



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

Estrutura de Capital e Conservadorismo Condicional nas Companhias Abertas

ANDERSON ROBERTO PIRES E SILVA

Universidade de Brasília

KELLY TEIXEIRA RODRIGUES FARIAS

Universidade Federal do Pará

MÁRCIO ANDRÉ VERAS MACHADO

Universidade Federal da Paraíba

DIOGO BRAGA MENDES

Universidade Federal do Pará

Estrutura de Capital e Conservadorismo Condicional nas Companhias Abertas Brasileiras

Resumo

Este estudo teve como objetivo analisar se a estrutura de capital afeta positivamente o conservadorismo condicional das companhias abertas brasileiras. Partindo da premissa de que as corporações mais endividadas ou alavancadas possuem maiores conflitos de agência, e que os credores desejam que as empresas adotem práticas contábeis conservadoras (Watts, 2003), assumiu-se a hipótese de que quanto maior o percentual de capitais de terceiros na estrutura de capital maior o nível de conservadorismo, evidenciando uma relação positiva entre estrutura de capital e conservadorismo. Para medir o conservadorismo condicional utilizou-se a propensão média das companhias em reconhecer de maneira assimétrica as perdas econômicas por meio do modelo dos componentes transitórios do lucro, desenvolvido por Basu (1997). A estrutura de capital foi observada mediante a técnica multivariada análise de componentes principais, para agrupar os indicadores de Estrutura de Capital em um conjunto mínimo de componentes não correlacionados que representem estes indicadores. Para avaliar a relação entre o conservadorismo condicional e a estrutura de capital representada pelo índice agregado obtido a partir da análise dos componentes principais, utilizou-se o modelo de regressão para dados em painel. A amostra foi composta por 147 companhias abertas não financeiras com ações negociadas na BM&FBovespa durante os anos de 2010 a 2012. Os resultados evidenciaram que a estrutura de capital das empresas brasileiras tem relação positiva e estatisticamente significativa com as práticas de conservadorismo, o que corrobora com os achados de Lee (2009) sobre a relação entre o conservadorismo e a estrutura de capital e se contrapõem aos encontrados por Brito e Martins (2013). A extensão do período da amostra a fim de aumentar a quantidade de empresas e verificar se os resultados se mantêm, são as sugestões para continuidade e enriquecimento teórico e empírico dessa temática.

Palavras-Chave: conservadorismo condicional; estrutura de capital.

1 INTRODUÇÃO

Diversas são as abordagens encontradas na literatura de finanças corporativas a respeito da estrutura de capital, destacando-se as referentes aos fatores determinantes da escolha da estrutura de capital de Titman e Wessels (1988); a estrutura ótima de capital de Durand (1959); a irrelevância, em certas condições, da estrutura de capital Modigliani e Miller (1958), dentre outros.

No entanto, Famá e Grava (2000) comentam que alguns desses estudos incluíram variáveis ditas comportamentais na análise das estruturas de capital das empresas. Tais variáveis como custo de agência, assimetria de informação e política de dividendos, por trazerem em seu escopo a discussão de diversos conflitos de interesses entre os envolvidos direta ou indiretamente na estrutura de capital da empresa, passou a ganhar destaque nas pesquisas sobre finanças corporativas.

Jensen e Meckling (1976), por exemplo, trouxeram para esse debate a teoria da agência, esses autores defendiam que a teoria ótima de capital é aquela que minimiza o custo de agência. Ross (1977) inaugurou um estudo relacionando a estrutura de capital com a política de dividendos da empresa, concluindo que o valor da empresa aumenta com a alavancagem financeira. Myers e Majluf (1984) deram ênfase em seu estudo ao fator informacional (assimétrico) envolvendo administradores e acionistas em relação à estrutura de capital.

Nessas três variáveis comportamentais citadas acima, implicitamente encontram-se fatores políticos, financeiros, econômicos e contábeis, que deverão ser levados em consideração para a tomada de decisão no contexto dos referidos conflitos. Dentre os fatores mencionados, este estudo abordará o fator contábil, mais especificamente a qualidade da informação contábil em sua característica qualitativa conservadorismo. Paulo, Antunes e Formigoni (2008) argumentam que o conservadorismo é uma das principais características qualitativas da informação contábil e que está inserido na maioria das estruturas conceituais de contabilidade, a exemplo do *International Accounting Standard Board* (IASB), *Financial Accounting Standard Board* (FASB) e o modelo normativo brasileiro.

Diversas são as evidências que apontam a presença do conservadorismo no processo de geração da informação contábil, seja no sistema legal o qual Ball, Kothari e Robin (2000) classificaram *Code Law*¹ e *Common Law*², sendo este com características menos conservadoras e aquele com características mais conservadoras. Seja na estrutura de financiamento das companhias, pois a forma de financiamento dos negócios afeta o tipo de informação contábil demandada por certos tipos de usuários, indicando que a contabilidade é influenciada pela maneira como o sistema financeiro está organizado (Nobes, 1998).

Ainda nesse sentido, Brigham e Houston (1999), apontam quatro principais fatores que influenciam diretamente as decisões acerca da estrutura de capitais, o quarto fator refere-se ao conservadorismo ou agressividade da gestão, sinalizando que alguns gestores apresentam características mais agressivas que outros e por isso algumas empresas são mais acessíveis à aquisição de dívidas para alavancar os lucros. Ressalta-se que esse fator não afeta a estrutura de capital ótima ou maximizadora de valor, mas influencia a estrutura de capital desejada³.

Assim como, as diversas abordagens feitas a respeito da estrutura de capital das empresas, o conservadorismo, mesmo não sendo uma prática recente, também tem sido bastante debatido no atual universo corporativo das empresas. Os fatores que o motivam e suas consequências econômicas são os pontos mais debatidos (Brito & Martins, 2013).

Desta forma, baseado nos estudos de Lee (2009) de que o conservadorismo contábil não só varia de acordo com a presença de dívida, mas também com as características contratuais de dívida Isso implica que a existência de dívida é um fator relevante na demanda por conservadorismo condicional. Nos estudos de Brito e Martins (2013) de que os credores desejam que as empresas adotem práticas contábeis conservadoras. Somado aos resultados dos estudos de Ball, Robin e Sadka (2008) que examinaram a relação entre estrutura de

capital e conservadorismo condicional em um cenário internacional e forneceram provas de que o mercado de dívida é uma importante fonte de demanda por conservadorismo condicional, surgiu a seguinte questão de pesquisa: **existe relação positiva entre a estrutura de capital das empresas brasileiras e o conservadorismo condicional?**

Partindo da ideia de que as corporações mais endividadas ou alavancadas possuem maiores conflitos de agência (Watts, 2003a), assume-se como hipótese de que: quanto maior o percentual de capitais de terceiros na estrutura de capital maior o nível de conservadorismo, evidenciando uma relação positiva entre estrutura de capital e conservadorismo. Nesse sentido o objetivo principal desse estudo é analisar se a estrutura de capital afeta positivamente o conservadorismo condicional das companhias abertas do Brasil.

Estudos teóricos e empíricos foram realizados, anteriormente, tanto em relação à estrutura de capital e seus fatores determinantes quanto em relação ao conservadorismo e seus efeitos informacionais na estrutura patrimonial das empresas. Num contexto internacional os estudos de Ahmed, Billings, Morton e Stanford-Harris (2002); Zhang (2008); Beatty, Weber e Yu (2008); Guay (2008) e Lee (2009) desenvolvem relações entre a estrutura de capital e o conservadorismo, no entanto, no contexto nacional não foram encontrados estudos que testassem especificamente essa relação. Com isso, essa pesquisa tem o potencial de contribuir de maneira aditiva com os demais estudos, porém num contexto nacional, abordando as duas temáticas em questão. Outro ponto que justifica esse estudos são as evidências levantadas por Beatty *et al.* (2008) de que há relativamente poucos estudos sobre os fatores que deverão afetar o nível de conservadorismo das empresas.

Os resultados desta pesquisa poderão ser úteis para profissionais de mercado, investidores, credores e reguladores, uma vez que, mostrarão a influência da estrutura de capital na prática conservadora das empresas brasileiras, podendo mitigar os conflitos de interesses entre as partes envolvidas (principal e agente), partindo-se do pressuposto de que as informações contábeis são utilizadas em decisões econômicas e financeiras das empresas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Os argumentos de Paulo *et al* (2008) de que o conservadorismo é uma das principais características qualitativas da informação contábil e que sofre influência de diversas esferas, com destaque para a estrutura de financiamento, contextualizam a relação proposta neste estudo, uma vez que, causa influência direta aos interesses pessoais dos administradores, proprietários e credores, interligados por contratos, sistemas de remuneração, concorrência, dentre outros.

Teóricos conceituam o conservadorismo como o reconhecimento enviesado das más notícias, isto é, a contabilidade tem maior tendência em reconhecer perdas ao invés de ganhos. Esse entendimento provoca a existência de diferentes graus de conservadorismo, ou seja, quanto maior a diferença no grau de verificação requerido para ganhos *versus* perda, maior é o conservadorismo (Basu, 1997; Ball *et al*, 2000; Ball & Shivakumar, 2005).

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB, 1980), por sua vez, afirma que o conservadorismo é uma reação prudente para tentar garantir que a incerteza e os riscos inerentes a situações de negócios sejam devidamente considerados. Nesse sentido Watts (2003a) comenta que a forma extrema de conservadorismo é expressa por meio da seguinte máxima: “diferir todos os ganhos, antecipar todas as perdas”.

Referente à conceituação do conservadorismo, Lopes e Martins (2007, p.73) comentam que:

Conservadorismo, em termos contábeis, normalmente tem sido caracterizado como o reconhecimento assimétrico entre despesas e passivos e ativos e receitas. O pior cenário deve ser considerado de forma a escolher-se sempre a opção com maiores despesas e passivos e menores ativos e receitas. A regra do custo ou mercado, dos dois, o menor para estoques, e o reconhecimento de perdas contingentes são os

exemplos mais clássicos da aplicação do conservadorismo. No entanto, do ponto de vista econômico, conservadorismo significa somente reconhecimento viesado da realidade econômica.

A partir dos conceitos citados acima, os estudos teóricos classificam o conservadorismo em duas perspectivas chamadas condicional e incondicional. De acordo com Ball e Shivakumar (2005) o conservadorismo condicional está relacionado ao reconhecimento oportuno das perdas econômicas ou más notícias no resultado contábil. Nessa perspectiva equivale reconhecer fatos econômicos na contabilidade com oportunidade, de maneira assimétrica, privilegiando os indícios de resultados negativos (Coelho & Lima, 2008). Essa assimetria deve-se ao próprio mecanismo contábil que requer mais materialidade no reconhecimento da substância econômica dos ganhos do que das perdas (Watts, 2003a).

Quanto ao conservadorismo incondicional, Ball e Shivakumar (2005) e Coelho e Lima (2008) comungam da ideia em que, entre duas alternativas de mensuração e reconhecimento de eventos, igualmente válidas, deve-se escolher aquela que resulte na menor avaliação do patrimônio dos proprietários. Nessa perspectiva, apresentam-se números contábeis enviesados quando as firmas divulgam patrimônio líquido e lucro líquido reduzido ao longo do tempo, o que favorece a criação de reservas ocultas. Outra característica é que o conservadorismo incondicional está baseado no propósito da prudência e está relacionado ao grau de incerteza sobre os efeitos derivados de transações iniciadas (Coelho & Lima, 2008).

Em qualquer das perspectivas citadas, o conservadorismo é uma medida para reduzir o excesso de otimismo dos gestores e acionistas, mesmo podendo levar a uma distorção completa dos dados contábeis (Hendriksen & Breda, 2012). No entanto, Iudícibus (2010) pondera que as empresas precisam trabalhar limites para que os contadores não incorram no conservadorismo extremo, que acaba por distorcer a realidade econômica, financeira e patrimonial dos negócios e, também, provocar erro de julgamentos.

Para chegar na definição de que conservadorismo é a tendência dos contadores em exigir maior grau de verificação para reconhecer as boas notícias como ganhos do que reconhecer as más notícias como perdas, Basu (1997) criou e adotou um modelo que ganhou evidência pela sua aplicabilidade e capacidade de capturar os efeitos do conservadorismo medido pelo retorno de mercado, ou seja, todas as perdas reconhecidas seriam antecipadas pelo mercado.

A partir de adaptações do modelo de Basu (1997) diversos estudos sobre o conservadorismo vem sendo realizados, tanto internacional quanto nacional. Como exemplo têm-se os trabalhos de Ramalingegowda e Yu (2012); Kung, Cheng e James, (2010); Braga e Barros (2013) que abordaram os efeitos da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo. O trabalho de LaFond e Roychowdhury (2008) que examinaram o efeito da participação dos administradores sobre o conservadorismo; e o estudo de Lopes e Walker (2008) que apresenta evidências de que o grau de conservadorismo aumenta na medida em que as firmas adotam mecanismos mais rígidos de governança corporativa. Khan e Watts (2009) desenvolveram outra medida de conservadorismo, a partir de Basu (1997), na qual acrescenta as variáveis de valor de mercado sobre valor contábil do patrimônio (*M/B ratio*), alavancagem (*Leverage*) e tamanho (*Size*) entre as variáveis independentes.

Diferente do que se pretende confirmar nesse estudo, de que “quanto maior o percentual de capitais de terceiros na estrutura de capital das empresas brasileiras, maior a prática conservadora”, Brito e Martins (2013) evidenciaram que o ambiente institucional brasileiro de fraca proteção legal dos credores e de baixa demanda por qualidade da informação contábil, restringe os benefícios gerados pelo conservadorismo e faz com que os credores não estimulem a adoção de práticas conservadoras pelas empresas. A conclusão dos autores foi de que como as empresas não percebem benefícios associados ao reporte de números conservadores, a utilização de tais práticas é restrita no Brasil.

Essa conclusão reforça os estudos de Li (2009), realizado em 31 países, entre 1991 e 2006, o qual mostrou que o Brasil está entre os países com práticas menos conservadoras, superando apenas Filipinas, Índia e África do Sul.

Adicionalmente, La Porta, Silanes, Shleifer & Vishny (1997) comenta que o Brasil, especificamente, está entre os países de menor proteção legal aos credores. O índice que mede o direito dos credores atribuído pelos autores ao Brasil é um, em uma escala de zero (menor proteção) a quatro (maior proteção).

Encontra-se na literatura algumas pesquisas que abordam a relação entre conservadorismo e variáveis comportamentais relacionadas à estrutura de capital como a assimetria da informação, custo de agência e política de dividendos.

Nesse sentido, Brito e Martins (2013) trazem o discurso de que a redução da assimetria informacional diminui a possibilidade de conflitos de agência decorrentes de comportamentos oportunistas dos gestores e dos proprietários. Esses agentes controlam os fluxos de caixa da empresa e podem tomar decisões orientadas aos seus próprios interesses, expropriando a riqueza dos credores. Com práticas conservadoras, isto é, postergando o reconhecimento de perdas, os lucros correntes são maiores, o que permite majorar a distribuição de dividendos e de planos de compensação, à custa da riqueza dos credores. Adicionalmente, o conservadorismo leva à subavaliação dos ativos da empresa, os quais são utilizados para satisfazer os direitos dos credores em uma eventual liquidação da sociedade.

No que se refere à assimetria informacional e conservadorismo, Lafond e Watts (2009) indicam que a tendência de tentativa de eliminação do conservadorismo das demonstrações financeiras pode implicar em maior assimetria de informação.

Ripamonti (2010) citando Modigliani e Miller (1958) propõem a irrelevância da estrutura de capital para o valor de uma corporação quando há simetria de informação. Sendo o custo médio ponderado de capital relacionado à assimetria de informação, a teoria sugere que tais variáveis possuem associação positiva e significativa e, por isto, aquele e o conservadorismo também possuiriam o mesmo tipo de associação. Ripamonti (2010) concluiu que o custo médio ponderado de capital, e consequentemente a assimetria da informação, é que gera o conservadorismo.

Jensen e Meckling (1976) definem conflito de agência como algo que pode surgir em um contrato onde um principal pode requerer que outro determinado agente desempenhe alguma tarefa em seu favor, transferindo autonomia para o mesmo. No entanto, a exemplo do que ocorre na relação entre gestores e acionistas e/ou acionistas e credores, nem sempre há igualdade no nível informacional e interesses alinhados entre agente e principal. Teóricos do conservadorismo, por sua vez, defendem que o surgimento do conservadorismo está relacionado à sua função contratual entre as partes (agente e principal) (Basu, 1997; Watts, 2003b).

Assim, pode-se entender o objetivo do conservadorismo como facilitador do monitoramento dos contratos (entre proprietário e gestor ou proprietário e credor), podendo ser encarado como um meio de tratar o risco moral incorrido entre as partes. Um exemplo seria a possibilidade de o conservadorismo conter o comportamento oportunista dos gestores perante os acionistas, pois estes estão interessados nos resultados produzidos por aqueles ou na tentativa dos proprietários expropriarem a riqueza dos credores (Watts, 2003b).

Quanto à relação entre a política de dividendos e o conservadorismo, Ross (1977), Ahmed, Billings, Morton, & Stanford-Harris, (2002) comentam que as empresas que apresentam conflitos de interesses mais acentuados entre as políticas de dividendos e maiores custo da dívida, apresentam tendência a desenvolver práticas mais conservadoras. Esse contexto explica-se pelo fato do conservadorismo reduzir os resultados usados para pagamento de dividendos, e isso reduz o risco e consequentemente o custo da dívida, o que seria associado à função contratual do conservadorismo contábil.

Outros estudos que sinalizam a relação entre estrutura de capital e conservadorismo merecem destaque como o estudo de Zhang (2008) o qual comenta que apesar da teoria positiva da contabilidade sugerir que o conservadorismo contábil aumenta a eficiência no processo de contratação da dívida, há pouca evidência empírica sobre os benefícios do conservadorismo sobre a contratação da dívida. Sendo assim o Zhang (2008) forneceu evidências sobre os benefícios *ex post* e *ex ante* do conservadorismo para credores e devedores. Documentou, especificamente, que os benefícios *ex post* do conservadorismo para os credores se dá através da sinalização oportuna de risco de inadimplência que se manifesta por violação das obrigações contratuais aceleradas e os benefícios *ex ante* do conservadorismo aos mutuários (devedores) se dá através das taxas de juros mais baixas.

Somando a essa linha de estudo, destaca-se também Beatty, Weber & Yu (2008) que relatam a existência de diversos trabalhos que examinam se o grau de conservadorismo nos relatórios financeiros está associado com a extensão dos problemas de agência que surgem a partir de financiamentos da dívida. Relatam ainda, que esses estudos investigam como o conservadorismo nos relatórios financeiros varia de acordo com o montante da dívida na estrutura de capital e analisam como o custo da dívida varia de acordo com a quantidade de conservadorismo nos relatórios financeiros.

Guay (2008) discutiu os papéis econômicos de relatórios financeiros, contratos de dívidas, e conservadorismo dentro do ambiente de contratação da dívida, com o objetivo de tentar encaixar as descobertas de Beatty et al (2008) dentro deste contexto.

Por fim, evidencia-se o estudo de Lee (2009) que também serviu de base para o desenvolvimento dessa pesquisa. Lee (2009) examinou os efeitos da estrutura da dívida no conservadorismo e concluiu que o conservadorismo contábil não só varia de acordo com a presença de dívida, mas também com as características contratuais de dívida.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 UNIVERSO E AMOSTRA

O universo foi composto por companhias abertas, cujas imposições legais previstas na Lei 6.404/76 e na CVM obrigam-nas a divulgarem suas informações contábeis (excluídos os Fundos), listadas na Bovespa. Tais companhias apresentam um ambiente institucional e incentivos econômicos, que permitem a observação do conservadorismo (Coelho & Lima, 2008, Braga & Barros, 2013; Brito & Martins, 2013).

A amostra do estudo foi composta de 147 companhias abertas, selecionadas de acordo com os seguintes critérios, a seguir.

- registro ativo na CVM;
- possuíam cotação de suas ações negociadas na Bovespa;
- Não pertenciam ao setor financeiro, incluindo bancos, securitizadoras e demais instituições desse segmento.
- tinham dados financeiros completos, divulgados na base de dados da consultoria “Comdinheiro”. Essa base de dados é suprida por informações advindas da base de dados da CVM/Bovespa.

O período analisado na pesquisa corresponde a 2010 a 2012. Tal período foi escolhido com o intuito de observar o efeito da estrutura de capital no conservadorismo sem a influência direta da adoção às normas internacionais de contabilidade, cujo processo iniciou-se em 2008, mas que se supõe que a partir de 2010 encontra-se em um processo de consolidação das novas políticas contábeis, advindas do processo de convergência. Esse procedimento também foi adotado por Braga e Barros (2013).

Foram excluídas da amostra selecionada as empresas que apresentaram comportamento atípico conjunto ou individual no lucro, retorno e/ou nos indicadores de Estrutura de Capital considerando os indicadores cujos valores estavam entre o 2º percentil e 98º percentil. A

amostral final foi composta por 147 empresas observadas durante os três anos supracitados, com 320 observações.

3.2 MODELO EMPÍRICO DA PESQUISA

3.2.1 Variável Dependente Conservadorismo Condicional

A medida para indicar o conservadorismo condicional será o modelo dos componentes transitórios do lucro desenvolvido por Basu (1997), que tem por objetivo avaliar se as companhias estão mais propensas em média a reconhecerem de maneira assimétrica as perdas econômicas.

O modelo de Basu (1997) é apresentado na Equação 1 a seguir.

$$Lucro_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 Ret_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Equação 1

Em que:

Lucro_{it} = Lucro por ação da companhia *i* no período *t*, dividido pelo retorno da ação da companhia *i* no período *t-1*.

D_{it} = Variável binária, que corresponde a 1 se o retorno da ação da companhia *i* no período *t* for negativo ($R_{it} < 0$) e 0, caso seja positivo ou nulo ($R_{it} \geq 0$).

Ret_{it} = Retorno da ação da companhia *i* no período *t*.

De acordo com o modelo de Basu (1997), o retorno das ações no curto prazo é sensível à divulgação dos lucros, uma vez que se supõe que o mercado reage mais rapidamente às notícias “ruins” do que “boas” notícias. Assim, tal modelo observa se o lucro é afetado pela interação entre retorno e retorno negativo das ações, indicando por meio do coeficiente β_3 da variável $D_{it} \cdot Ret_{it}$ o nível de conservadorismo condicional das práticas contábeis adotadas.

A variável lucro por ação do modelo de Basu (1997) foi coletada na base de dados da consultoria “Comdinheiro”⁴ na data de 31/12 de cada ano. Os retornos coletados com base na variação anual acumulada preço de fechamento das ações, na última data de cotação, utilizando a seguinte fórmula: [(preço da ação em *t* – preço da ação em *t-1*)/ preço da ação em *t-1*]. O resultado dos retornos foi utilizado como parâmetro na definição da variável *dummy* D_i , que representa 1 se o retorno anual da ação em 31/12 da companhia *i* no período *t* for negativo ($R_{it} < 0$) e 0, caso seja positivo ou nulo ($R_{it} \geq 0$).

3.2.2 Variável Independente – Estrutura de Capital

De acordo com Nobes (1998), a estrutura institucional influencia as práticas contábeis das empresas. Assim, sugere-se que a forma como as companhias financiam seus investimentos afeta a característica das suas práticas contábeis reportadas. Zhang (2008), Beatty et al (2008) e Lee (2009) encontraram evidências da relação entre práticas contábeis conservadoras e estrutura de capital. Sendo assim, este estudo observa se a estrutura de capital da companhia interfere no seu nível de conservadorismo.

Existem na literatura contábil-financeira diversos índices para medir estrutura de capital, tais como os utilizados por Soares e Procionoy (2000) no levantamento do perfil de endividamento das companhias listadas na Bovespa após o Plano Real, como por exemplo: passivo circulante dividido pelo patrimônio líquido (PC/PL), passivo não circulante dividido pelo patrimônio líquido (PNC/PL), passivo circulante dividido pelo passivo não circulante (PC/PNC), passivo total dividido pelo patrimônio líquido [(PC+PNC)/PL], passivo circulante dividido pelo somatório do passivo não circulante e patrimônio líquido [PC/(PNC+PL)], redução do passivo total do patrimônio líquido dividido pelo ativo total [(PT-PL)/AT].

Cada indicador de estrutura de capital expressa uma relação entre as fontes de capital de terceiros de curto prazo (PC) e longo prazo (PNC) e o capital próprio (PL) (Soares & Procionoy, 2000). Assim, para observar a variável de estrutura de capital optou-se por realizar

uma técnica multivariada de interdependência, a análise de componentes principais, para agrupar os indicadores de Estrutura de Capital em componentes não correlacionadas que representem estes indicadores. Tal técnica é utilizada com o objetivo, segundo Lattin, Carroll & Green (2011) de reexpressar os dados agrupando os indicadores de Estrutura de Capital em componentes de modo que estes expliquem o maior número possível de informações disponíveis em poucas dimensões.

Para aplicação da análise de componentes principais foram escolhidos os indicadores: passivo circulante dividido pelo patrimônio líquido (PC/PL), passivo não circulante dividido pelo patrimônio líquido (PNC/PL), passivo circulante dividido pelo passivo não circulante (PC/PNC), passivo total dividido pelo patrimônio líquido (PT/PL), passivo circulante dividido pelo somatório do passivo não circulante e patrimônio líquido [PC/(PNC+PL)], bem como o indicador composição do endividamento (PC/(PC+PNC)).

Os indicadores adotados foram calculados com base nos dados de passivo circulante, passivo não circulante e patrimônio líquido, coletados na base de dados da Consultoria “Comdinheiro.com”. Além disso, tal consultoria possui um indicador próprio de percentual de composição de endividamento (CE), que também foi incluído como um indicador de estrutura de capital.

Neste trabalho, a estrutura de capital foi incluída no modelo de Basu (1997) a partir da técnica multivariada de componentes principais, para agrupar os indicadores de capital em fatores que representem agregadamente tal estrutura, pois segundo Lattin *et al* (2011), a técnica de componentes principais pode ser utilizada para reduzir a dimensionalidade dos dados gerando componentes não correlacionadas que podem ser utilizadas para contornar o problema de multicolineariedade existente no conjunto de variáveis explicativas em modelos de regressão.

Dois cenários de análise foram criados: (1) A estrutura de capital foi obtida a partir da combinação dos componentes retidos desconsiderando a estrutura de painel e (2) também a partir de componentes retidos, porém aplicando esta técnica multivariada em cada ano separadamente. Posteriormente o indicador agregado de Estrutura de Capital de ambos os cenários foi incluído no modelo de Basu (1997) para compreender a relação entre o conservadorismo condicional e a Estrutura de Capital.

Segundo Fávero, Belfiore, Da Silva & Chan, (2009) analisar descritivamente os dados permite ao pesquisador uma melhor compreensão do comportamento dos dados por meio de tabelas, gráficos e medidas-resumo. No contexto da análise multivariada a partir da técnica de componentes principais a matriz de correlação pode fornecer informações úteis sobre o sentido da relação entre os diversos indicadores de Estrutura de Capital considerados neste trabalho.

A Tabela 1 mostra a matriz de correlação linear de *Pearson* (inferior) e a correlação de *Spearman* (superior) com seus respectivos p-valores entre os seis indicadores de Estrutura de Capital adotados na pesquisa.

Na Tabela 1, a correlação de *Spearman* é uma medida não paramétrica de dependência estatística entre duas variáveis, assim não exige distribuição normal das variáveis envolvidas. O coeficiente linear de *Pearson* em contra partida, pressupõe a normalidade bivariada para cada par de indicadores utilizados nesse trabalho, pressuposto não atendido em todos os indicadores ao nível de 1% de significância pelo teste de normalidade de *Shapiro-Wilks*.

De acordo com os dados apresentados, a correlação de *Pearson* entre os indicadores de estrutura de capital de uma forma geral apresentam correlação fraca/moderada, entretanto o indicador de composição de endividamento (CE) mostrou-se correlacionado moderadamente (51,46%) com PC/(PNC+PL), PC/PL e PNC/PL também estão moderadamente correlacionados com coeficiente de 64,44%. PC/PL e PC/(PNC+PL) estão altamente

correlacionados (81,92%). Todas as correlações foram significativas pelo coeficiente de correlação de *Spearman* ao nível de significância de 1%.

Tabela 1: Matriz de Correlação de *Pearson* (inferior) e *Spearman* e seus p-valores entre parênteses (superior), entre os Indicadores de Estrutura de Capital

	<i>CE</i>	<i>PNC/PL</i>	<i>PC/PL</i>	<i>PT/PL</i>	<i>PC/(PNC+PL)</i>	<i>PC/PNC</i>
CE	1	-0,4316 (0,00)	0,4069 (0,00)	-0,028 (0,00)	0,5739 (0,00)	1 (0,00)
PNC/PL	-0,2686 (0,00)	1	0,5724 (0,00)	0,879 (0,00)	0,3858 (0,00)	-0,4316 (0,00)
PC/PL	0,275 (0,00)	0,6444 (0,00)	1	0,873 (0,00)	0,9628 (0,00)	0,4069 (0,00)
PT/PL	-0,0023 0,97	0,9106 (0,00)	0,9029 (0,00)	1	0,7439 (0,00)	-0,028 (0,00)
PC/(PNC+PL)	0,5146 (0,00)	0,2458 (0,00)	0,8192 (0,00)	0,5811 (0,00)	1	0,5739 (0,00)
PC/PNC	0,1451 (0,01)	-0,0517 (0,37)	-0,0145 (0,81)	-0,0369 (0,53)	0,008 (0,86)	1

CE – Percentual de Composição do Endividamento segundo a consultoria “Comdinheiro”.

PNC/PL - Passivo não circulante dividido pelo patrimônio líquido

PC/PL - Passivo circulante dividido pelo patrimônio líquido

PT/PL - Passivo total dividido pelo patrimônio líquido

PC/(PNC+PL) - Passivo circulante dividido pelo somatório do passivo não circulante e patrimônio líquido

PC/PNC - Passivo circulante dividido pelo passivo não circulante

N.E – Não exibido pelo pressuposto de normalidade bivariada não ter sido atendido.

A próxima etapa foi a extração dos componentes e determinação do número de componentes pelo critério do mínimo autovalor 1 a partir do cenário 1, ou seja, desconsiderando a estrutura em painel dos dados. A Tabela 2 a seguir exhibe estes resultados.

Tabela 2: Análise de componentes principais

COMPONENTE	AUTOVALORES	DIFERENÇA	PROPORÇÃO	ACUMULADO
Comp. 1	3,1203	1,5837	0,5200	0,5200
Comp. 2	1,5366	0,5680	0,2561	0,7761
Comp. 3	0,9686	0,6630	0,1614	0,9376
Comp. 4	0,3056	0,2365	0,0509	0,9885
Comp. 5	0,0691	0,0691	0,0115	1
Comp. 6	0	-	0	1
Número de Observação: 320				
Componentes Retidos: 2				

Os autovalores são apresentados na Tabela 2 para cada fator, assim como o percentual de variância explicada. Observa-se que os componentes 1 e 2 explicam 77,61% da variância dos indicadores originais de estrutura de capital, sendo que o componente 1 explica 52% e o componente 2 explica 25,61%.

A Tabela 3 apresenta a Matriz das Cargas para os dois componentes retidos, mostrando que para os indicadores de estrutura de capital analisado há predomínio no componente 1 para os indicadores *PC/PL* e *PT/PL*. Para o componente 2, o predomínio foi para *CE* e *PC/PNC*. Os únicos indicadores que não se mostraram significativos foram *PNC/PL* e *PC/PNC*, de forma que, a matriz de cargas dos componentes poderia ser rotacionada para facilitar a

interpretação, entretanto o objetivo neste trabalho é reexpressar a estrutura multivariada formada pelos indicadores de Estrutura de Capital com um conjunto mínimo de componentes.

Tabela 3: Matriz das Cargas Fatoriais

INDICADOR	Componente 1	Componente 2
CE	0.1218	0.7228
PNC/PL	0.4369	-0.4497
PC/PL	0.5509	0.0863
PT/PL	0.5434	-0.2062
PC/(PNC+PL)	0.4419	0.3995
PC/PNC	-0.0139	0.2566

CE – Percentual de Composição do Endividamento segundo a consultoria “Comdinheiro”.

PNC/PL - Passivo não circulante dividido pelo patrimônio líquido

PC/PL - Passivo circulante dividido pelo patrimônio líquido

PT/PL - Passivo total dividido pelo patrimônio líquido

PC/(PNC+PL) - Passivo circulante dividido pelo somatório do passivo não circulante e patrimônio líquido

PC/PNC - Passivo circulante dividido pelo passivo não circulante

Considerando agora o segundo cenário que leva em conta a estrutura em painel dos dados, os componentes principais retidas nos anos de 2010, 2011 e 2012 apresentam em geral a mesma estrutura do caso anterior, ou seja, os indicadores PC/PL e PT/PL estão mais associados ao primeiro componente, enquanto os indicadores CE e PC/PNC estão mais associados ao segundo componente.

Para obter o indicador agregado de Estrutura de Capital a ser utilizado no modelo de Basu (1997), os componentes retidos foram ponderados pelos seus respectivos autovalores nos dois cenários, apresentando uma correlação de 94,85% entre eles.

3.2.3 Modelo Empírico da Pesquisa

Para testar a hipótese da pesquisa foi estimado o modelo adaptado de conservadorismo condicional de Basu (1997) à variável estrutura de capital, conforme a Equação 2 a seguir.

$$Lucro_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 Ret_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} Ret_{i,t} + \beta_4 EC_{i,t} + \beta_5 EC_{i,t} D_{i,t} + \beta_6 EC_{i,t} Ret_{i,t} + \beta_7 EC_{i,t} D_{i,t} Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Equação 2

Em que:

Lucro_{it} = Lucro por ação da companhia *i* no período *t*, dividido pelo preço de fechamento da ação da companhia *i* no período _{t-1}.

D_{it} = Variável binária, que corresponde a 1 se o retorno anual da ação em 31/12 da companhia *i* no período *t* for negativo (R_{it}<0) e 0, caso seja positivo ou nulo (R_{it}≥0).

Ret_{it} = Retorno anual da ação em 31/12 da companhia *i* no período *t*, calculado de acordo com a seguinte fórmula: [(preço da ação em *t* – preço da ação em *t-1*)/ preço da ação em *t-1*].

EC_{it} = Estrutura de capital, estimada por meio de análise de componentes principais da companhia *i* no período *t*, segundo os dois esquemas de análise.

E_{it}= Termo de erro da regressão da companhia *i* no período *t*.

No modelo empírico da pesquisa, β_0 , β_1 , β_2 e β_3 e suas variáveis correspondem ao modelo original de Basu (1997). Para observar se estrutura de capital interfere no conservadorismo foi acrescentado no modelo a variável EC e suas interações com RET, D e RET x D, sendo β_4 , β_5 , β_6 e β_7 são os coeficientes que apresentam tal interação. A observação da presença de conservadorismo foi observada por meio do coeficiente β_3 e o efeito da estrutura de capital no conservadorismo foi observado por meio do coeficiente β_7 .

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 4 mostra a estatística descritiva para as variáveis de lucro e retorno das 147 companhias abertas.

Tabela 4: Estatística Descritiva de Lucro e Retorno das 147 companhias abertas

VARIÁVEL		MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
LUCRO	Geral	0,0013	0,0029	0	0,0295
	Entre		0,0020	0	0,0129
	Dentro		0,0022	-0,0082	0,0204
RET	Geral	0,4324	2,6591	-0,8003	47,1144
	Entre		1,3871	-0,8003	16,3073
	Dentro		2,1350	-15,3739	31,2395

Lucro_{it} = Lucro por ação da companhia i no período t, dividido pelo preço de fechamento da ação da companhia i no período t-1.

Ret_{it} = Retorno anual da ação em 31/12 da companhia i no período t, calculado de acordo com a seguinte fórmula: [(preço da ação em t – preço da ação em t-1)/ preço da ação em t-1].

A Tabela 4 mostra que em média o lucro por ação dividido pelo preço das ações corresponde a 0,13% para as 147 companhias abertas da amostra, com desvio-padrão de geral de 0,29%. O retorno anual acumulado representou em média 43,24% para a amostra da pesquisa, com o desvio-padrão geral de 2,66%.

A Tabela 5 mostra a estatística descritiva para os indicadores de estrutura de capital das 147 companhias abertas, que fazem parte da amostra.

A Estatística descritiva mostra que em média as 147 companhias abertas no decorrer do período de 2010 a 2012 apresentam financiamento composto em maior percentual por capital de terceiros. Isso é observado por meio da média dos indicadores de estrutura de capital. O indicador composição do endividamento (CE) apresentou em média 46% de capital de terceiros, o passivo total excede em média o patrimônio líquido (PT/PL) em 0,09%, indicando também que o percentual de capital de terceiros é superior ao de capital próprio.

O percentual de participação de capital de terceiros de curto prazo em relação ao capital próprio (PC/PL) foi de 46% e o de longo prazo (PNC/PL) foi de 57%. As dívidas de curto prazo (PC/(PNC+PL)) representam, em média, 26% em relação ao somatório das dívidas de longo prazo e do capital próprio. Em relação ao indicador que mostra as dívidas de curto prazo em relação às de longo prazo (PC/PNC), a média de 9.97 mostra que as companhias abertas da amostra possuem um percentual maior de dívidas de curto prazo, o que poderia evidenciar a presença de conservadorismo (Lee, 2009).

Tabela 5: Estatística Descritiva dos Indicadores de Estrutura de Capital das 147 companhias abertas

VARIÁVEL		MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
CE	Geral	0.4590	0.2365	0.0062	0.9996
	Entre		0.2282	0.0062	0.9873
	Dentro		0.0932	0.0725	0.9459
PNC/PL	Geral	0.5416	0.6808	0.0000	4.3458
	Entre		0.6840	0.0000	3.5083
	Dentro		0.1697	-0.4776	1.6939
PC/PL	Geral	0.4592	0.6527	0.0009	5.0181
	Entre		0.5980	0.0009	4.2348
	Dentro		0.1577	-0.4659	1.5030
PT/PL	Geral	1.0009	1.2111	0.0009	8.9236
	Entre		1.1515	0.0009	7.6418
	Dentro		0.2735	-0.9435	3.1968
PC/(PNC+PL)	Geral	0.2646	0.2916	0.0009	2.6906
	Entre		0.2814	0.0009	2.2644
	Dentro		0.0850	-0.3661	0.6909
PC/PNC	Geral	9.9725	146.6366	0.0000	2660.0130
	Entre		108.3937	0.0000	1333.1800
	Dentro		103.6758	-1316.8610	1336.8060

Observações: 147

Número total de Dados no período de 2010 a 2012: 345

CE – Percentual de Composição do Endividamento segundo a consultoria “Comdinheiro”.

PC/PL - Passivo circulante dividido pelo patrimônio líquido

PN/CPL - Passivo não circulante dividido pelo patrimônio líquido

PC/PNC - Passivo circulante dividido pelo passivo não circulante

PT/PL - Passivo total dividido pelo patrimônio líquido

PC/(PNC+PL) - Passivo circulante dividido pelo somatório do passivo não circulante e patrimônio líquido

4.2 MODELO DE DADOS EM PAINEL

O modelo empírico da pesquisa foi analisado por meio de dados em painel, desbalanceado, considerando 147 grupos de companhias abertas para o período de 2010 a 2012, o que resultou em 320 observações. Conforme a metodologia citada, foi incorporado ao modelo o indicador agregado de Estrutura de Capital de acordo com os dois cenários estabelecidos. A Tabela 6 mostra o resultado da estimação do modelo empírico final da pesquisa no primeiro cenário.

Primeiramente foram ajustados os modelos regressão para os dados em painel com efeitos fixos e aleatórios sem correção dos erros-padrão. Neste sentido procedeu-se o teste de *Hauman*, indicando ao nível de 1% que os estimadores do modelo de efeitos fixos têm melhores propriedades (consistência) que os estimadores de feitos aleatórios. Prosseguindo com a análise, foi identificada heterocedasticidade no modelo de efeitos fixos motivo pelo qual os erros-padrão robustos foram calculados.

Para efeitos de comparação, ambos os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios com erros-padrão corrigidos para heterocedasticidade (robustos) foram estimados cujos resultados, como já citado, estão na Tabela 6. Nestes modelos, o coeficiente β_3 não foi

significativo, mostrando que não há evidências de que as 147 companhias abertas da amostra reconhecem assimetricamente as perdas. Entretanto, os resultados indicam também que quando há conservadorismo a estrutura de capital possui efeito positivo e significativo a 1%, conforme β_7 , confirmando hipótese desta pesquisa e ao mesmo tempo corroborando com os estudos de Beatty, Weber & Yu (2008) e Lee (2009) e contrariando as evidências de Brito e Martins (2013), no contexto brasileiro.

Tabela 6: Resultado da regressão em painel do Modelo Empírico com erros padrões robustos para 320 observações

$$Lucro_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 Ret_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} Ret_{i,t} + \beta_4 EC_{i,t} + \beta_5 EC_{i,t} D_{i,t} + \beta_6 EC_{i,t} Ret_{i,t} + \beta_7 EC_{i,t} D_{i,t} Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

VARIÁVEL	Efeito Fixo	Efeito Aleatório
INTERCEPTO	0,0009 (0,0000)	0,0007 (0,5750)
D	0,0010 (0,5470)	0,0003 (0,0030)
RET	0,0003 (0,0170)	-0,0021 (0,7120)
D * RET	-0,0057 (0,3880)	0,0000 (0,1050)
EC	0,0001 (0,2420)	0,0003 (0,0600)
EC * D	0,0005 (0,0120)	0,0001 (0,0030)
EC * RET	0,0001 (0,0220)	0,0019 (0,1320)
EC * D* RET	0,0042 (0,0110)	0,0011 (0,0000)
R² (dentro)	0.0030	0.0006
R² (entre)	0.0026	0.0026
R² (geral)	0.5604	0.0431
Prob.	0.0000	0.0000

$Lucro_{it}$ = Lucro por ação da companhia i no período t, dividido pelo preço de fechamento da ação da companhia i no período t-1.

D_{it} = Variável binária, que corresponde a 1 se o retorno anual da ação em 31/12 da companhia i no período t for negativo ($R_{it} < 0$) e 0, caso seja positivo ou nulo ($R_{it} \geq 0$).

Ret_{it} = Retorno anual da ação em 31/12 da companhia i no período t, calculado de acordo com a seguinte fórmula: [(preço da ação em t – preço da ação em t-1)/ preço da ação em t-1].

EC_{it} = Estrutura de capital, estimada por meio de análise fatorial da companhia i no período t.

Os resultados foram confirmados a partir do modelo de efeitos fixos com correção dos erros-padrão para heterocedasticidade quando o indicador agregado da Estrutura de Capital obtido na análise de componentes principais em cada ano é utilizado (cenário 2). Tal como no cenário 1, os estimadores do modelo de efeitos fixos tem melhores propriedades em relação ao de efeitos aleatórios.

O resultado apresentado ainda necessita de mais testes, incluindo amostra maior, na medida em que está restrito às 147 companhias observadas. Outras variáveis institucionais

que influenciam no conservadorismo também podem ser testadas, tais como: estrutura de propriedade, capacidade de pagamento, estrutura de governança corporativa.

Sugere-se que o período da pesquisa seja estendido, na medida em que os dados apresentaram baixo poder explicativo entre os períodos, o que pode ser decorrente do período de três anos estudados e que pode não ser passível de variação das práticas contábeis em um curto período, na medida em que há a exigência de uniformidade de tais práticas.

5 CONCLUSÃO

O objetivo da pesquisa foi analisar se a estrutura de capital afeta positivamente o conservadorismo das companhias abertas do Brasil, assumindo a hipótese de que quanto maior o percentual de capitais de terceiros na estrutura de capital maior o nível de conservadorismo condicional.

As evidências empíricas demonstraram a existência de relação positiva entre a estrutura de capital das empresas brasileiras e o conservadorismo, confirmando desta forma a hipótese em questão e ao mesmo tempo corroborando com os estudos de Lee (2009), Ball, Robin e Sadka (2008), Zhang (2008) e Beatty, Weber e Yu (2008), que também encontraram evidências da relação entre práticas contábeis conservadoras e estrutura de capital. Isso implica que, mesmo com um ambiente institucional de fraca proteção aos investidores, as companhias percebem benefícios em adotar práticas contábeis conservadoras, quando sua estrutura de capital é formada em maior parte por capital de terceiros, atendendo à demanda dos credores por um reporte mais conservador ao contrário do evidenciado por Brito e Martins (2013).

No entanto, ao testar o nível de conservadorismo nas empresas que fizeram parte da amostra, observou-se uma fraca presença dessa característica qualitativa o que contradiz com os achados de pesquisas anteriores de Coelho e Lima (2008) e Almeida et al (2008) que demonstram uma forte presença de conservadorismo nas práticas contábeis brasileiras, mas corrobora com o estudo de Brito e Martins (2013), no setor bancário. Esse achado pode sugerir que quando observado de forma isolada, sem a influência da estrutura de capital, as companhias mantêm suas práticas contábeis voltadas ao atendimento dos investidores do mercado de capitais, como sugere o estudo de Ball, Robin e Sadka (2008).

As principais dificuldades encontradas referem-se ao recorte temporal de apenas três anos (2010, 2011 e 2012) o que reduziu a amostra da pesquisa para apenas 147 companhias, sendo assim sugere-se uma extensão desse período da amostra a fim de aumentar a quantidade de empresas e verificar se os resultados se mantêm.

Ressalta-se que existem outras medidas do endividamento das empresas que também poderiam ser testadas em outros estudos com o propósito de enriquecer a discussão da temática em questão, e assim contribuir com os usuários da informação contábil objetivando diminuir a assimetria informacional, assim como, o custo de agência dos interessados no capital das companhias.

Por fim, corroborando com o estudo de Lee (2009) sugere-se uma investigação nas empresas brasileiras sobre a relevância da estrutura de capital para explicar o conservadorismo condicional levando em consideração os tipos de dívida tais como dívida pública, dívidas de curto prazo, dívida de longo prazo, dívida garantida e dívida conversível.

6 REFERÊNCIAS

Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.

- Almeida, J.C.G., Scalzer, R.S., & Costa, F.M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *RCO – Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118 – 131.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1-51.
- Ball, R., Robin, A., & Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies* 13, 168-205.
- Ball, R.; Shivakumar, L. (2005). Earnings quality UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83 – 128.
- Basu, S. (1997). The Conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, p. 3-37.
- Beatty, A., Weber, J., & Yu, J. J. (2008). Conservatism and Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 154– 174.
- Braga, J. P., & Barros, P.H. (2013) Configuração da estrutura de propriedade e conservadorismo. *13º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (1999). Fundamentos da moderna administração financeira. Rio de Janeiro: Campus.
- Brito, G. A. S., & Martins, E. (2013) Conservadorismo contábil e custo do crédito bancário no Brasil. *BBR – Brazilian Business Review*, 10 (01), 27-48.
- Coelho, A. C. D., & Lima, I. S. (2008). Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e companhias de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 4, (2), 22-41.
- Durand, D. (1959). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment: comment. *American Economic Review*, 49 (4), 639-655.
- Famá, R.; Grava, J. W. (2000). Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. *Caderno de pesquisa em administração*, 1(11), 27-36.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Da Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Financial Accounting Standards Board. Statement of Financial Accounting Concepts nº 2- Qualitative Characteristics of Accounting Information, 1980. Disponível em: <<http://www.fasb.org/st/#fas25>>.
- Guay, W. R. (2008). Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Economics*, n. 45, p. 175– 180.
- Hendriksen, Eldon S.; Breda, Michel. F. Van. (2012). Teoria da Contabilidade. 5 ed. São Paulo: Atlas.
- Iudicibus, S. de; (2010). Teoria da Contabilidade. 10 ed. São Paulo: Atlas.
- Jensen, M. C., & Meckling, (1976). W. H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, 305-360.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and validation of a firm-year measure of conservatism. *Journal of Accounting and Economics*. v. 48, 2-3.
- Kung, F.; Cheng, C., & James, K. (2010). The effects of corporate ownership structure on earnings conservatism: evidence from China. *Asian Journal of Finance & Accounting*. v. 2, 47-67.
- Lafond, R, & Watts, R, L, (2008). The Information Role of Conservatism, *The Accounting Review*, 83 (2), p, 447-478.
- Lafond, R., Roychowdhury, S. (2007). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, vol. 46 mar 2008.
- La Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer A. & Vishny R.W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, Chicago, v. 52, n. 3, p. 1131-1150.

- Lattin, J.; Carroll, J. D.; Green, P.E. (2011). *Análise de Dados Multivariados*. São Paulo: Cengage Learning, 2011.
- Lee, H. S.G. (2009). Conditional Conservatism, Agency Costs, and the Contractual Features of Debt. *Electronic copy available*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1501719>.
- Li, Xi. (2007). Accounting conservatism and cost of capital: international analysis. Philadelphia, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1107539>>.
- Lopes, A. B., & Martins, Eliseu. *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo, Atlas: 2007.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). Firm-level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: an Experiment in Brazil. *Working Paper*. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>.
- Myers, S. C.; Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v.13, p. 187-221.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, Corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Nobes, Christopher. (1998). Towards a general modelo of the reasons for international differences in financial reporting. *ABACUS*, 34 (2).
- Paulo, E., Antunes, M. T. P., & Formigoni, H. (2008). Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. *RAE - Revista de Administração de Empresas*, 48 (3).
- Ramalingegowda, S., & Yu, Yong (2012). Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 53(1), 98-114.
- Ripamonti, A. (2010). Conservadorismo e custo de capital em corporações não-financeiras. *XXXIV Encontro da ANPAD*. Rio de Janeiro.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics*, p.23-40, Spring.
- Soares, K. & Procianny, J. L. (2000). O perfil de endividamento das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o Plano Real. In: *24º Encontro da ANPAD - ENANPAD*, Florianópolis.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 48(3).
- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in Accounting Part I - Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Watts, R. L. (2003b). Conservatism in Accounting Part II : Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 17(4), 287-301.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, n. 45, 27–54.

¹ Com alta influência política onde o governo estabelece e faz cumprir as regras contábeis (Ball, Kothary, Robin, 2000).

² Nos quais as práticas contábeis são determinadas pelo setor privado (Ball, Kothary, Robin, 2000).

³ Os outros três fatores são: O risco do negócio, ou o grau de risco inerente às operações da empresa, caso não utilize capital de terceiros; A posição tributária da empresa e; flexibilidade financeira, ou a capacidade de levantar capital sob condições razoáveis em situação adversa.

⁴ A *Comdinheiro* foi idealizada por Rafael Paschoarelli Veiga (professor de finanças da USP e do INSPER). Trata-se de um sistema integrado de informações financeiras utilizadas por alguns dos maiores bancos, *equityresearchers* e gestoras do Brasil. Acesso em dez/2013. www.comdinheiro.com.br