informação do percentual de ações pertencentes ao maior acionista e de propriedade dos cinco maiores acionistas.

Foram excluídas da amostra as empresas de serviços financeiros e seguros, devido a sua estrutura contábil específica. Foram excluídas ainda as que não apresentaram a informação da concentração acionária de forma consistente ao longo do período, para tal foram consideradas as empresa que possuem a informação disponível por pelo menos 5 anos.

Para expurgar os efeitos das observações extremas (*outliers*) nos modelos econométricos, foi efetuado um winsorize nas variáveis, lucro contábil, *accruals*, fluxo de caixa operacional e retorno econômico. Foi escolhido este procedimento por que permite, sem alterar o tamanho da amostra neutralizar os efeitos dos *outliers*, pois consiste em substituir os valores no topo e na base da amostra com o valor dos percentis 97,5% e 2,5% respectivamente.

Segundo Okimura (2003, p. 44), não existe na literatura acadêmica unanimidade quanto à escolha de medidas de propriedade e controle para análise do desempenho e valor da empresa. Algumas pesquisas com foco no impacto da concentração de propriedade tendem à utilização do índice de Herfindahl (OKIMURA 2003).

Segundo Demsetz e Lehn (1985), nossa medida de concentração ($Conc_{A1}$) é dada pelo percentual de ações de propriedade do maior acionista. Buscando expandir o conceito de concentração foi utilizado também o percentual de ações pertencentes aos cinco maiores acionistas ($Conc_{A5}$). Isso porque, os gestores, frequentemente possuem ações que os colocam na categoria de acionistas. Por isso, a fração de ações pertencentes ao maior acionista não é uma medida confiável do grau de proteção do investidor. No entanto, normalmente os gestores dificilmente possuem ações capaz de torná-los um dos cinco maiores acionistas (DEMSETZ E VILLALONGA, 2001, p. 215).

Assim, ambas são calculadas como:

$$\text{Log} \left(\frac{\% \text{ de concentração}}{100 - \% \text{ de concentração}} \right)$$

O quadro 1 fornece uma visão de como estão distribuídas as empresas da amostra estudada, apresentando a concentração acionária destas empresas, percentual de ações de posse do maior acionista. O valor apresentado é o percentual de empresas que tem concentração dispersa, dominante e majoritária, conforme o conceito utilizado no estudo.

Ano	Concentração Acionária			Número de empresas
	Dispersa	Dominante	Majoritária	
1999	6.4%	32.3%	61.3%	235
2000	6.1%	32.0%	61.9%	231
2001	5.5%	30.1%	64.5%	256
2002	6.0%	30.2%	63.9%	252
2003	5.2%	26.1%	68.7%	249
2004	5.0%	25.2%	69.8%	242
2005	4.5%	25.8%	69.7%	244
2006	6.2%	27.6%	66.2%	225
2007	7.4%	30.9%	61.7%	230
2008	7.8%	24.8%	67.5%	206
2009	9.5%	28.6%	61.8%	199

Quadro 1: Distribuição de Frequência da amostra

Nota: Pedersen e Thomsen (1997). Dispersa, maior acionista detém menos de 20% do controle; Dominante, maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; Majoritária, o maior investidor detém mais de 50% do controle

3.2. TRATAMENTO ESTATÍSTICO

3.3. Hipótese de Endogeneidade

Os modelos econométricos utilizados neste trabalho utilizam como variável explicativa da qualidade do lucro a concentração acionária pressupondo que está seja uma variável exógena ao modelo. No entanto, há a possibilidade de que a variável seja endógena (correlacionada com o termo de erro, $cov(x_j, u) \neq 0$ (WOOLDRIDGE, 2006)) em relação ao lucro contábil, ou seja, uma determinada estrutura acionária pode ocasionar a divulgação lucro de qualidade alta. Entretanto, a evidenciação de lucros de alta qualidade pode atrair investidores para empresa e modificar a estrutura de concentração acionária.

Conforme documenta Silveira (2004), pesquisas anteriores afirmam que o tipo de ocorrência como mencionada, decorrem do fenômeno de causalidade reversa, em que consiste tomar a causa pelo efeito e o efeito pela causa.

Silveira (2004) documenta que diversos estudos têm sido realizados no âmbito da concentração da estrutura acionária visando verificar sua relação com o desempenho da empresa. Os primeiros estudos empíricos na área buscavam testar esta relação, avaliando o impacto da concentração sobre o desempenho por meio de regressões com equações isoladas, onde a estrutura acionária atuava como variável independente (SILVEIRA, 2004, p. 67).

Entretanto, como documenta Silveira (2004), estudos recentes como Demsetz e Lehn (1985), Cho (1998) e Himmelberg et al (1999), Demsetz e Villalonga (2001), tem tratado a estrutura acionária como variável endógena por meio de utilização de

técnicas econométricas mais sofisticadas. Os resultados encontrados por estes pesquisadores têm corroborado para a hipótese de que a estrutura acionária não é uma variável exógena.

Em comum nestas pesquisas, encontramos a metodologia aplicada, em um primeiro momento, foram rodadas regressões com MQO (Mínimos Quadrados Ordinários), em seguida, os autores realizaram regressões por meio de equações simultâneas, tratando a concentração acionária como variável endógena.

Segundo argumenta Wooldridge (2006), se estimarmos o modelo de regressão por mínimos quadrados na presença de endogeneidade obteremos estimadores viesados e inconsistentes para o parâmetro do modelo. Para solução deste problema, o autor sugere a estimação por meio de mínimos quadrados de dois estágios (2SLS – *Two Stages Least Squares*), onde no primeiro estágio regredimos a variável endógena em função de suas variáveis instrumentais⁵ gerando uma matriz de valores ajustados para cada uma das regressões e no segundo estágio estimamos o modelo para a variável dependente em função dos valores estimados para as variáveis explicativas.

Para o presente trabalho, seguimos o caminho desses estudos, tratando a variável concentração acionária como uma variável endógena. Para maior robustez dos testes aplicados, utilizamos uma variação do teste de Hausman como proposto por Davidson e MacKinnon (1989, 1993)⁶.

⁵ Segundo Wooldridge (2006) Variável instrumental (z) de uma variável endógena (x) é aquela que satisfaça as seguintes suposições:

1 – Não correlacionada com o termo de erro, isto é, $Cov(z, e) = 0$ e

2 - (z) é correlacionada com (x), ou seja, $Cov(z, x) \neq 0$

⁶ Davidson e MacKinnon (1989, 1993) propuseram um teste padrão de significância de coeficientes, equivalente ao teste de Hausman. Este teste consiste em rodar uma regressão utilizando MQO da variável explicativa, na qual, busca-se testar a hipótese de endogeneidade, em relação às demais variáveis explicativas do modelo original e seu instrumento. O próximo passo será a utilização dos resíduos desta regressão como novo regressor, juntamente com todas as variáveis explicativas do modelo original. Caso o coeficiente estimado

3.4. Oportunidade Assimétrica (conservadorismo) e Reconhecimento Oportuno de Perda (oportunidade)

Para estimar os indicadores de conservadorismo, partiu-se do modelo de reversão dos componentes transitórios nos lucros proposto por Basu (1997):

$$\frac{Luc_{it}}{P_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 RE_{it} + \beta_3 D_{it} RE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 1

Em que Luc_{it} o lucro contábil líquido por ação da empresa i no período t , D_{it} é uma variável *dummy* que assume o valor “1” se o retorno econômico for negativo e “zero” se for positivo, RE_{it} é o retorno econômico da empresa i no período t (o retorno econômico é dado pelo $P_t - P_{t-1}$) e P_{t-1} é o preço da ação no final do ano anterior.

Na equação 1, os coeficientes β_1 e β_3 capturam o reconhecimento assimétrico do retorno econômico pelo lucro contábil (conservadorismo). Enquanto o coeficiente β_2 captura o reconhecimento oportuno do retorno econômico no lucro contábil corrente, em outras palavras, reflete a oportunidade do lucro contábil.

Segundo Basu (1997), β_3 é positivo e significativo, estatisticamente, se as “más notícias” são reconhecidas nos lucros antes que as “boas notícias” indicando a presença de conservadorismo. A variável *Dummy* D_{it} é utilizada para testar a maior sensibilidade do lucro líquido contábil aos retornos negativos que aos positivos.

Se o retorno econômico negativo for incorporado mais significativamente pelo lucro contábil do que o retorno econômico positivo, indica sinal da existência de

deste novo regressor for significativamente diferente de zero, existem indícios para aceitarmos a hipótese de endogeneidade da variável testada.

conservadorismo no reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil, β_3 será maior e mais significativo estatisticamente que β_2 (COSTA ET. AL, 2006).

Na equação 1, referente ao modelo de Basu (1997) acrescentou-se a variável concentração acionária $Conc_{Ak_{i,t}}$ em que “k” representa o índice que informa se a concentração é medida pelo percentual de ações de propriedade do maior acionista (k=1) ou se pelo percentual de ações de pertencentes aos cinco maiores acionistas (k=5).

A estimação foi realizada por meio do modelo de equações simultâneas no intuito de corrigir o problema de endogeneidade da variável concentração acionária. Para teste de endogeneidade foi realizado o teste de significância dos coeficientes, sendo que os resultados apresentaram evidência da existência da endogeneidade ao nível de 1%.

$$\frac{Luc_{it}}{P_{t-1}} = (\beta_{11} + u_i) + \beta_{12}D_{it} + \beta_{13}RE_{it} + \beta_{14}D_{it}RE_{it} + \beta_{15}Conc_{Ak_{i,t}} + \beta_{16} \left(Conc_{Ak_{i,t}} * RE_{it} \right) + \beta_{17} \left(Conc_{Ak_{i,t}} * D_{it}RE_{it} \right) + \varepsilon_{it}$$

$$Conc_{Ak_{i,t}} = \beta_{21} + \beta_{22}Log(Rec) + \beta_{23}ADR_t + \sum_{j=1}^{10} \delta_j ANO + \varepsilon_2$$

Equação 2

Como instrumento da variável concentração acionária, foi utilizado o logaritmo da receita $Log(Rec)$, como métrica do porte da empresa. Segundo argumenta Himmelberg et. al. (1999), nas empresas maiores os acionistas podem ter acesso à melhor proteção, motivando uma concentração mais dispersa. Entretanto, por outro lado, empresas grandes podem apresentar conflitos de agência mais intensos, induzindo a maior concentração.

Também foi utilizada a variável “ADR” que indica se a empresa tem *American Depositary Receipts* (ADR’s) buscando identificar o impacto da mudança da regulação na concentração acionária. Ainda foi incluída a variável *dummy* ANO com o intuito de capturar os efeitos macroeconômicos do período.

No modelo, apresentado na equação 2, o coeficiente β_{15} captura a relação do lucro com a concentração acionária da empresa. Os coeficientes β_{16} e β_{17} indicam se existe alguma relação estatística significativa entre a variável independente “concentração acionária ($Conc_{Ak_{i,t}}$)” e o retorno econômico.

A primeira hipótese de pesquisa é encontrada no contexto apresentado acima e subdivide-se em função do teste proporcionado pelo modelo:

H_{0(i)a}: Empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, apresentam menor nível de conservadorismo do que as que possuem estrutura acionária concentrada.

H_{0(i)b}: Empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, incorporam o retorno econômico mais significativamente do que as empresas que possuem estrutura acionária concentrada.

3.5. Qualidade dos *Accruals*

Para estimar a qualidade dos *accruals* usamos o modelo proposto por Dechow e Dichev (2002) modificado por McNichols (2002):

$$\Delta WC_{j,t} = \beta_{0j} + \beta_{1j} CFO_{j,t-1} + \beta_{2j} CFO_{j,t} + \beta_{3j} CFO_{j,t+1} + \beta_{4j} \Delta REV_{j,t} + \beta_{5j} PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

Equação 3

Onde os resíduos (ε_t) da regressão refletem a magnitude do *accruals* não relacionados com o fluxo de caixa realizado e o desvio padrão destes resíduos representa uma medida de qualidade dos *accruals* em que maior desvio padrão significa menor qualidade (DECHOW e DICHEV, 2002).

Na equação CFO_{t-1} é o fluxo de caixa da empresa no ano $t - 1$, CFO_t o fluxo de caixa da empresa no ano t , CFO_{t+1} o fluxo de caixa da empresa no ano $t + 1$, ΔREV_t é a variação da receita deflacionada pelo total do ativo, PPE_t é o investimento em imobilizado deflacionado pelo total do ativo e TCA é o Total de *Accruals* Correntes, estimado por:

$$\Delta WC_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDebit_{j,t}$$

Equação 4

Seguido de $\Delta CA_{j,t}$ como a variação em ativo circulante da empresa j entre os anos $t - 1$ e t ; $\Delta CL_{j,t}$ a variação em passivos circulante da empresa j entre os anos $t - 1$ e t ; $\Delta Cash_{j,t}$ a variação em caixa e equivalentes caixa da empresa j entre os anos $t - 1$ e t ; $\Delta STDebit_{j,t}$ a variação em dívidas incluídas em passivo circulante da empresa j entre os anos $t - 1$ e t .

Para identificação dos melhores estimadores, realizou-se teste com o intuito de verificar a existência de endogeneidade, para tanto, foi realizado o teste de significância dos coeficientes, sendo que os resultados não evidenciaram a existência da endogeneidade ao nível de 1%.

Em conformidade com o pensamento de Francis et al., (2005), regredimos os resíduos do modelo em função das características do ambiente operacional das empresas de acordo com Dechow e Dichev (2002).

$$\begin{aligned} \sigma(\varepsilon_t)_{j,t} = & \delta_0 + \delta_1 SIZE_{j,t} + \delta_2 \sigma(FCO)_{j,t} + \delta_3 \sigma(Sales)_{j,t} + \delta_4 OperCycle_{j,t} \\ & + \delta_5 NegEarn_{j,t} + \delta_6 Conc_{Ak_{i,t}} + \delta_7 ADR_{j,t} + \vartheta_{j,t} \end{aligned}$$

Equação 5

Onde: $SIZE_{j,t}$ é o tamanho da empresa i no período t , dimensionado pelo logaritmo valor total do ativo, $\sigma(FCO)_{j,t}$ é o desvio padrão dos fluxos de caixa operacional da empresa j no período t , $\sigma(Sales)_{j,t}$ o desvio padrão das vendas da empresa j no período t , $OperCycle_{j,t}$ o log do ciclo operacional da empresa j no período t e $NegEarn_{j,t}$ o número de anos em que a empresa j apresenta o Lucro Líquido antes dos itens extraordinários menor que zero (FRANCIS et al, 2005).

A variável concentração acionária é controlada por $Conc_{Ak_{i,t}}$ em que “k” representa o índice que informa se a concentração é medida pelo percentual de ações de propriedade do maior acionista (k=1) ou se pelo percentual de ações de pertencentes aos cinco maiores acionistas (k=5).

A variável “ADR” indica se a empresa tem *American Depositary Receipts* (ADR’s) buscando identificar o impacto da mudança da regulação na concentração acionária.

Seguindo Francis et al., (2005), para calcular o $\sigma(\varepsilon_t)_{j,t}$ como *proxy* de qualidade dos *accruals*, foi utilizada uma janela de cinco resíduos anuais, uma vez que é o maior período disponível para a estimação. Desvios padrão grandes dos resíduos indica *accruals* de baixa qualidade e conseqüentemente, lucros de baixa qualidade. Nesse contexto, temos a segunda hipótese de pesquisa:

H_{0(ii)}: Empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, apresentam menor magnitude do desvio padrão dos *accruals* discricionários, indicando maior qualidade do lucro.

3.6. Persistência do Lucro

Partindo do modelo sugerido por Sloan (1996) e Dechow, Ge e Schrand (2010), equação 6, e sua formulação decompondo o lucro em seus componentes fluxo de caixa operacional e *accruals*, equação 7, adicionamos a variável explicativa da pesquisa, a concentração acionária.

$$Lucro_{t+1} = \alpha + \beta Lucro_t + \varepsilon_{t+1}$$

Equação 6

$$Lucro_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Acc_t + \beta_2 FCO_t + \varepsilon_{t+1}$$

Equação 7

Nas equações apresentadas, o “Lucro” é definido como lucro operacional dimensionado pelo total de ativos (SLOAN, 1996, p. 297). Sendo assim, conforme o autor, o β , na equação 6, mede a persistência da taxa de retorno dos ativos. Na equação 7, $\beta_1 < \beta_2$, implica que menor persistência na performance do lucro é atribuída ao componente *accrual* total.

Como primeiro passo, estimamos a persistência do lucro futuro em relação ao lucro atual segundo o modelo abaixo:

$$Lucro_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Lucro_t + \beta_2 Conc_{Ak_t} + \beta_3 (Conc_{Ak_t} * Lucro_t) + \varepsilon_1$$

Equação 8

Sendo $Lucro_{t+1}$ o lucro no ano $t+1$; $Lucro_t$ o Lucro no ano t ; a variável concentração acionária é controlada por $Conc_{Ak_t}$ em que “k” representa o índice que informa se a concentração é medida pelo percentual de ações de propriedade do maior acionista (k=1) ou se pelo percentual de ações de pertencentes aos cinco maiores acionistas (k=5).

Na equação 8 o coeficiente β_3 captura a relação do lucro com a concentração acionária da empresa, ou seja, quanto da variação do lucro passa pela concentração acionária. O coeficiente β_2 indica se existe alguma relação estatística significativa entre a variável independente concentração acionária e o lucro contábil.

Seguindo a metodologia proposta por Sloan (1996), foi decomposto o lucro em seus componentes e adicionada a variável concentração acionária.

$$Lucro_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TA_t + \beta_2 FCO_t + \beta_3 Conc_{Ak_t} + \beta_4 (Conc_{Ak_t} * Acc_t) + \beta_5 (Conc_{Ak_t} * FCO_t) + \varepsilon_{t+1}$$

Equação 9

Para determinação dos valores da variável *accruals* totais, seguiu-se Sloan (1996), que afirma que os *Accruals* totais podem ser calculados usando informações do balanço patrimonial e da demonstração de resultado do exercício.

$$TA = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$$

Equação 3

Sendo, ΔCA a variação em ativo circulante; $\Delta Cash$ a variação em caixa e equivalentes caixa; ΔCL a variação em passivos circulante; ΔSTD a variação em dívidas incluídas em passivo circulante; ΔTP a variação em imposto de renda a pagar e Dep a despesas com depreciação e amortização.

Sloan (1996) comenta que debito no passivo corrente e imposto de renda a pagar são excluídos dos *accruals*. O primeiro porque se relaciona com transações de financiamento, em oposição às transações operacionais, e o segundo por consistência com a definição de lucro empregada nos testes empíricos (resultado operacional que exclui despesas com taxas), como afirma Sloan (1996).

Para os anos de 1999 a 2007, o fluxo de caixa é calculado pela diferença do lucro pelos *accruals*, conforme comentam Dechow, Ge e Schrand (1995), os anos de 2008 e 2009 o fluxo de caixa é obtido na base da Economatica, uma vez que para este período esta informação é disponibilizada.

Para estimação da persistência do lucro é utilizado o modelo de painel dinâmico, do qual pode originar alguns problemas de estimação. No presente trabalho temos a presença da variável dependente defasada como variável explicativa, originando problemas de autocorrelação. Além de o agrupamento em painel, ter uma dimensão tempo curta (*small-T*) e uma maior dimensão de número de empresas (*larger-N*).

Arellano e Bond (1991) desenvolveram estimadores que resolvem painel para *small-T* e *larger-N*, que consiste na utilização do método de momentos generalizados (GMM), permitindo a correção do viés da estimação com a variável defasada, bem como aceita variável que não é estritamente exógena, ou seja, aceita certo grau de endogeneidade, corrigindo-o.

Conforme documenta Dechow, Ge e Schrand (2010) o lucro com maior persistência fornecerá maior avaliação patrimonial e, por consequência, o aumento na estimativa de persistência, fornecerá retornos positivos no mercado de capitais.

Portanto, tomando a característica da definição de qualidade do lucro de Dechow, Ge e Schrand (2010), em que qualidade do lucro só existe se esse é informativo em relação ao desempenho da empresa, tem-se a base para a terceira hipótese:

H_{0(iii)}: Empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, apresentam maior persistência do desempenho do lucro futuro em relação ao lucro corrente.

4. TRATAMENTO DOS DADOS

Esta seção é apresentada as estatísticas descritivas dos dados, bem como os resultados obtidos dos testes empíricos que tem como objetivo a investigação do problema de pesquisa.

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis da amostra estudada no neste trabalho.

TABELA 1: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Q1	Mediana	Q3
$Lucro_t$	-0.013	0.204	-0.028	0.018	0.085
$Lucro_{t+1}$	0.001	0.195	-0.019	0.021	0.097
TA_t	-0.024	0.104	-0.066	-0.012	0.022
FCO_t	0.020	0.197	-0.022	0.039	0.130
FCO_{t-1}	0.002	0.219	-0.024	0.030	0.111
FCO_{t+1}	0.036	0.200	-0.007	0.047	0.147
ΔWC_t	0.005	0.099	-0.024	0.003	0.049
ΔREV_t	0.070	0.270	0.000	0.055	0.173
ΔPPE_t	0.355	0.258	0.120	0.363	0.540
$Conc_{A1}_t$	-4.067	2.200	-5.293	-4.871	-4.595
$Conc_{A5}_t$	-3.736	1.985	-4.774	-4.636	-4.595
$SIZE$	5.148	2.114	4.867	5.713	6.419
$OperCycle_t$	1.615	0.936	1.414	1.934	2.149
$NegEarn_t$	1.544	1.759	0.000	1.000	3.000
$\sigma(Sales)_t$	0.243	0.340	0.066	0.132	0.284
$\sigma(CFO)_t$	0.425	5.700	0.050	0.082	0.149
ADR_t	0.047	0.212	0.000	0.000	0.000
Luc_t	-4.369	74.968	-0.088	0.086	0.265
P_{t-1}	6.510	12.725	0.000	0.884	6.201
RE_t	0.832	6.022	-0.012	0.000	1.186
$Log(Rec)_t$	11.132	5.044	10.488	12.813	14.352

Descrição das Variáveis:

$Lucro_t$ É o lucro operacional contábil do período corrente deflacionado pelo ativo médio.

$Lucro_{t+1}$ É o lucro operacional contábil do período subsequente deflacionado pelo ativo médio.

TA_t É o *Accrual* total. Seguindo Sloan(1996) o valor dos *accruals* total é calculado usando informações do balanço patrimonial e da demonstração de resultado do exercício:

$$TA_t = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$$

Sendo: ΔCA = variação em ativo circulante; $\Delta Cash$ = variação em caixa e equivalentes caixa; ΔCL = variação em passivos circulante; ΔSTD = variação em dívidas incluídas em passivo circulante; ΔTP = variação em imposto de renda a pagar; Dep = despesas com depreciação e amortização. Deflacionado pelo ativo médio.

FCO_{t-1} É o fluxo de caixa operacional do período anterior deflacionado pelo

ativo médio.

FCO_t É o fluxo de caixa operacional do período corrente deflacionado pelo ativo médio.

FCO_{t+1} É o fluxo de caixa operacional do período corrente deflacionado pelo ativo médio.

ΔWC_t É a variação do Accrual Capital de Giro calculado usando informações do balanço patrimonial:

$$\Delta WC_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDebit_{j,t}$$
 $\Delta CA_{j,t}$ = variação em ativo circulante da empresa j entre os anos t - 1 e t; $\Delta CL_{j,t}$ = variação em passivos circulante da empresa j entre os anos t - 1 e t; $\Delta Cash_{j,t}$ = variação em caixa e equivalentes caixa da empresa j entre os anos t - 1 e t; $\Delta STDebit_{j,t}$ = variação em dívidas incluídas em passivo circulante da empresa j entre os anos t - 1 e t.

ΔREV_t Variação na Receita deflacionada pelo total do ativo.

ΔPPE_t Investimentos em Imobilizado, deflacionados pelo total do ativo.

$Conc_{A1_t}$ Percentual de ações de posse do maior acionista, calculado de acordo com Demsetz e Lehn (1985)

$$\text{Log}\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$$

$Conc_{A5_t}$ Percentual de ações de posse dos cinco maiores acionistas, calculado de acordo com Demsetz e Lehn (1985)

$$\text{Log}\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$$

$SIZE$ Logaritmo do total do ativo.

$OperCycle_t$ Tamanho do ciclo operacional da empresa, medido pelo logaritmo dos número de dias do ciclo operacional.

$NegEarn_t$ Incidência de lucros negativos, medido pelo número de anos, nos últimos 7 anos, onde a empresa reportou lucro líquido menor que zero.

$\sigma(Sales)_t$ Desvio padrão das vendas da empresa nos últimos 7 anos.
 $\sigma(CFO)_t$ Desvio padrão do fluxo de caixa operacional dos últimos 7 anos.

ADR_t Variável *Dummy* que assume 1 se a empresa tem *American Depositary Receipts* negociadas na bolsa de Nova York.

Luc_t Lucro contábil líquido por ação.

P_{t-1} Preço de fechamento da ação no período anterior.

RE_t Retorno econômico dado pelo preço atual da ação menos o preço do ano anterior.

$\text{Log}(Rec)_t$ Logaritmo da receita da empresa.

4.1. Oportunidade Assimétrica e Reconhecimento Oportuno de Perda (Teste da Hipótese $H_{0(i)}$)

A tabela 2 apresenta os resultados estimados na regressão do modelo de Basu (1997) modificado com a inserção da variável explicativa do estudo, a concentração acionária.

TABELA 2: REGRESSÃO PARA CONSERVADORISMO E OPORTUNIDADE DO LUCRO CONTÁBIL CONSIDERADA A CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

Variáveis	Sinal Esperado	% de ações de posse do maior acionista		% de ações de posse dos cinco maiores acionistas	
		Coefficiente	estatística z	Coefficiente	estatística z
β_0	+	1.376***	3.73	1.386***	3.71
D_{it}	-	-0.187**	-2.44	-0.194**	-2.54
RE	+	-0.118***	-3.58	-0.124***	-3.67
$D_{it} * RE$	-	0.212***	3.69	0.218***	3.75
$Conc_{A1}$	-	0.396***	4.78		
$Conc_{A1} * RE$	+	-0.029***	-4.05		
$Conc_{A1} * D_{it} * RE$	-	0.055***	4.30		
$Conc_{A5}$	-			0.432***	4.75
$Conc_{A5} * RE$	+			-0.033***	-4.13
$Conc_{A5} * D_{it} * RE$	-			0.062***	4.34
ADR_t	-	-0.819**	-1.97	-0.827**	-2.18
$Log(REC)_t$	-	-0.109***	-8.70	-0.099***	-8.67
Nº de observações		2.533			

*, **, *** - Níveis de significância respectivamente 10%, 5% e 1%

- Descrição das Variáveis

D_{it}	Variável dummy que assumirá o valor 1 se o retorno econômico for negativo e zero caso contrário. Permitindo verificar se o lucro contábil é mais sensível aos retornos negativos que aos positivos.
RE	Retorno econômico calculado pela diferença entre o preço da ação do período menos o preço da ação no período anterior.
$D_{it} * RE$	
$Conc_{A1}$	Percentual de ações de posse do maior acionista, calculado de acordo com Demsetz e Lehn (1985) $Log\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$

$Conc_{A1} * RE$	Captura a relação da concentração acionária com o reconhecimento oportuno do retorno econômico.
$Conc_{A1} * D_{it} * RE$	Captura a relação da concentração acionária com o reconhecimento assimétrico das “boas” e “más” notícias.
$Conc_{A5}$	Percentual de ações de posse dos cinco maiores acionistas, calculado de acordo com Demsetz e Lehn (1985) $Log\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$
$Conc_{A5} * RE$	Captura a relação da concentração acionária com o reconhecimento oportuno do retorno econômico.
$Conc_{A5} * D_{it} * RE$	Captura a relação da concentração acionária com o reconhecimento assimétrico das “boas” e “más” notícias.
ADR_t	Variável <i>Dummy</i> que assume 1 se a empresa tem <i>American Depositary Receipts</i> negociadas na bolsa de Nova York.
$Log(Rec)_t$	Logaritmo da receita da empresa.

De acordo com os resultados encontrados, o coeficiente β_1 , busca capturar o conservadorismo, apresenta-se estatisticamente significativo ao nível de 5% e com sinal negativo indicando o reconhecimento assimétrico das “más notícias” em relação às “boas notícias”, ou seja, o indício da presença de conservadorismo na amostra analisada.

Os resultados indicam que o lucro não incorpora o retorno econômico significativamente, indicado pelo coeficiente β_2 que, apresenta sinal negativo indicando uma relação inversa com o lucro contábil, apontando o contrário do que explica Costa, Costa e Lopes (2006) sobre a relação direta, em que o retorno negativo reflete lucro negativo e retorno positivo reflete lucro positivo. Entretanto, este resultado confirma o resultado encontrado pelos autores para o mercado de capitais brasileiro.

O coeficiente β_3 busca refletir o conservadorismo por meio do reconhecimento assimétrico do retorno pelo lucro contábil. Corroborando com os resultados encontrados por Basu (1997), o coeficiente se apresentou estatisticamente significativo e com sinal positivo, indicando a presença de conservadorismo contábil nas empresas estudadas. Indicando que as “más notícias” são mais rapidamente incorporadas pelo resultado, derivando do conservadorismo por políticas contábeis

que exigem maior rigor na verificação para reconhecimento dos ganhos do que para as perdas. O que evidencia o conservadorismo condicional como encontrado por Costa, Costa e Lopes (2006).

No que diz respeito à relação com a concentração acionária, os resultados apontam que tanto para a medida de concentração como percentual de ações pertencentes ao maior acionista $Conc_{A1}$, como para o percentual de ações de propriedade dos cinco maiores acionistas $Conc_{A5}$ as conclusões são semelhantes. Para as duas medidas os coeficientes apresentaram valores estatisticamente significativos a 1%.

Os resultados apontam que à medida que a estrutura acionária fica mais concentrada, maior a indicação de conservadorismo e menor o reconhecimento oportuno do retorno pelo lucro contábil. O que segundo a literatura indicaria a possibilidade de fornecer informações menos confiáveis ao mercado, no que diz respeito ao lucro como indicador eficaz para previsão de lucros futuros (PENMAN E ZHENG, 2002).

Isso pode decorrer do fato que o conservadorismo atue como mecanismo para atenuar os conflitos de agência entre os acionistas minoritários e os acionistas controladores (AHMED ET AL, 2002). Ainda documentado por Gonzaga e Costa (2009) quando os conflitos de agência são mais intensos, a demanda por conservadorismo pode aumentar em função da necessidade de alinhamento de interesse entre estes grupos de acionistas.

O aumento do conservadorismo contábil pode estar relacionado ainda eficiência nas relações contratuais. Segundo documenta Paulo, Antunes e Formigoni (2006), o conservadorismo é um mecanismo eficiente na determinação dos

parâmetros dos contratos, mitigando o comportamento oportunístico dos gestores (WATTS, 2003a).

Diante dos resultados encontrados para o mercado de capitais brasileiro, não refutamos a hipótese $H_{0(i)a}$ em que afirmamos que empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, apresentam menor nível de conservadorismo do que as que possuem estrutura acionária concentrada. Bem como, refutamos a hipótese $H_{0(i)b}$ de que as empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, incorporam o retorno econômico mais significativamente do que as empresas que possuem estrutura acionária concentrada.

4.2. Qualidade dos *Accruals* (Teste da Hipótese $H_{0(ii)}$)

A tabela 3 fornece os resultados estimados para regressão conforme modelo de Dechow e Dichev (2002) alterado por McNichols (2002). Os resultados encontrados seguem os encontrados por Dechow e Dichev (2002), baseados no *cross-sectional* por setor, as variações no capital de giro são negativamente relacionadas com o fluxo de caixa corrente e positivamente relacionadas com fluxos de caixa do período anterior e do período subsequente.

TABELA 3: REGRESSÃO DO TOTAL DE ACCRUALS CORRENTE NOS FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL PASSADO, PRESENTE E FUTURO, VARIAÇÃO NA RECEITA E IMOBILIZADO POR EMPRESAS

PERÍODO DE 1999 A 2009

$$TCA_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 \Delta REV_t + \beta_5 PPE_t + \varepsilon_t$$

	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	R^2_{adj}
Média	0.023	-0.319	0.076	0.165	-7.708	0.48
Primeiro Quartil	-0.045	-0.711	-0.055	-0.048	-0.197	0.27
Mediana	0.114	-0.458	0.087	0.093	-0.010	0.56

Terceiro Quartil	0.307	-0.172	0.240	0.231	0.185	0.84
------------------	-------	--------	-------	-------	-------	------

Definição das Variáveis:

Total de *Accruals* Correntes TCA é estimado pela equação

$$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDebit_{j,t}$$

Seguido de $\Delta CA_{j,t}$ = variação em ativo circulante da empresa j entre os anos t - 1 e t;

$\Delta CL_{j,t}$ = variação em passivos circulante da empresa j entre os anos t - 1 e t; $\Delta Cash_{j,t}$ =

variação em caixa e equivalentes caixa da empresa j entre os anos t - 1 e t; $\Delta STDebit_{j,t}$ =

variação em dívidas incluídas em passivo circulante da empresa j entre os anos t - 1 e t.

CFO_{t-1} É o fluxo de caixa operacional do período anterior deflacionado pelo ativo médio.

CFO_t É o fluxo de caixa operacional do período corrente deflacionado pelo ativo médio.

CFO_{t+1} É o fluxo de caixa operacional do período corrente deflacionado pelo ativo médio.

ΔREV_t Variação na receita deflacionada pelo total do ativo.

PPE_t Investimentos em imobilizados, deflacionados pelo total do ativo.

Na tabela 4, são apresentados os resultados para a regressão conforme a equação 5 onde são estimados os coeficientes das características do ambiente operacional da empresa em relação ao desvio padrão dos resíduos da regressão da equação 4 proposta por McNichols (2002).

TABELA 4: REGRESSÃO DO DESVIO PADRÃO DOS RESÍDUOS NAS CARACTERÍSTICAS SELECIONADAS DAS EMPRESAS

PERÍODO DE 1999 A 2009

Variáveis	Sinal Esperado	% de ações de posse do maior acionista		% de ações de posse dos cinco maiores acionistas	
		Coefficiente	estatística t	Coefficiente	estatística t
$Size_{j,t}$	-	-0.00591**	-2,39	-0.00597**	-2,41
$\sigma(CFO)_{j,t}$	+	0.01029***	6,41	0.01025***	6,38
$\sigma(Sales)_{j,t}$	+	0.03381**	2,57	0.03389**	2,57
$OperCycle_{j,t}$	+	0.00016	-0,07	0.00022	-0,06
$NegEarn_{j,t}$	+	0.00713***	3,40	0.00716***	3,41
ADR_t	+	-0.00172	-0,16	-0.00167	-0,15
$Conc_{A1}$	-	-0.00103	-0,67		
$Conc_{A5}$	-			-0.00130	-0,77
R^2			0.25		0.25

Nº de observações

2.033

*, **, *** - Níveis de significância respectivamente 10%, 5% e 1%

- Descrição das Variáveis

$Size_{j,t}$	Log do total do ativo.
$\sigma(CFO)_{j,t}$	Desvio padrão do fluxo de caixa operacional calculado nos últimos 5 anos.
$\sigma(Sales)_{j,t}$	Desvio padrão das vendas calculado nos últimos 5 anos.
$OperCycle_{j,t}$	Log do ciclo operacional da empresa.
$NegEarn_{j,t}$	Número de anos, nos últimos cinco anos, que a empresa divulgou lucro líquido negativo.
$Conc_{A1}$	Percentual de ações de posse do maior acionista, calculado de acordo com Demsetz eLehn (1985) $Log\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$
$Conc_{A5}$	Percentual de ações de posse dos cinco maiores acionista, calculado de acordo com Demsetz eLehn (1985) $Log\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$

Foram encontrados os sinais esperados em todas as variáveis como nos resultados de Francis *et al.*, (2005), todas as variáveis são positivamente relacionadas com o desvio padrão dos resíduos, exceto $SIZE_{j,t}$ que se mostrou negativamente relacionado.

Observou-se que a variável concentração acionária não é estatisticamente significativa para o modelo, tanto para a concentração medida pelo percentual de ações de propriedade do maior acionista, como para a concentração pelo percentual de ações de propriedade dos cinco maiores acionistas.

Os resultados encontrados não indicam relação da magnitude do desvio padrão dos *accruals* discricionários com a concentração acionária e a variável ADR que busca identificar a mudança do ambiente institucional de regulação. Isso pode ter relação com a pequena janela de tempo no qual foi calculado o desvio padrão da variável independente e das variáveis explicativas, ou ainda, a pequena participação das empresas de concentração dispersa na amostra.

Diante dos resultados encontrados, refuta-se a hipótese $H_{0(ii)}$ de que empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias, apresentam menor magnitude dos *accruals* discricionários, indicando maior qualidade do lucro, uma vez que não foi encontrada relação estatística significativa.

4.3. Lucros Persistentes (Teste da Hipótese $H_{0(iii)}$)

Os testes empíricos para a persistência do lucro são apresentados na tabela 5 onde são fornecidos os resultados da regressão da equação 8 que investiga o desempenho do lucro futuro no lucro presente da empresa. Na tabela estão apresentados os resultados estimados com a variável concentração acionária, para o percentual de ações de posse do maior acionista e o percentual de ações de posse dos cinco maiores acionistas.

Consistente com os resultados encontrados por Sloan(1996), nossa amostra apresentou relação positiva entre o lucro de período futuro e o lucro do período corrente com o coeficiente igual a 0.154 e 0.151, para o percentual de ações de posse do maior acionista e de posse dos cinco maiores acionistas, respectivamente. E ambas significativas ao nível de 5%, indicando assim, persistência e sustentabilidade do lucro, não sendo o seu desempenho meramente transitório, o que evidencia que este lucro é um bom indicador para modelos de *valuation*.

TABELA 5: RELAÇÃO DA PERSISTÊNCIA DO LUCRO E CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA
Resultado da Regressão do desempenho do Lucro Futuro no Lucro Presente considerada a Concentração Acionária pelo método de estimadores Arellano-Bond

Variáveis	Sinal Esperado	% de ações de posse do maior acionista		% de ações de posse dos cinco maiores acionistas	
		Coeficiente	t-statistic	Coeficiente	t-statistic
β_0		-0.053**	-2.37	-0.053**	-2.26
<i>Lucro</i>	+	0.154**	2.35	0.151**	2.26
<i>Conc_{A1}</i>	-	-0.012**	-2.46		
<i>Conc_{A5}</i>	-			-0.013**	-2.33
<i>Conc_{A1} * Lucro</i>	-	-0.145***	-7.74		
<i>Conc_{A5} * Lucro</i>	-			-0.158***	-7.28

Nº de Observações

2.950

*, **, *** - Níveis de significância respectivamente 10%, 5% e 1%
- Descrição das Variáveis

<i>Lucro</i>	É o lucro operacional contábil do período corrente deflacionado pelo ativo médio.
<i>Conc_{A1}</i>	Percentual de ações de posse do maior acionista, calculado de acordo com Demsetz eLehn (1985) $\text{Log}\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$
<i>Conc_{A5}</i>	Percentual de ações de posse dos cinco maiores acionistas, calculado de acordo com Demsetz eLehn (1985) $\text{Log}\left(\frac{\% \text{ ações com maior acionista}}{100 - \% \text{ ações com maior acionista}}\right)$
<i>Conc_{A1} * Lucro</i>	Captura quanto da relação do lucro passa pela concentração acionária medida pelo percentual de ações de posse do maior acionista.
<i>Conc_{A5} * Lucro</i>	Captura quanto da relação do lucro passa pela concentração acionária medida pelo percentual de ações de posse dos cinco maiores acionistas.

Os resultados dos estimadores para variável concentração acionária apresentaram os sinais esperados, uma relação negativa em relação aos lucros futuros, indicando que quanto maior a concentração acionária menor a persistência e sustentabilidade dos lucros futuros.

Para ampliar a percepção desta relação, a tabela 6 apresenta os resultados estimados para a regressão 9 aplicando a decomposição do lucro conforme sugerido por Sloan(1996). No mesmo sentido dos resultados de Sloan(1996), nossa amostra mostrou que o desempenho do lucro é mais persistente em relação ao componente ao componente fluxo de caixa operacional para o mercado de capitais brasileiro.

Segundo Dechow e Dichev (2002) mais *accruals* indica mais necessidade de estimações e conseqüentemente maior possibilidade de erros nas estimações, incorrendo em menor qualidade dos *accruals* e, por conseguinte menor qualidade do lucro, uma vez que está diminui na magnitude de erros de estimação dos *accruals*. A maior persistência em função do fluxo de caixa, Nesse contexto, indica melhor qualidade do lucro.

A concentração acionária se apresentou significativa estatisticamente ao nível de significância de 5% para a concentração medida pelo percentual de ações de

propriedade do maior acionista e ao nível de 1% para concentração medida pelo percentual de ações de propriedade dos cinco maiores acionistas.

TABELA 6: RELAÇÃO DA PERSISTÊNCIA DO LUCRO DECOMPOSTO EM ACCRUALS E FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL E A CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

Resultado da Regressão do desempenho do Lucro Futuro seus componentes *Accruals* e Fluxo de Caixa Operacional Lucro Presente considerada a concentração Acionária pelo método Arellano-Bond

Variáveis	Sinal Esperado	% de ações de posse do maior acionista		% de ações de posse dos cinco maiores acionistas	
		Coefficiente	t-statistic	Coefficiente	t-statistic
β_0		-0.037***	-3.77	-0.058***	-5.97
<i>Acc</i>	+	0.179***	6.96	0.166***	6.71
<i>CFO</i>	+	0.299***	15.86	0.242***	12.43
<i>Conc</i> _{A1}	-	-0.005**	-2.38		
<i>Conc</i> _{A5}	-			-0.013***	-4,83
<i>Conc</i> _{A1} * <i>Acc</i>	-	0.000***	3.77		
<i>Conc</i> _{A1} * <i>CFO</i>	-	-0.080***	-16.03		
<i>Conc</i> _{A5} * <i>Acc</i>	-			-0.014	-1.11
<i>Conc</i> _{A5} * <i>CFO</i>	-			-0.075***	-13.31
Nº de Observações		2.950			

*, **, *** - Níveis de significância respectivamente 10%, 5% e 1%

- Descrição das Variáveis

<i>Acc</i>	Componente <i>accrual</i> do lucro. Calculado conforme descrição na tabela 1, variável TA_t
<i>CFO</i>	Componente fluxo de caixa operacional do lucro. Calculado descrição na tabela 1, variável CFO_t

Os resultados encontrados indicam, como no modelo anterior, uma relação significativa e negativa em relação ao desempenho do lucro futuro, reforçando a evidência de que maior concentração acionária, menor a persistência do lucro.

Quando analisada a relação da concentração acionária com os *accruals* na persistência do lucro, não foi possível encontrar resultado relevante, com a concentração acionária pelos cinco maiores acionistas não se apresentou significativa. A concentração pelo maior acionista, apesar de significativo, o valor é muito ínfimo, não apresentando relevância. Este resultado corrobora com o que foi

encontrado no modelo de regressão do desvio padrão dos *accruals* discricionários com as variáveis do ambiente operacional da empresa apresentados anteriormente.

A relação da concentração acionária com o componente do lucro, fluxo de caixa operacional, apresentou-se significativa para as duas medidas de concentração ao nível de 1%, indicando quanto mais dispersa a concentração maior a persistência do lucro em relação ao fluxo de caixa.

Nesse contexto, conclui-se que os resultados encontrados não refutam a hipótese $H_{0(iii)}$ de que empresas com controle disperso e/ou somente ações ordinárias apresentam lucros com o desempenho da persistência em relação ao lucro corrente para empresas no mercado de capitais brasileiro.

5. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho, procurou-se analisar a existência de relação estatística significativa entre a estrutura de propriedade (concentração acionária) e a qualidade do lucro contábil divulgado nas demonstrações financeiras das empresas participantes do mercado de capitais brasileiro.

Considerou-se Nesse contexto o conceito de qualidade de lucro que leva consideração a qualidade em observância a três aspectos: Primeiro, a qualidade do lucro só existe no contexto de um modelo específico de decisão. Segundo, a qualidade do lucro só existe se esse é informativo em relação ao desempenho da empresa e terceiro, a qualidade do lucro é conjuntamente determinada pela relevância do desempenho financeiro fundamental para decisão e pela capacidade do sistema contábil de mensurá-lo.

Sendo assim, foram aplicados testes estatísticos sobre a amostra composta pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), utilizando modelos já estudados na literatura acadêmica como *proxies* da qualidade do lucro. As *proxies* utilizadas foram a evidência de presença de conservadorismo e reconhecimento oportuno de perdas no lucro, a qualidade dos *accruals* e a medida de persistência do lucro.

Os resultados indicaram que existe um crescimento de conservadorismo à medida que a estrutura de propriedade torna-se mais concentrada. A literatura exposta anteriormente evidencia a importância do entendimento do conservadorismo contábil nos relatórios financeiros, pois este influencia na análise financeira e econômica das empresas.

Os resultados encontrados pode ser decorrência da demanda por mecanismo de segurança por parte dos acionistas minoritários. Ainda, os acionistas controladores podem demandar maior eficiência nas relações contratuais, onde o conservadorismo pode atuar de forma a reduzir o comportamento oportunístico sobre as informações contábeis tomadas por base para os contratos.

No contexto desse estudo, considerando as razões para o aumento conservadorismo com o aumento da concentração acionária, conforme enfatiza grande parte da literatura a respeito do assunto, a prática de conservadorismo, pode levar informações viesadas ao mercado. Entre outras palavras, a informação fornecida pelo lucro é de baixa qualidade.

Nos resultados estimados da qualidade dos *accruals*, onde a *proxy* de qualidade é o desvio padrão dos resíduos da regressão do total de *accruals* correntes (capital de giro) em relação aos fluxos de caixa da operação passados, presentes e futuros e na mudança da receita de vendas e investimento no

imobilizado. Não foi encontrada evidência de relação significativa da magnitude do desvio padrão dos resíduos com a concentração acionária. Indicando a não existência de relação da concentração acionária com a qualidade dos *accruals* discricionários para a amostra do mercado de capital brasileiro utilizado, não se podendo inferir sobre a qualidade do lucro contábil.

Quanto à medida de persistência, foi evidenciada relação estatística significativa para concentração acionária indicando que à medida que a estrutura de propriedade se torna mais concentrada, menor é a persistência do lucro e conseqüentemente sua sustentabilidade, evidenciado assim que o lucro nestas condições não reflete informação de alta confiabilidade para processos de *valuation*.

Quando analisada a decomposição do lucro corrente em seus componentes fluxo de caixa operacional e *accruals*, a concentração acionária se apresentou significativa estatisticamente e negativa, bem como sua relação com o fluxo de caixa operacional. Os resultados indicam que a persistência do lucro é maior no componente fluxo de caixa e evidenciando, da mesma forma que no modelo sem a de composição do lucro que à medida que a estrutura de propriedade se torna mais concentrada, menor é a persistência do lucro.

Conforme pesquisas anteriores o entendimento da persistência é importante em seus aspectos econômicos, pois evidencia o nível de sustentabilidade dos lucros da empresa e conseqüentemente pode impactar fortemente nos retornos para o mercado de ações.

Os resultados encontrados podem ter sofrido influência da pequena participação das empresas com concentração dispersa na amostra em estudo, o que figura como uma limitação da pesquisa. Ainda como limitações da pesquisa, pode-se

destacar o período curto para análise do desvio padrão dos resíduos da regressão dos *accruals*.

Este trabalho tem como objetivo de contribuir com a literatura acadêmica em qualidade da informação contábil, introduzindo aos estudos da qualidade do lucro a variável concentração acionária, buscando indicativos da evidência de que a variável estrutura de propriedade possa ser informativa nos processos de *valuation*.

Futuras pesquisas poderiam avaliar a influencia da concentração acionária no gerenciamento de resultado medido pela qualidade dos *accruals* utilizando um período maior de tempo. Ainda poderia ser analisada a influencia da concentração acionária na qualidade dos lucros por meio de outras métricas de qualidade já estudada na literatura.

6. REFERÊNCIAS

ABOODY, D., HUGHES, J., LIU, J. Earnings quality, insider trading and cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 43, n. 5, p. 651-673, 2005.

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, n.1, p. 45-84, 1999.

ARELLANO, M; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v.58, n. 2, p. 277 – 297, 1991.

BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 1-51, 2000.

BASU, Sudipta. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 3 – 37, 1997.

CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**. v. 47, n. 1, p. 103-121. 1998.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. P. H., LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771. Dec., 2002.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B.; COSTA, A. C. O. Conservadorismo em cinco países da América do Sul. **Revista Brasileira de Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 17, n. 41, p. 7–20, 2006.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, vol. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.

DECHOW, P. M; DICHEV, I. D. The Quality of the Accruals and Earnings: the role of accruals estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. s-1, p. 35-59. 2002.

_____ ; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n.2, p. 344-401, 2010.

_____ ; SLOAN, Richard G.; SUEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

_____; SCHRAND, C.. **Earnings Quality**. 1ª Ed. United States of America: Research Foundation of CFA Institute Charlottesville, VA. 2004.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p.1155-1177, 1985.

_____; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**. v. 7, n. 3, p. 209-233. 2001.

DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research...and counting. **Review of Financial Economics**. v. 10, n. 3, p. 191 – 212, 2001.

DAVIDSON, R.; MACKINNON, J. Testing for Consistency using Artificial Regressions, **Econometric Theory**, v. 5, n. 3, p. 363-384, 1989.

DAVIDSON, R.; MACKINNON, J. **Estimation and Inference in Econometrics**, Oxford: Oxford University Press, 1993.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **Concepts Statement nº 01**. Objectives of financial reporting by business enterprises. United States of America,1978.

FELTHAM, G. A. e OHLSON, J. A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 689-731, 1995.

FRANCIS, J., LAFOND, R., OLSSON, P., SCHIPPER, K.. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 2, p. 295–327, 2005.

_____; OLSSON, P., SCHIPPER, K.. Earnings quality. **Foundation and Trends in Accounting**, v. 1, n. 4, p. 259–340, 2006.

GALDI, FERNANDO CAIO. **Estratégia de investimentos em ações baseadas em análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. 199 f. Tese (Doutorado) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GONZAGA, R. P.; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 95 – 109, 2009.

HEALY, PAUL M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1, p. 85-107, 1985.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael. F. Van. **Teoria da contabilidade**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HIMMELBERG, C; HUBBARD, G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

IMHOFF, E.. Accounting quality, auditing, and corporate governance. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 117–128, 2003.

JENSEN, Michael; MECKLING, William H. Theory of Firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. V. 3, n.4, p. 305-360. 1976.

LA PORTA, R. ;LOPES-de-SINALES, F.;SHLEIFER, A.;VISHNY, R. W. Law and finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p.471-517. April, 1999.

LEAL, R., FERREIRA, V., SILVA, A. C., VALADARES, S.. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n.1, p. 07-18, Jan./Abr. 2002.

LINS, K. V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. V.38, n.1, p. 159-184. March, 2003.

LIPE, R. The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information. **The Accounting Review**. V. 65, n. 1, p. 49-71, 1990.

LO, K.. Earnings management and earnings quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2, p. 350-357, 2008.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level Incentives and the Informativeness os Accounting Reports: an Experiment in Brazil. **Working Paper**. 2008. Disponível em:<<http://papers.ssrn.com/>> Acessado em: 15 ago. 2012.

LUBBERINK, M. J. P.; HUIJGEN, C.. A Wealth-Based Explanation for Earnings Conservatism. **European Finance Review**, v. 5, n. 3, p. 323-349. 2000.

MCNICHOLS, M.. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 4, p. 313–345, 2001.

MCNICHOLS, M.. Discussion of “The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors”. **The Accounting Review**, v. 77, n. s-1, p. 61–69, 2002.

MENDONÇA, M. M.; COSTA, F. M.; GALDI, F. C.; FUNCHAL, B. Impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 21, n. 52. P. 1-24. 2010

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em:<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833/pt-br.php>> Acessado em: 15 ago. 2012.

PAULO, E.; ANTUNES, M.T.P.; FORMIGONI, H. Estudo sobre conservadorismo nas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: **XXX ENANPAD Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e pesquisa em Administração**. Salvador. 2006.

PENMAN, S.. The quality of financial statements: perspectives from the recent stock market bubble. **Accounting Horizons**, v. 17, supplement, p. 77–96, 2003.

PENMAN, H. S.; ZHANG, X.. Accounting conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*. v. 77, n. 2, p. 237-264. 2002.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, p.759-778, 1997.

POPE, P. F.; WALKER, M.. International differences in the timeliness, conservatism and classification of earnings. **Journal of Accounting Research**. Supplement to v. 37, supplement, p. 503 – 587, 1999.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre, Di Miceli. Governança Corporativa: custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, Rio de Janeiro, v. 48, n. 2, p. 79 – 86, abr./jun. 2008.

SANTOS, L. S. R.; COSTA, F. M. Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ADRs negociadas na bolsa de Nova Iorque. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 48, p. 27 – 36, 2008.

SILVEIRA, A. Di Micelli; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R.. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE**. V. 48, n. 2, p. 51 – 66, 2008.

_____; SAITO, R.. Governança Corporativa: custos de agência e governança corporativa. **Revista de Administração de Empresas – RAE**. V. 48, n. 2, p. 79 – 86, 2008.

_____; **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado) Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em:< <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>> Acessado em: 10 out. 2011.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. A Survey of corporate governance. **Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737 – 783, 1997.

SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**. v. 71, n. 3, p. 289 – 315. 1996.

TONG, Y. H., MIAO, B.. Are Dividends Associated with the quality of earnings? **Accounting Horizons**, v. 25, n. 1, p. 183-205, 2011.

WATTS, R.. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications.
Accounting Horizons. v. 17, n. 3, p. 207 – 221, 2003.

_____. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications.
Accounting Horizons. v. 17, n. 3, p. 287 – 301, 2003a.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: Uma abordagem moderna**;
tradução Rogério César de Souza, José Antônio Ferreira; revisão técnica Nelson
Carvalho. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.