

EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS E EMPRESAS DO NOVO MERCADO DA BOVESPA: UM ESTUDO COMPARATIVO ACERCA DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL UTILIZANDO DADOS EM PAINEL

Gustavo Amorim Antunes

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

Marke Miranda de Mendonça

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

Filipe Bressanelli Azevedo

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS
EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS

Roberta Carvalho de Alencar

UNIVERSIDADE DE FORTALEZA

RESUMO: O presente trabalho investiga empiricamente as diferenças acerca da qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas estatais federais com ações negociadas na BOVESPA e pelas empresas que aderiram ao Novo Mercado, segmento especial de listagem na BOVESPA. Foram utilizadas três características como *proxy* para a qualidade da informação contábil: conservadorismo contábil (Basu, 1997 e Ball & Shivakumar, 2005), relevância contábil (Ohlson, 1995) e oportunidade da informação contábil (Bushman et al, 2004). A análise dos dados coletados no Economática e processados no Stata 9.0, referentes ao período de dez/1999 a dez/2006, identifica que as estatais federais revelaram significância estatística apenas em uma característica contábil, qual seja, a relevância. As empresas do Novo Mercado revelaram todas as três características estatisticamente significativas. Esse resultado, além de revelar que a informação contábil das estatais federais não apresenta as características necessárias para servir como instrumento de proteção contra a expropriação de recursos públicos, revela também a existência de empresas brasileiras com qualidade contábil superior e que podem servir de parâmetro para aperfeiçoamento da contabilidade das estatais federais. Assim, sugere-se a necessidade de aprimorar o uso da contabilidade como instrumento de governança corporativa na administração dos recursos públicos investidos nas participações acionárias da União.

PALAVRAS-CHAVE: Conservadorismo, oportunidade e relevância da informação contábil.

1. INTRODUÇÃO

A literatura especializada estabelece relação teórica entre a governança corporativa das empresas e qualidade de suas informações contábeis, vez que a contabilidade pode ser entendida como mecanismo de governança.

No intuito de se verificar essa relação no âmbito das empresas estatais federais brasileiras e compará-las com as empresas do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, que adotam as práticas de governança constantes do regulamento da BOVESPA, o presente estudo investiga empiricamente se os números contábeis das estatais federais apresentam as características necessárias para torná-los instrumentos efetivos de

governança. A comparação com as empresas do Novo Mercado visa fornecer um *benchmark* nacional para avaliação da contabilidade das estatais federais.

O texto discorre inicialmente (tópico 2) sobre a motivação econômica para a governança corporativa nas empresas estatais federais. Além dessas empresas apresentarem os problemas de agência tradicionais devidos à separação entre propriedade e controle, as estatais federais apresentam fatores adicionais de complexidades que tornam a governança ainda mais necessária, quais sejam: a) indicação política para membros dos órgãos de administração; b) interesses diversos que não somente maximização de lucros; e c) diretrizes de acionista controlador definidas por três Ministérios (Ministério da Fazenda, Ministério de Planejamento, Orçamento e Gestão e Ministério Supervisor).

A fundamentação teórica é concluída no tópico 4 (métricas de qualidade da informação contábil), no qual se apresenta o conceito de qualidade da informação contábil e as *proxies* utilizadas neste trabalho. Aqui, entende-se qualidade contábil como sendo o grau de utilidade da contabilidade como mecanismo para impedir a expropriação de recursos públicos destinados às estatais federais. Para aproximar a utilidade contábil para a governança estatal, utilizam-se três características contábeis. A oportunidade contábil é entendida como sendo a velocidade com que a contabilidade reflete as alterações de valor das estatais. A relevância consiste na capacidade da informação contábil de alterar a expectativa dos agentes econômicos acerca do desempenho futuro das estatais. Por fim, o conservadorismo é tido como o diferencial de verificabilidade e a defasagem temporal entre o reconhecimento de receitas e despesas.

O tópico 5 (problema de pesquisa) expõe que o objetivo geral do trabalho é investigar se as estatais federais promovem a qualidade contábil de seus demonstrativos para elevarem seus sistemas de governança corporativa. O objetivo específico é comparar as métricas de oportunidade, relevância e conservadorismo contábil das estatais federais com as das empresas do Novo Mercado, tidas como referência nacional de governança corporativa. As três hipóteses de trabalho assumem que suas métricas são estatisticamente significativas e semelhantes.

Uma vez entendido o contexto teórico e as métricas propostas, o tópico 6 apresenta a metodologia de dados em painel e as três regressões estimadas no Stata 9.0 (modelos de BASU, 1997; OHLSON, 1995; e BALL e SHIVAKUMAR, 2005). O tópico 7 apresenta os critérios de amostragem para seleção das seis estatais federais (Besc, Eletrobrás, Bnb, Petrobrás, Basa e Lightpar) e das cinco empresas do Novo Mercado (Eternit, Light, Rossi, Sabesp e Embraer) que foram analisadas neste estudo. Os dados foram coletados no Economática e o período estudado se refere a dez/1999-dez/2006.

O tópico 8 apresenta os resultados da pesquisa. As estatais federais revelaram relevância contábil estatisticamente significativa, porém apresentaram ausência de significância estatística para as métricas de oportunidade e conservadorismo. Isso sugere que a contabilidade não está sendo utilizada como instrumento de governança nas participações acionárias da União. As empresas do Novo Mercado, por outro lado, apresentaram métricas estatisticamente significativas para todas as três características contábeis aqui estudadas. Isso sinaliza a possibilidade de serem utilizadas como *benchmark* nacional para promoção da qualidade contábil das estatais federais.

Finalmente, o tópico 9 conclui não haver indícios estatísticos de que a qualidade dos relatórios contábeis das estatais federais seja compatível com seu uso como instrumento de governança corporativa e ressalta-se a importância de se aprimorar a contabilidade dessas empresas. Sugere-se que estudos futuros investiguem os determinantes da baixa qualidade contábil das estatais federais.

2. GARANTIA CONTRA EXPROPRIAÇÃO DE RECURSOS PÚBLICOS

Müssnich (1979) identifica a situação em que o empresário fundador detém controle e poder sobre todas as decisões como sendo o primeiro estágio de desenvolvimento da firma privada moderna. Na medida em que um crescente número de trabalhadores e atividades fica sob a tutela do empresário, o crescimento da firma privada esbarra na limitação da capacidade gerencial do mesmo. Como consequência, há a subdivisão da empresa em áreas especializadas e a contratação de administradores profissionais. Dessa forma, o empresário delega gradativamente seu poder de decisão aos gestores especializados.

Na medida em que firma privada cresce mais, o empresário se distancia por completo das decisões cotidianas e operacionais da empresa e confere todo o poder de decisão aos gestores. Nesse estágio, o empresário se torna acionista, proprietário muitas vezes passivo que detém legalmente os direitos de auferir os fluxos de caixa livres da organização, mas não exerce o poder de controlar as decisões que afetam esses fluxos de caixa (KLOECKNER, 1994). Assim, completa-se a evolução de pequenas firmas em organizações complexas, cuja propriedade é separada do controle (BERLE Jr. e MEANS, 1932).

Observa-se que essa análise da evolução organizacional tem como base a empresa privada, contudo, a situação de controle e propriedade separados também ocorre nas empresas estatais, porém, com um fator de complexidade adicional.

Assim como um acionista típico, o governo não controla suas empresas diretamente e a gestão das estatais também é delegada a administradores. No caso das empresas estatais, porém, a eleição dos membros dos órgãos de administração nem sempre segue critérios profissionais, sendo, muitas vezes, resultado de indicações políticas. A título de exemplo, pode-se citar o caso do Banco do Brasil – BB, cujo Estatuto Social (artigo 23, § 4º, inciso II, alínea ‘c’) prevê a possibilidade de eleição de ocupantes de cargos da administração pública para os cargos de sua Diretoria Executiva. No âmbito das empresas estatais, os problemas de gestão se tornam ainda mais graves.

A delegação de poder gerencial da União Federativa do Brasil – União (acionista) para os administradores não é espontânea, tampouco trivial. Segundo Brealey e Myers (1992), há conflito de interesse em qualquer forma de delegação de decisão. O principal motivo consiste na dissociação dos custos e benefícios da tomada de decisão. Ao delegar poder de decisão, a União transfere ao gestor a responsabilidade sobre o desempenho da empresa, mas a União continua sendo a maior beneficiada por esse desempenho (recebimento dos fluxos de caixa livres ou das benefícios eleitorais decorrentes da melhor prestação de serviço público, por exemplo).

Assim, o custo (esforço em prol do desempenho econômico-social da empresa) é responsabilidade dos gestores (agentes) e o benefício (resultado econômico-social da empresa) é percebido pela União (principal). Essa dissociação torna o custo privado do gestor maior que seu benefício privado e o induz a abandonar o objetivo da União (maximizar o valor da empresa ou prover o melhor serviço público possível) em busca da maximização de sua própria utilidade gerencial (Marris, 1963 e Lopes e Martins, 2005), no intuito de garantir o equilíbrio entre seus custos e benefícios privados. Exemplo disso é o crescimento excessivo das empresas proporcionado pelos gestores, além do ponto ótimo de Coase (1937), prejudicando seu rendimento econômico-social, mas ampliando o poder e status dos administradores (JENSEN, 1986 e KLOECKNER, 1994). No caso de empresas estatais, esse ímpeto dos gestores em busca de benefícios privados tende a ser ainda maior nas ocasiões em que os mesmos são eleitos através de indicações políticas.

Esse conflito de interesses, aliado à assimetria de informações (a União não pode se manter informados sobre todas as ações dos gestores), dá origem ao que a literatura de finanças denominou teoria da agência (JENSEN e MECKLING, 1976). Essa teoria sumariza o conhecimento acerca dos efeitos econômico-financeiros da delegação de poder decisório, seja ela explícita ou implícita, formal ou informal (LAMB, 1992). Evidência empírica dos problemas de agência são os *covenants* financeiros (Lopes e Martins, 2005) ou, mais especificamente em relação às estatais, pode-se citar as fraudes em licitações da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos – ECT, objeto de investigação da Comissão Parlamentar Mista de Inquérito – CPMI dos Correios em 2005.

Esses efeitos econômico-financeiros decorrentes da delegação de poder decisório da União para os administradores são conhecidos como custos de agência (Jensen e Meckling, 1976) e são divididos em três tipos. Primeiro, a União precisa monitorar o gestor. Segundo, o gestor dispõe de inúmeras possibilidades de comportamento, algumas inclusive prejudiciais à União; esta precisa, portanto, cercear o comportamento potencialmente danoso do gestor. Por fim, resta o custo residual que consiste na perda inevitável decorrente do fato do gestor não partilhar da mesma função utilidade da União.

Aqui, observa-se outro fator de complexidade adicional em relação à gestão das participações acionárias da União. A União Federativa do Brasil não pode maximizar uma função utilidade própria e bem definida como um acionista típico. O Governo não é uma entidade única, pois representa toda a população brasileira, logo, sua função utilidade é mais complexa e sua maximização envolve mais que a maximização do valor de seu patrimônio (valor das estatais, no presente caso).

Ainda, no que tange às diretrizes das empresas estatais, função da União como acionista é exercida, no Brasil, de forma compartilhada: a) Ministério da Fazenda – MF, por meio da Secretaria do Tesouro Nacional – STN/MF, no tocante à Assembléia Geral de Acionistas (Decretos n.ºs 1.091/1994 e 2.673/1998); b) Ministério de Planejamento, Orçamento e Gestão – MPOG, por meio do Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – DEST/ MPOG, no tocante a planejamento, orçamento e pessoal (Decreto n.º 3.735/2001); e c) Ministério supervisor, no tocante à gestão do negócio corporativo.

Assim, a formulação de diretrizes da União para as estatais é mais complexa que a formulação de diretrizes de acionistas privados para suas empresas. Reconhecendo esse problema, o Decreto n.º 6.021/2007 instituiu a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União – CGPAR para melhorar o exercício do controle das empresas estatais federais, propiciando que o Estado aja como um proprietário, informado e ativo.

Apesar desses três custos de agência e dos problemas adicionais em relação à gestão das estatais, pode-se relatar arcabouço teórico que facilita e induz a delegação de poderes. Segundo Brealey e Myers (1992), o objetivo principal do acionista/União (maximização do valor da empresa ou do serviço público prestado) está intimamente associado a atributos pessoais deste, quais sejam, sua preferência intertemporal e sua aversão ao risco. Definir esses atributos pessoais da União é tarefa complexa, contudo, observa-se que a delegação de poderes torna-os desnecessários para maximização do valor das empresas estatais.

Fisher (1965) demonstra que os gestores não precisam de nenhum tipo de informação acerca das preferências intertemporais da União para elevarem o patrimônio público (valor das empresas estatais) através da seleção de projetos com Valor Presente Líquido – VPL positivo. Ou seja, ele estabelece que a complexa escolha intertemporal da União e as decisões dos gestores são independentes entre si.

Markowitz (1950), por sua vez, estabelece que a pulverização dos recursos da União em diversas empresas reduz a exposição do portfólio público ao risco sistemático da economia. Assim, a União delega racionalmente essas decisões aos gestores com benefícios ao processo de maximização do patrimônio público (CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

Esses aspectos positivos da delegação de poderes da União para os gestores tendem a suplantar os custos de agência de Jensen e Meckling (1976) e as complexidades adicionais da gestão das estatais e tornam, portanto, viável a prática da delegação tão comum à observação empírica.

Apesar dessa suplantação, os custos de agência e as complexidades adicionais das estatais estão sempre presentes e oneram a delegação de poderes, com riscos para o erário público. Para agravar a situação, observa-se que a União não se faz mais necessária à gestão das estatais após o aporte de recursos públicos (Shleifer e Vishny, 1997) e sabe-se *à priori* que há incentivo econômico para o gestor (seja ele profissional ou indicado político) abandonar o interesse da União.

No intuito de dirimir esses problemas e impedir a expropriação de recursos públicos, faz-se necessário que se instaurem mecanismos de governança corporativa para gestão de das participações acionárias da União. No contexto das empresas estatais a necessidade de governança se torna ainda maior do que em empresas privadas, vez que investimentos efetuados nas estatais são oriundos de recursos públicos. Tendo em vista eles estão consubstanciados no Orçamento Geral da União – OGU, a destinação desses recursos às estatais representa menor disponibilidade de recursos para áreas essenciais como saúde e educação. A potencial expropriação por parte dos administradores das estatais, portanto, implica não somente em reduzir riqueza material da Nação como também em reduzir gastos em importantes áreas sociais.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança corporativa pode ser entendida como “sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações” (Rabelo e Silveira, 1999, p. 6). Mais especificamente e de modo mais relacionado com este trabalho, “governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos [União] da expropriação pelos agentes internos [gestores] (LA PORTA et al., 2000)”.

A delegação de poderes aos administradores implica que estes terão de tomar decisões no futuro que virão a afetar o patrimônio público (valor da empresa). Como não é possível determinar *a priori* qual a melhor decisão e não se pode criar cláusulas que abarquem todos os futuros estados da natureza, faz-se necessário estabelecer critérios e método para a tomada de decisões. Esses critérios são os sistemas de governança corporativa e seu mecanismo elementar é a contabilidade, sendo que suas características qualitativas de conservadorismo, relevância e oportunidade estão relacionadas diretamente à eficiência da governança das empresas (LOPES e MARTINS, 2005).

3.1. Novo Mercado da BOVESPA

No intuito de se analisar a qualidade da informação contábil das estatais federais de modo também relativo, investiga-se também a qualidade da informação contábil das empresas listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. O Novo Mercado – NM da BOVESPA é um segmento especial de listagem criado em junho de 2001 com o intuito de oferecer aos investidores melhores práticas de governança corporativa, facilitando o acompanhamento da performance das corporações. Para isso, a adesão ao NM está condicionada ao respeito dos direitos societários dos acionistas minoritários, a uma maior transparência por meio da divulgação de mais e melhores informações e à concessão de

direito de voto a todos os acionistas da empresa, conforme descrito a seguir (BOVESPA). As empresas do NM se comprometem, adicionalmente à legislação, a:

TABELA 1: EXIGÊNCIAS DO NOVO MERCADO

EXIGÊNCIA	ASPECTO RELACIONADO
1. DFC – Demonstrativo de Fluxo de Caixa	Divulgação adicional de informação
2. ITR consolidadas – Informações Trimestrais	Divulgação adicional de informação
3. Posição Acionária dos Dirigentes – Informações Anuais (IAN)	Divulgação adicional de informação
4. Reunião anual com investidores	Divulgação adicional de informação
5. Calendário anual de eventos corporativos	Divulgação adicional de informação
6. Contratos com partes relacionadas	Divulgação adicional de informação
7. <i>Free Float</i> de 25%	Diluição de capital
8. Dispersar capital	Diluição de capital
9. Demonstrações anuais em IFRS ou US GAAP	Divulgar em Padrão Contábil diferenciado
10. ITR em inglês ou em IFRS	Divulgação adicional de informação
11. Conselho de Administração de 5 membros	Composição do Conselho de Administração

Fonte: BOVESPA

TABELA 1 (CONTINUAÇÃO): EXIGÊNCIAS DO NOVO MERCADO

EXIGÊNCIA	ASPECTO RELACIONADO
12. Conselho de Administração com mandato de 2 anos, com possível reeleição	Composição do Conselho de Administração
13. Conselho de Administração com 20% de membros independentes	Composição do Conselho de Administração
14. Tag Along 100% para ações ON	Proteção legal
15. Oferta pública de compra se deslistar	Proteção legal
16. Câmara de Arbitragem do Mercado	Proteção legal
17. Existência apenas de ações ON	Diluição de poder

Fonte: BOVESPA

Devido a essas exigências para adesão ao NM, as empresas nele listadas serão utilizadas para fins comparativos com as estatais federais.

4. MÉTRICAS DE QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

A relação entre governança e qualidade da informação contábil está explícita na própria definição de qualidade contábil aqui apresentada. Define-se qualidade da informação contábil como sendo o grau de funcionalidade da contabilidade como mecanismo de governança (grau de impedimento da expropriação dos recursos públicos investidos pela União). De modo mais estrito, a qualidade da contabilidade consiste no seu grau de redução dos custos de monitoramento e cerceamento expostos por Jensen e Meckling (1976).

Lopes e Martins (2005) afirmam que o mecanismo de governança mais elementar é a própria informação contábil. Se “o resultado [contábil] é uma medida do desempenho da administração no manuseio dos recursos confiados ao seu zelo e uso” (Costa et al, 2000, p.3), tem-se que a contabilidade só faz sentido num ambiente em que exista assimetria informacional e contratos incompletos, ou seja, num ambiente em que se faça necessário instaurar mecanismos de governança corporativa. Sem a necessidade de governança, não existiria contabilidade.

Há de se notar, entretanto, que os números contábeis são produzidos pelos próprios gestores. Palepu et al (2000) alertam que o usuário deve ficar atento, pois os relatórios financeiros emitidos pelas estatais são função do ambiente, de suas atividades específicas e das escolhas contábeis feitas pelos administradores. Os autores argumentam existir benefícios

e custos no modo como os números contábeis são produzidos. O gestor toma as decisões contábeis por ser íntimo das atividades da estatal, mas está apto a gerir os demonstrativos em benefício próprio e a distorcer a qualidade/utilidade das informações (custo).

Por outro lado, o gestor exerce uma útil discricionariedade ao informar (benefício), pois sinaliza eventos/ocorrências importantes ao usuário externo (LOPES e MARTINS, 2005). Para maximizar essa relação custo/benefício, faz-se importante o exercício responsável dessa discricionariedade. Novamente, o conflito de interesses entre gestor e União agrava a necessidade de monitoramento e cerceamento por parte da União e tende a inibir a demonstração por parte dos gestores (ou a aumentar a manipulação dos relatórios).

Para dirimir esses problemas existem alguns mecanismos para conter o comportamento oportunista do gestor e zelar pelo patrimônio público. Aqui, estuda-se o uso da própria contabilidade como instrumento de governança corporativa nas empresas estatais. Tendo em vista que características da contabilidade como oportunidade, relevância e conservadorismo tendem a reduzir os custos de monitoramento e cerceamento e que as mesmas podem ser estatisticamente mensuradas, estas métricas serão aqui utilizadas como *proxies* para a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas estatais federais com ações negociadas livremente na BOVESPA e pela empresas listadas na BOVESPA, conforme Bushman et al (2004) e Barth et al (2005). A seguir, descreve-se cada uma dessas três características contábeis.

4.1. Oportunidade da Informação Contábil

O conceito de oportunidade está associado à velocidade com que os números contábeis capturam as alterações de valor da empresa (BUSHMAN et al, 2004). Na medida em que a contabilidade demora a refletir o valor, ou seja, é inoportuna, cria-se lapso temporal entre a destruição/geração de valor por parte dos gestores e a punição/premiação por parte dos acionistas. Essa defasagem tende a reduzir a utilidade dos números contábeis como métricas de desempenho e dificulta o monitoramento dos gestores.

Esse conceito remete a duas características contábeis apontadas por Iudícibus (2005), quais sejam, tempestividade e integralidade. A informação contábil é tempestiva quando o registro das variações patrimoniais é feito no momento em que o fato gerador ocorre, concedendo tempo hábil para que os usuários da contabilidade maximizem a utilidade de seu uso. Caso o registro não seja tempestivo, os demonstrativos contábeis se revelarão incompletos, prejudicando análises, diagnósticos e prognósticos.

A integralidade, por sua vez, repousa no reconhecimento da variação patrimonial em sua totalidade, ou seja, sem a omissão de quaisquer valores monetários quantificáveis. Assim, a informação contábil é integral na medida em que revela todos os elementos relevantes e significativos para compreensão da situação patrimonial da empresa.

4.2. Relevância da Informação Contábil

Faz-se importante estabelecer a distinção entre utilidade e relevância da contabilidade. A contabilidade pode ser útil de três formas: fornecer métricas para estabelecimento metas; subsidiar a compreensão e o monitoramento de fenômenos; e subsidiar a tomada de decisões (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999). Nesse sentido, a utilidade da contabilidade está associada a três características: poder de *feed-back*, oportunidade da informação e capacidade preditiva. Na medida em que a contabilidade se desassocia das alterações de valor da empresa (patrimônio público), seus números tendem a se mostrar menos úteis para a União como métricas do desempenho dos gestores (*feed-back*), para sua monitoração (menos oportuna) e para se tomar decisões baseadas na previsão de eventos futuros (menor associação com o preço das ações das empresas estatais).

Por outro lado, uma informação é relevante quando afeta a expectativa de seu usuário. Assim, quando a contabilidade fornece informação nova, ainda não inserida no preço das ações das estatais, capaz de alterar a expectativa dos agentes econômicos acerca do desempenho futuro da empresa estatal, alterando a precificação feita anteriormente, tem-se que a informação contábil é relevante (LOPES e MARTINS, 2005). No intuito de captar esse impacto nos preços causado pela divulgação contábil das estatais, a relevância da contabilidade é pesquisada empiricamente através da associação entre os números contábeis e o retorno de mercado das ações da estatal (OHLSON, 1995).

4.3. Conservadorismo Contábil

A literatura especializada fornece três conceituações de conservadorismo contábil. Segundo Watts (2003), o conservadorismo consiste no diferencial de verificabilidade exigido para se reconhecer receitas e despesas na Demonstração de Resultado do Exercício – DRE, ou seja, consiste na tendência de se exigir maior verificabilidade para se reconhecer ganhos comparativamente à exigência para se reconhecer perdas (BASU, 1997). Uma possível motivação para essa forma de conservadorismo repousaria na necessidade de métricas contratuais mais confiáveis (verificáveis) para se distinguir desempenho de sorte ou azar (WATTS, 2003).

Outra definição advém da máxima de postergar receitas e antecipar despesas (BLISS, 1924, *apud* WATTS, 2003). Nesta, o conservadorismo é definido como defasagem temporal no reconhecimento de receitas e despesas na DRE. Observa-se aqui uma relação entre a segunda e a primeira definição: devido à exigência de maior verificabilidade das receitas, o reconhecimento dessas tende a demorar. Essa segunda forma de conservadorismo seria motivada pelo benefício econômico de se postergar receitas, quais seja, o deferimento de impostos (WATTS, 2003).

Já a terceira conceituação de conservadorismo faz referência à (sub) mensuração do patrimônio no Balanço Patrimonial (OHLSON, 1995). Esta, por sua vez, guarda relação com a segunda definição: ao se atrasar o reconhecimento de receitas, tende-se a reduzir o lucro contábil e, portanto, o patrimônio líquido. Essa terceira forma de conservadorismo pode ser explicada em função dos benefícios da subavaliação do patrimônio, quais sejam, menores custos de litígio e de regulação (WATTS, 2003). Aqui, adota-se a segunda definição de conservadorismo (defasagem temporal no reconhecimento de receitas e despesas), uma vez que o objetivo do trabalho é investigar empiricamente a relação entre essa característica da contabilidade e a governança corporativa.

Das três definições, apenas a segunda é objeto de modelagem econométrica já difundida na literatura (modelos propostos por BASU, 1997, e por BALL e SHIVAKUMAR, 2005). Ainda, do ponto de vista teórico, a necessidade de métricas contratuais mais confiáveis para se distinguir desempenho de sorte ou azar, que motiva essa segunda forma de conservadorismo, guarda estreita relação com os fatores determinantes da governança corporativa.

Diante da assimetria de custos e benefícios percebidos por gestores e União, o rápido reconhecimento de despesas tende a tornar os números contábeis mais apropriados para serem utilizados em contratos de *covenants* e na remuneração dos administradores, bem como dificulta a aprovação de projetos com Valor Presente Líquido – VPL negativo (BALL et al, 1999).

5. PROBLEMA DE PESQUISA

A literatura especializada sugere existir relação entre governança corporativa e qualidade da informação contábil, no sentido de que informação contábil pode constituir um mecanismo de governança.

Ahmed e Duellman (2005) afirmam e trazem evidência empírica de que o conservadorismo contábil é maior quanto melhor os mecanismos de governança. Almeida et al (2006) pesquisaram as empresas brasileiras que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança da BOVESPA e identificaram que estas apresentaram maior conservadorismo que as demais. Bushman et al (2004) apresentam fundamentação teórica e evidências empíricas que sustentam a relação positiva entre governança e oportunidade contábil.

Assim, no intuito de se investigar empiricamente se as empresas estatais federais utilizam a contabilidade para dirimirem os riscos de expropriação de recursos públicos, adota-se como objetivo geral a resolução da questão: AS ESTATAIS FEDERAIS USAM A CONTABILIDADE PARA IMPEDIR A EXPROPRIAÇÃO DE RECURSOS PÚBLICOS?

No intuito de se perseguir esse objetivo geral, compara-se a qualidade da informação contábil divulgada pelas estatais federais com a divulgada pelas empresas listadas no NM. As empresas do NM adotam as práticas de governança descritas pelo regulamento da BOVESPA e espera-se que possam servir de *benchmark* para a contabilidade das estatais federais. Formula-se, então, a seguinte questão:

AS ESTATAIS FEDERAIS APRESENTAM MÉTRICAS DE QUALIDADE CONTÁBIL ESTATISTICAMENTE SEMELHANTES ÀS MÉTRICAS DAS EMPRESAS LISTADAS NO NM?

Ao se buscar responder esta pergunta, adota-se três hipóteses de trabalho, a saber:

H₁ = As empresas estatais federais apresentam métricas de oportunidade da informação contábil compatíveis com as observadas nas empresas do NM.

H₂ = As empresas estatais federais apresentam métricas de revelância da informação contábil compatíveis com as observadas nas empresas do NM.

H₃ = As empresas estatais federais apresentam métricas de conservadorismo contábil compatíveis com as observadas nas empresas do NM.

Espera-se que as empresas estatais que adotam sistemas de governança corporativa eficientes estejam comprometidas em aprimorá-los por meio das três características contábeis aqui estudadas (oportunidade, relevância e conservadorismo) e que, portanto, apresentem métricas equiparáveis às reveladas pelas empresas listadas no NM, comprometidas com as práticas de governança corporativa descritas no regulamento da BOVESPA.

Do ponto de vista teórico, espera-se que a busca por melhores sistemas de governança corporativa sinalize mais confiança e credibilidade por parte das empresas estatais, de modo que os agentes econômicos do mercado acionários tenderão a balizar mais suas decisões nos números contábeis divulgados por essas estatais (maior relevância).

O conservadorismo e a oportunidade, por outro lado, não surgem como consequência dessa sinalização, pois são resultados de escolhas contábeis internas às estatais federais. Contudo, espera-se que essas duas características surjam como reflexo da busca por aprimoramento da governança, no caso das estatais federais que busquem impedir a expropriação de recursos públicos.

6. METODOLOGIA

Descreve-se a seguir a metodologia do cálculo de cada *proxy* de qualidade contábil, quais sejam, oportunidade, relevância e conservadorismo contábil. Todas as regressões apresentadas foram estimadas em painel no Stata 9.0, verificando os pressupostos das regressões e usando os recursos de efeito fixo e erro padrão robusto.

6.1. Oportunidade da Informação Contábil

Em linha com o trabalho de Bushman et al (2004), mensura-se a oportunidade da informação contábil por intermédio do coeficiente α_1 da equação (1) a seguir:

$$LPA_{i,t} / P_{i,t-1} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 R_{i,t} + \alpha_2 D_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde

$LPA_{i,t}$ denota o Resultado Contábil (lucro/prejuízo) por ação da empresa i no ano da adesão t ;

$P_{i,t}$ denota o preço da ação da empresa i no ano da adesão t ;

$R_{i,t}$ denota o Retorno logaritimizado da ação da empresa i no ano da adesão t ;

$D_{i,t}$ denota uma variável *Dummy* que assume valor 1 quando o retorno da ação da empresa i no tempo t é negativo e assume valor 0 quando o retorno da ação da empresa i no tempo t é positivo;

$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro;

α_i e δ_t são os efeitos fixos de firma e de tempo; e

α_1 , α_2 e α_3 são os parâmetros a serem estimados.

O coeficiente α_1 mensura diretamente a velocidade do reconhecimento do retorno econômico pelo resultado contábil. Valores maiores e mais significativos para esse coeficiente indicam informação contábil mais oportuna (mais rápida), sendo que o sinal esperado é positivo. Os demais coeficientes são comentados no tópico sobre conservadorismo.

6.2. Relevância da Informação Contábil

O modelo econométrico de investigação empírica da relevância contábil é descrito pela equação a seguir (OHLSON, 1995):

$$P_{i,t} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 LPA_{i,t} + \alpha_2 VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

onde

$P_{i,t}$ denota o preço da ação da empresa i no ano da adesão t ;

$LPA_{i,t}$ denota o Resultado Contábil (lucro/prejuízo) por ação da empresa i no ano da adesão t ;

$VPA_{i,t}$ denota o Valor Patrimonial da Ação da empresa i no ano da adesão t ;

$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro;

α_i e δ_t são os efeitos fixos de firma e de tempo; e

α_1 , α_2 e α_3 são os parâmetros a serem estimados.

A equação (2) estima a incorporação das informações contidas no Lucro (DRE) e no Patrimônio Líquido (Balanço) ao preço das ações da empresa devido à interação dos agentes no mercado acionário. Assim, obtém-se duas métricas para a contribuição dos números contábeis no processo de avaliação da empresa (precificação de suas ações). As duas primeiras métricas são os parâmetros α_1 e α_2 da equação (2) que traduzem a relevância da informação contábil (do Lucro e do Patrimônio Líquido, respectivamente). Valores maiores e mais significativos para ambos indicam maior relevância da informação contábil, sendo que o sinal esperado de ambos é positivo.

A análise do parâmetro α_0 da regressão (2) não se faz relevante, vez que não contém significado econômico condizente com os objetivos deste trabalho.

6.3. Conservadorismo Contábil

Como o grau de verificabilidade utilizado pelas empresas para reconhecimento das receitas não é observável, Basu (1997) propôs metodologia de investigação empírica do conservadorismo que se baseia na consequência secundária do mesmo, qual seja, na

defasagem temporal entre o reconhecimento de receitas e despesas. A formulação matemática de seu modelo é descrita a seguir:

$$LPA_{i,t} / P_{i,t-1} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 R_{i,t} + \alpha_2 D_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde

$LPA_{i,t}$ denota o Resultado Contábil (lucro/prejuízo) por ação da empresa i no ano da adesão t ;

$P_{i,t}$ denota o preço da ação da empresa i no ano da adesão t ;

$R_{i,t}$ denota o Retorno logaritimizado da ação da empresa i no ano da adesão t ;

$D_{i,t}$ denota uma variável *Dummy* que assume valor 1 quando o retorno da ação da empresa i no tempo t é negativo e assume valor 0 quando o retorno da ação da empresa i no tempo t é positivo;

$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro;

α_i e δ_t são os efeitos fixos de firma e de tempo; e

α_1 , α_2 e α_3 são os parâmetros a serem estimados.

A equação (1) mensura a grau de associação entre o retorno contábil e o retorno econômico, bem como se essa associação é afetada por retornos negativos e pela magnitude desse retorno negativo. Assim, obtém-se uma métrica para a velocidade com que as informações avaliadas pelos investidores são traduzidas em eventos contábeis reconhecidos na Demonstração de Resultados e para o aumento dessa velocidade na tradução de retornos negativos (más notícias que reduzem o valor da empresa).

A primeira métrica é o parâmetro α_2 da equação (1) que mensura a defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias já absorvidas pelo preço de mercado (*proxy* para o nível de conservadorismo). A segunda métrica é o parâmetro α_3 da equação (1) que mensura a intensidade dessa mesma defasagem (*proxy* para o grau de conservadorismo – principal métrica de conservadorismo deste modelo).

Valores mais significativos e maiores em módulo para α_2 e α_3 da regressão (1) e maiores valores para a diferença $|\alpha_3| - |\alpha_1|$ indicam maior grau de conservadorismo contábil. O sinal esperado para α_2 é negativo e para α_3 , positivo. A diferença $|\alpha_3| - |\alpha_1|$ representa a diferença de velocidade entre o reconhecimento de más notícias e das notícias em geral.

A análise do parâmetro α_0 da regressão (1) não se faz relevante, vez que o mesmo não contém significado econômico/teórico. O parâmetro α_1 , por sua vez, contém importante significado econômico, mas envolve outro aspecto da qualidade contábil que não o conservadorismo, qual seja, a oportunidade contábil discutida anteriormente.

De modo complementar, adotou-se também o modelo de Ball e Shivakumar (2005) que permite analisar o nível de conservadorismo por meio da reversão dos resultados contábeis através da equação a seguir:

$$\Delta LPA_{i,t} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 Dum * \Delta LPA_{i,t} + \alpha_2 \Delta LPA_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta LPA_{i,t-1} * Dum * \Delta LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

onde

Dum denota uma variável *Dummy* que assume valor 1 quando a variação do lucro por ação da empresa i no tempo t ($\Delta LPA_{i,t}$) é negativa e assume valor 0 (zero) quando essa variação é positiva;

$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro;

α_i e δ_t são os efeitos fixos de firma e de tempo; e

α_1 , α_2 e α_3 são os parâmetros a serem estimados.

A significância estatística do coeficiente α_2 da equação (3) revela a reversão de resultados contábeis positivos (variações positivas do resultado). Espera-se que, devido ao

maior grau de verificabilidade exigido para o reconhecimento de receitas/ganhos, os resultados positivos constituam componente persistente do resultado contábil e que, portanto, o mesmo não seja revertido. Assim, espera-se que o coeficiente α_2 não seja significativo (α_2 estatisticamente nulo). Caso esse reconhecimento não seja postergado, o resultado positivo há de se tornar um componente transitório e será revertido em períodos subseqüentes (aqui testado para apenas uma defasagem). Como a reversão ocorreria em sinal contrário à variação positiva do resultado, isso implicaria em um coeficiente α_2 estatisticamente negativo.

Por outro lado, α_3 da equação (3) estima a ocorrência de reversão de resultados contábeis negativos (variações negativas do resultado). A baixa verificabilidade para o reconhecimento de despesas/perdas há de tornar os resultados negativos transitórios, fazendo com que os mesmos sejam revertidos em períodos seguintes. Assim, espera-se que o coeficiente α_3 seja estatisticamente positivo, vez que essa reversão ocorreria em sinal contrário à variação negativa do resultado. A análise dos parâmetros α_0 e α_1 da equação (3) não é relevante, pois os mesmos não trazem significado econômico/teórico.

7. COLETA DE DADOS

O Governo Federal detém participação acionária majoritária e direta em 29 empresas de economia mistas (STN/MF). Dessas 29 empresas, apenas sete têm seus dados disponibilizados no Economática e elas são objeto inicial de análise. A essas, se soma a LightPar, subsidiária controlada pela Eletrobrás e indiretamente pela União, cujos dados também estão disponibilizados no Economática. Essas oito empresas compuseram a amostra inicial de estatais federais. A outra amostra inicial, para fins comparativos, é composta por empresas do Novo Mercado. Até dezembro de 2006, 44 empresas haviam aderido a esse segmento especial de listagem, conforme tabela a seguir (BOVESPA). Por fim, o Banco do Brasil, estatal federal que aderiu ao Novo Mercado em 28.06.2006, foi excluída da análise por pertencer a ambos os grupos estudados.

Assim, coletou-se os dados (Preço de Fechamento em 30 de abril, com 15 dias de tolerância, Lucro anual Por Ação – LPA e Valor Patrimonial por Ação – VPA do final do ano) em valores nominais, não corrigidos pela inflação, das empresas desses dois grupos no Economática. Em seguida, calculou-se todas as variáveis descritas nas equações (1), (2) e (3), as empresas com informação ausente em qualquer ano do período dez/1999 a dez/2006 foram eliminadas. Este período foi escolhido por ser aquele que forneceu a maior quantidade de observações sem janelas. Depois dos procedimentos citados, a amostra final contemplou 6 estatais federais e 5 empresas do NM, listadas a seguir:

TABELA 2: Amostras finais estudadas

PAINEL ANALISADO (1999-2006)	
6 ESTATAIS	5 EMPRESAS DO NM
48 observações	40 observações
Besc (PNB)	Eternit (ON)
Eletrobras (ON)	Light S/A (ON)
Nord Brasil (PN)	Rossi Resid (ON)
Petrobras (PN)	Sabesp (ON)
Amazonia (ON)	Embraer (ON)
LightPar (ON)	

Fonte: Resultados desta pesquisa

8. RESULTADOS

Antes de analisar os resultados expostos na tabela a seguir, ressalta-se que todas as regressões apresentadas a seguir foram estimadas em painel no Stata 9.0, verificando os pressupostos das regressões e usando os recursos de efeito fixo e erro padrão robusto.

TABELA 3: Resultados encontrados – empresas estatais

Equação (1): $LPA_{i,t} / P_{i,t-1} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 R_{i,t} + \alpha_2 D_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Equação (2): $P_{i,t} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 LPA_{i,t} + \alpha_2 VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Equação (3): $\Delta LPA_{i,t} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 Dum.\Delta LPA_{i,t} + \alpha_2 \Delta LPA_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta LPA_{i,t-1} .Dum.\Delta LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

CARACTERÍSTICA CONTÁBIL	MÉTRICA		PAINEL: 1999-2006 EMPRESAS ESTATAIS
	VARIÁVEL	COEFICIENTE	
OPORTUNIDADE	$Ret_{i,t}$	α_1 - eq. (1)	0,71
RELEVÂNCIA	$VPA_{i,t}$	α_1 - eq. (2)	3,11***
	$LPA_{i,t}$	α_2 - eq. (2)	-2,95*
CONSERVADORISMO	Dum	α_2 - eq. (1)	0,29
	Dum* $Ret_{i,t}$	α_3 - eq. (1)	-0,44
	Dum* $Ret_{i,t} - Ret_{i,t}$	$ \alpha_3 - \alpha_1 $ [eq. (1)]	-0,27
	$\Delta LPA_{i,t-1}$	α_2 - eq. (3)	-0,59***
	$\Delta LPA_{i,t-1} \times Dum \times \Delta LPA_{i,t}$	α_3 - eq. (3)	1,24

Fonte: Resultados desta pesquisa

Obs: *** significância estatística de 1%

* significância estatística de 10%

A tabela 3 revela que as empresas estatais federais apresentaram significância estatística, mesmo ao nível de 10%, em apenas três casos. Ambos os coeficientes da equação (2) foram significativos, revelando que tanto o resultado contábil (lucro ou prejuízo) quanto o patrimônio líquido são relevantes para os acionistas das estatais federais. Ressalta-se, entretanto, que a variável $LPA_{i,t}$ apresentou sinal inconsistente, em relação ao sinal positivo esperado.

A outra significância estatística foi encontrada na variável $\Delta LPA_{i,t-1}$, cujo resultado esperado era de insignificância estatística. Ainda, a diferença $|\alpha_3| - |\alpha_1|$ [eq. (1)] apresentou-se negativa, ao contrário do esperado. Assim, os resultados sugerem que as empresas estatais federais não apresentam informações contábeis oportunas nem conservadoras. Os resultados aqui apurados indicam que a contabilidade não está sendo utilizada devidamente como instrumento de governança corporativa nas empresas estatais federais, vez que não apresentaram as características econométricas previstas pela literatura especializada como sendo indicadores de qualidade contábil.

TABELA 4: Resultados encontrados – empresas do NM

Equação (1): $LPA_{i,t} / P_{i,t-1} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 R_{i,t} + \alpha_2 D_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Equação (2): $P_{i,t} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 LPA_{i,t} + \alpha_2 VPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Equação (3): $\Delta LPA_{i,t} = \alpha_i + \delta_t + \alpha_1 Dum.\Delta LPA_{i,t} + \alpha_2 \Delta LPA_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta LPA_{i,t-1} .Dum.\Delta LPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

CARACTERÍSTICA CONTÁBIL	MÉTRICA		PAINEL: 1999-2006 EMPRESAS DO NM
	VARIÁVEL	COEFICIENTE	
OPORTUNIDADE	$Ret_{i,t}$	α_1 - eq. (1)	5,07***
RELEVÂNCIA	$VPA_{i,t}$	α_1 - eq. (2)	0,65
	$LPA_{i,t}$	α_2 - eq. (2)	1,70**
CONSERVADORISMO	Dum	α_2 - eq. (1)	0,69
	Dum* $Ret_{i,t}$	α_3 - eq. (1)	-7,29**
	Dum* $Ret_{i,t} - Ret_{i,t}$	$ \alpha_3 - \alpha_1 $ [eq. (1)]	2,22
	$\Delta LPA_{i,t-1}$	α_2 - eq. (3)	-1,62***
	$\Delta LPA_{i,t-1} \times Dum \times \Delta LPA_{i,t}$	α_3 - eq. (3)	1,79***

Fonte: Resultados desta pesquisa. Obs: *** significância estatística de 1% ** significância de 5%

A tabela 4 revela que as empresas do NM apresentaram significância estatística, mesmo ao nível de 10%, em cinco casos envolvendo todas as três características contábeis estudadas. Primeiramente, observa-se que o variável $Ret_{i,t}$ apresentou coeficiente positivo e significativo a 1%. Isso sugere que as empresas do NM divulgam informações contábeis em

tempo hábil. Contrastando esse resultado com o resultado de oportunidade contábil das estatais federais, sugere-se a rejeição da primeira hipótese de trabalho.

Em relação à relevância, observa-se que a variável $LPA_{i,t}$ também apresentou coeficiente positivo e significativo, mas a 5%. Isso sugere que o resultado contábil das empresas do NM (lucro ou prejuízo) é relevante para seus acionistas. Contrastando esse resultado com o resultado de relevância contábil das estatais federais, não se pode sugerir a rejeição da segunda hipótese de trabalho.

Por fim, em relação ao conservadorismo, observa-se que as variáveis Dum e $\Delta LPA_{i,t-1}$ não apresentaram a significância estatística esperada. Já a variável $Dum*Ret_{i,t}$ apresentou significância esperada, mas também sinal negativo não esperado. Porém, as variáveis $(Dum*Ret_{i,t} - Ret_{i,t})$ e $\Delta LPA_{i,t-1} \times \Delta LPA_{i,t}$ apresentaram coeficientes conforme esperado e sugerem que as demonstrações contábeis das empresas do NM são conservadoras. Contrastando esse resultado com o resultado de conservadorismo contábil das estatais federais, sugere-se a rejeição da terceira hipótese de trabalho.

9. CONCLUSÃO

Uma visita à literatura permite sintetizar a governança corporativa como mecanismo de convergência de interesses de agentes direta e indiretamente impactado pelas atividades econômicas das empresas, sejam elas privadas ou estatais. A governança como instrumento de alinhamento de interesses parece ser um fator em voga e de grande impacto no mercado de capitais. No que se refere ao Brasil já aparecem alguns estudos sobre governança corporativa, contudo por ser um assunto amplo e de muitas interfaces, o tema de governança não se apresenta vinculado diretamente com a contabilidade, tampouco enfoque empírico-analítico e tendo como objeto de análise as empresas estatais federais em contraste às empresas do Novo Mercado da BOVESPA.

Buscando contribuir nesses três aspectos, investigou-se a qualidade da informação contábil divulgada por seis empresas estatais com dados disponíveis no Economática no período de dez/1999 a dez/2006. Identificou-se que as empresas estatais apresentaram significância estatística para apenas uma característica da informação contábil (relevância) e que as empresas do Novo Mercado apresentaram todas as três características contábeis significativas.

Os resultados aqui apresentados sugerem a rejeição de duas das três hipóteses de trabalho aqui adotadas. Assim, além de destacar que a informação contábil das estatais federais não apresenta as características necessárias para servir como instrumento de proteção contra a expropriação de recursos públicos, este estudo revela que a existência de empresas brasileiras com qualidade contábil superior e que podem servir de parâmetro para aperfeiçoamento da contabilidade das estatais federais.

Ressalta-se, portanto, a necessidade de se aperfeiçoar a contabilidade e os mecanismos de governança corporativa das estatais federais. Nesse sentido, estudos futuros podem investigar os determinantes da baixa qualidade contábil das estatais, bem como estudar medidas para solucionar esse problema de grande importância para a gestão das participações acionárias majoritárias da União.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. e DUELLMAN, S., 2005. Evidence on the role of accounting conservatism in corporate governance. Working Paper, Syracuse University.
- ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S. e COSTA, F. M. “Níveis Diferenciado de Governança Corporativa da Bovespa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias

Abertas Listadas Na Bovespa”. 3º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2006.

BALL, R.; KOTHARI, S. P. e ROBIN, A. “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings”. Ago. 1999. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 01 jun. 2006.

_____; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*. v. 39. p.83-128. 2005.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M e Williams, C. “Accounting Quality: International Accounting Standards and US GAAP”. SSRN Working paper. 2006. Disponível em <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 01 nov. 2006.

BASU, S. “The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings”. *Journal of Accounting and Economics*, n. 24, p. 3-37, 1997.

BERLE JR., A. A.e MEANS, G. C. The modern corporation and privacy property. New York: MacMillan, 1932.

BOVESPA. www.bovespa.com.br

BREALEY, R.A. e MYERS, S. C. Princípios de Finanças Empresariais. 3. ed. Portugal: McGraw-Hill de Portugal, 1992.

BLISS, J. S. Management through accounts. NY, The Roland Press Co, 1924.

BUSHMAN, R; CHEN, Q.; ENGEL, E. e SMITH, A. “Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems”. *Journal of Accounting & Economics*, 37 (2): 167-201, 2004.

CAMARGOS, M. A. e BARBOSA, F. V. “Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas”. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abril/junho 2003

COASE, R. H. “The nature of the firm”. *Economica*, London: v. 4, n. 16, p. 386-405. Nov, 1937.

COSTA, F. M.; MAGRINI, P. e LISBOA, L. P. “‘Valor justo’ em contabilidade”. *In: XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade*, 2000.

DEST/MPOG. www.mpog.gov.br

FISHER, I. The theory of interest. Ed. Augustus M. Kelley, New York, 1965.

JENSEN, M. “Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over”. *American Economic Review*. v. 76, n. 2, p. 323-329, Maio 1986.

JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. “The theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*. Outubro, 1976. 305-360.

KLOECKNER, G. O. “Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica”. *Revista de Administração*. São Paulo: FEA/USP, v. 29, n. 1, p. 42-58. Jan-mar, 1994.

LAMB, R. “Conflitos e teoria da agência – uma visão financeira”. *In: Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração*, 26º. Canela: ENANPAD, 1992.

LA PORTA, R.; SHELEIFER, A.; LOPEZ-DE SILANES, F.; e VISHNY, R. “Investor protection and corporate governance”. *Journal of Financial Economics*, v.58, p. 3-27, Outubro, 2000.

LOPES, Alessandro Broedel e MARTINS, Eliseu. Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MARKOWITZ, H. M. "Portfolio Selection". Journal of Finance. 1952.

MARRIS, R. "A model of the managerial enterprise". Quaterly Journal of Economics, v. 77, n. 2, p. 185-209, Maio 1963.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. "Governança Corporativa e Liquidez das Ações". In: 30º Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração. Anais. ENANPAD, 2006.

MÜSSNICH, F. A. M. "A utilização desleal de informações privilegiadas – 'insider trading' - no Brasil e nos Estados Unidos". Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: v. 18, n. 34, p. 31-51, abr.-jun 1979.

OHLSON, J. A. "Earnings, book values and dividends in equity valuation. The Contemporary Accounting Review, v. 11, nº 2, p. 661-687, 1995.

PALEPU, K. G., Healy, P. M. e Bernard, V. L. Business analysis and valuation: using financial statements. Ed. South-Western. 2ª edição. 2000.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. "A survey of corporate governance". The Journal of Finance, v. 52, nº 2, p.737-783, junho 1997.

STN/MF. www.tesouro.fazenda.gov.br

RABELO, Flávio e SILVEIRA, José M. "Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras". Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, jul. 1999. www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto77.pdf

HENDRIKSEN, Eldon S. e VAN BREDA, Michael F. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

WATTS, R. L. "Conservatism in accounting part I: explanations and implications". Accounting Horizons, v. 17, Setembro 2003.