

A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E OS CONFLITOS ENTRE ACIONISTAS MAJORITÁRIOS E MINORITÁRIOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BOVESPA.

Autoria: Rosimeire Pimentel Gonzaga, Fábio Moraes da Costa, Alexandro Broedel Lopes

RESUMO

O conservadorismo é uma característica das informações contábeis divulgadas e possui relação com fatores inerentes à firma. Assim, o objetivo deste trabalho consistiu na investigação empírica da relação entre conflitos no estabelecimento de políticas de dividendos e o grau de conservadorismo para empresas brasileiras. Foram utilizadas duas métricas para conservadorismo, uma baseada em *accruals* e outra baseada no *book-to-market*. Da mesma forma, quatro métricas para representação de potenciais conflitos sobre políticas de dividendos foram utilizadas: incerteza operacional, dividendos distribuídos, endividamento e percentual de ações com direito a voto do maior acionista *versus* percentual de ações preferenciais deste mesmo acionista. A amostra é composta por companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e os dados coletados compreendem o período de 1995 a 2006. As equações foram estimadas com dados em painel com efeitos fixos e os resultados encontrados apontam indícios da relação entre conservadorismo e sobre conflitos sobre política de distribuição de dividendos.

Introdução

O controle acionário das companhias abertas brasileiras é altamente concentrado, sendo que poucos acionistas geralmente possuem o controle das ações com direito a voto (CARVALHAL-DA-SILVA e LEAL: 2004). Diante disso, surge um potencial conflito de interesses entre os que detêm ações ordinárias *versus* aqueles que possuem ações preferenciais (LEAL et al.: 2002).

Segundo Silveira (2004), a atual estrutura de propriedade no Brasil geraria incentivos para expropriação dos acionistas minoritários, pois os majoritários obteriam o controle com uma participação menor do capital total, resultando em um dos principais conflitos de agência no país. O autor também ressalta que tal fato levou a uma série de iniciativas foram tomadas para proteção dos acionistas minoritários, tais como alterações legais (Lei nº 10.303/2001) e criação de níveis diferenciados de governança corporativa na Bovespa.

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

Assim, é possível remeter-se à Teoria da Agência para que se aborde a possibilidade de um agente assumir um comportamento oportunista, visando à maximização de sua utilidade individual e sacrificando os interesses do principal (MARTINEZ: 2001). Como o lucro líquido é base para cálculo dos dividendos, pode haver interesse do acionista majoritário não promover informações contábeis confiáveis, baseado no pressuposto de que este pode ter incentivos diferenciados dos outros fornecedores de capital (acionistas minoritários e credores) (WATTS: 2003a).

O conflito de agência pode ser visto como um elemento essencial dentro da visão contratual da firma desenvolvida por Coase (1937) e abordado por Jensen e Meckling (1976), ao estabelecerem que esta é constituída por um conjunto de relações (ou contratos) entre clientes, fornecedores, trabalhadores e executivos.

Um dos problemas em relação ao estabelecimento de contratos é o de que estes não são completos e nem perfeitos, pois existem contingências imprevisíveis (JENSEN e MECKLING: 1976; SILVEIRA et al.: 2002).

A teoria da agência fornece estrutura para o papel da contabilidade enquanto fornecedora de informações: dado que os acionistas sempre estarão interessados nos resultados gerados pelos gestores, informações oferecidas por estes últimos sobre a organização aos acionistas reduzem a assimetria informacional e auxiliam na projeção de fluxos de caixa futuros e na formação de preços (LOPES e MARTINS: 2005).

Especificamente sobre distribuição de lucros, informações com maior grau de verificabilidade poderiam reduzir o pagamento de dividendos excessivos, reduzindo possíveis conflitos sobre as políticas de dividendos, aumentando a confiança de atuais e potenciais investidores (AHMED et al.: 2002).

Visando primar pelo aumento da confiança das informações contábeis, estas são geralmente elaboradas com base no princípio contábil do conservadorismo, o qual pode ser definido como a tendência de se requerer um maior grau de verificabilidade para o reconhecimento de receitas e ativos se comparado ao grau de verificabilidade exigido para o reconhecimento de despesas e passivos (WATTS: 2003a; BASU: 1997).

Segundo Ahmed et al. (2002), os contratos podem incorporar o conservadorismo de duas formas: (i) os acionistas podem requerer o uso do conservadorismo contábil, (ii) os gestores podem utilizar o conservadorismo contábil para construir uma reputação conservadora dos relatórios financeiros.

Assim, o conservadorismo teria a função de proteção dos fornecedores de capital, sejam estes acionistas ou credores (WATTS: 2003a), sendo que seu nível varia de acordo com o sistema legal no qual a empresa está inserida (BALL et al: 2000). As normas e práticas contábeis são distintas e aplicadas de formas diferenciadas entre os países, possuindo relação com as estruturas de governança das firmas e o ambiente de proteção legal aos investidores (LA PORTA et al.: 1998; LOPES e MARTINS: 2005).

As características específicas de cada país podem agravar ou reduzir os conflitos. Assim, baseando-se nas características intrínsecas do mercado brasileiro, é possível estabelecer a seguinte questão de pesquisa:

Há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários nas empresas brasileiras?

Espera-se contribuir para discussão envolvendo a política de dividendos e o papel do conservadorismo nas informações contábeis divulgadas.

Conservadorismo Contábil

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

Watts (2003a) apresenta quatro possíveis explicações para o surgimento do conservadorismo contábil. São elas: i) monitoramento de contratos (WATTS, 1977; SMITH; WATTS, 1982; WATTS, 1993; BEEKES; BROWN; CHIN, 2006), ii) probabilidade de ocorrência de litígios (KELLOG, 1984; LOBO; ZHOU, 2006), iii) impacto tributário (GUENTHER; MAYDEW; NUTTER, 1997; KIM; JUNG, 2007), e iv) conseqüências políticas para o organismo regulado (ZEFF, 1972).

Dentre as quatro possíveis explicações, a função contratual do conservadorismo é a mais usualmente utilizada e estudada empiricamente (BASU, 1997; WATTS, 2003a; WATTS, 2003b; AHMED e DUELLMAN: 2007).

Watts (2003b) apresenta um resumo das evidências empíricas quanto à existência do conservadorismo. Os principais resultados encontrados na literatura são demonstrados no quadro 1, incluindo trabalhos empíricos sobre o tema com foco em companhias brasileiras.

Quadro 1 – Estudos anteriores e principais resultados.

Autor / Amostra	Metodologia / Resultados
<ul style="list-style-type: none"> • Basu (1997) • Empresas listadas na bolsa de Nova Iorque no período de 1963 a 1990. 	<p>Investigou o reconhecimento assimétrico de boas e más notícias . Encontrou evidências de que os retornos refletem mais rapidamente as más notícias em detrimento às boas notícias.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Ball, Kotari e Robin (2000) • Empresas de países classificados como <i>code-law</i> e <i>common-law</i> no período de 1985 a 1995. 	<p>Analysaram as diferenças no <i>timeliness</i> e no conservadorismo contábil entre países <i>common-law</i> e <i>code-law</i>. Confirmaram a hipótese de que os resultados são menos oportunos e menos conservadores em países <i>code-law</i>.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Pope e Walker (1999) • Empresas americanas listadas na NYSE/AMEX e empresas britânicas listadas na London Stock Exchangeno período de 1976 a 1996. 	<p>Discutiram as diferenças no <i>timeliness</i> e no conservadorismo entre os Estados Unidos e o Reino Unido. Encontraram evidências de a contabilidade dos Estados Unidos ser mais conservadora do que a contabilidade do Reino Unido, quando comparando resultados antes de itens extraordinários, e o oposto desse resultado foi encontrado quando autores comparam resultados depois de itens extraordinários.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Givoly e Hayn (2000) • Todas as empresas da base COMPUSTAT no período de 1950 a 1998. 	<p>Focaram os efeitos do conservadorismo nas ultimas décadas e encontraram evidências do aumento do conservadorismo ao longo do tempo.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Beaver e Ryan (2000) • Todas as empresas da base COMPUSTAT no período de 1974 a 1993. 	<p>Testaram a hipótese de que o <i>book-to-market</i>, medido pelas diferenças entre o <i>book-value</i> e o <i>market-value</i> refletindo o uso do conservadorismo contábil e encontraram que o <i>book-value</i> é persistentemente maior que o <i>market-value</i>, resultado atribuídos pelo autor aos efeitos dos conservadorismo contábil e ambiente econômico.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Lubberink e Huijgen (2000) • Empresas americanas no período de 1995 a 2004. 	<p>Por meio da metodologia proposta por Basu (1997), observaram que as preferências individuais dos gestores explicam o conservadorismo contábil no resultado, sendo que os gestores mais avessos aos riscos são mais conservadores ao se comparar aos menos avessos. A explicação de tal fato segundo os autores é que para reduzir a exposição a fatos que possam diminuir a riqueza dos gestores, estes aumentam o nível de conservadorismo no resultado, pois em algumas firmas a riqueza do gestor está atrelada ao desempenho da mesma.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Rangel e Teixeira (2003) • Dados coletados no banco de dados Econômica de empresas do ramo de siderurgia e metalurgia no período de 1998 a 2001. 	<p>Pesquisaram o uso do conservadorismo contábil pelas empresas brasileiras como sendo um fator relevante para o mercado de capitais. Os autores encontraram que após expurgados os efeitos positivos dos ativos, reserva de reavaliação e o ativo diferido, o valor-de-livro das ações foi maior do que o valor de mercado das empresas da amostra.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Costa, Costa e Lopes (2004) • Cinco países da América Latina. No período de 1995 a 2001. 	<p>Investigaram por meio da metodologia desenvolvida por Basu (1997) o uso do conservadorismo contábil em cinco países da América Latina, e encontraram que a contabilidade dos países da amostra não incorpora significativamente o retorno econômico.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Coelho (2007) • Companhias brasileiras de capital aberto e fechado no período de 1995 a 2004. 	<p>Encontrou por meio de modelos de componentes transitórios dos lucros de apropriação contábil e fluxos de caixa, apropriação discricionária e modelos correlatos, que há uma ausência do uso do conservadorismo condicional pelas empresas brasileiras.</p>

Fonte: Elaborado pelo autor.

A literatura fornece uma distinção entre dois tipos de conservadorismo: de lucro e de balanço. O conservadorismo de lucros pode ser definido com base no reconhecimento assimétrico entre o grau de verificabilidade exigido por parte do reconhecimento de receitas em detrimento ao reconhecimento de despesas (WATTS: 2003a). Assim, o resultado contábil (lucro/prejuízo) é mais oportuno para reconhecer “más notícias” (retornos econômicos negativos da ação) do que “boas notícias” (retornos econômicos positivos da ação) (BASU: 1997).

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

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

Ahmed et al. (2002) acrescentam ainda que firmas com conflitos mais severos sobre a política de dividendos tendem a fazer escolhas contábeis mais conservadoras. A explicação para tais resultados, segundo os autores, é a de que o conservadorismo contábil reduz resultados, diminuindo o pagamento dos dividendos.

Política de dividendos e conflitos de agência

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

A teoria de agência sugere que há conflito de interesses sobre as políticas de dividendos (JENSEN e MECKLING: 1976). Uma possível explicação para tal fato é a de que o pagamento de dividendos pode transferir riqueza do gestor para o acionista (AHMED et al.: 2002).

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

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

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

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

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

de dividendos aumenta, o mercado tende a reagir positivamente. Por outro lado, uma redução também seria recebida como má notícia pelo mercado (LOSS; NETO: 2003).

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

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

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

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

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

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

No Brasil, há evidências de que o principal conflito não ocorre entre acionistas e gestores, e sim sobre acionistas controladores e minoritários¹ (LOPES e WALKER: 2008). Tal fato ocorre em função da concentração acionária e do ambiente institucional mais fraco (ANDERSON: 1999), diferentemente de países com mercados de capitais mais desenvolvidos, como Estados Unidos e Inglaterra (AHMED et al.: 2002).

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

Como resultado, mecanismos são implementados nas companhias visando mitigar tais conflitos e uma das formas seria o aumento do grau de conservadorismo contábil (AHMED et al.: 2002). Quando os problemas de agência entre acionistas majoritários e minoritários são mais severos, haveria um aumento ainda maior do grau de conservadorismo (ROYCHOWDHURY e WATTS: 2006).

O alinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários implicaria na redução de problemas de agências entre as partes (BERLE e MEANS: 1932; JENSEN e MECKLING: 1976). Os graus de alinhamento dos interesses destes resultariam na variação na demanda por conservadorismo entre as firmas (ROYCHOWDHURY e WATTS: 2006).

Assim, para que se verifique se tal relação existe, a seguinte hipótese será testada empiricamente:

H₀ : Não há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários nas companhias abertas brasileiras.

Metodologia

O objetivo desse trabalho consiste na busca de evidências empíricas quanto à relação do conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras.

Para que fosse possível testar a hipótese apresentada anteriormente, foram utilizados os modelos propostos por Ahmed et al. (2002).

A amostra foi coletada pelo *software* ECONOMÁTICA e os dados das companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) foram coletados compreendendo o período entre 1995 e 2006. Foi utilizada a técnica de dados em painel com efeitos fixos, após ser aplicado o teste de Hausman para cada equação.

Proxies para Conflitos sobre as Políticas de Dividendos

Foram utilizadas quatro *proxies* para conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários: incerteza operacional (SROA), nível de dividendos (DIV), nível de endividamento (END) e proporção do direito de voto (*voting rights*) em relação ao direito a fluxo de caixa (*cash flow rights*) do maior acionista (IND ON/PN).

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

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

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

O grau de concentração acionária pode influenciar os conflitos inerentes às políticas de dividendos. O acionista controlador, ou seja, com a maior quantidade de ações ordinárias (*voting rights*) e com uma quantidade menos significativa de ações preferenciais (*cashflow rights*) teria menor interesse na distribuição de dividendos (LOPES e WALKER: 2008). Firmas com maior concentração acionária oferecem maiores oportunidades para expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários, o que supõe que firmas com maior concentração das ações com *voting rights*, têm menores pagamentos de dividendos, pois o controlador irá optar em pagar menores dividendos podendo expropriar os acionistas minoritários (CARVALHAL-DA-SILVA e LEAL, 2005).

Por outro lado, firmas com maiores concentrações das ações com *cash flow rights*, tem um maior alinhamento de interesse entre controladores e acionistas minoritários, através de maiores pagamentos de dividendos, o que poderia levar as firmas com maiores concentrações

de *cash flow rights* a pagarem maiores dividendos (CARVALHAL-DA-SILVA e LEAL: 2005).

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

Proxy baseada no *book-to-market*

Esta *proxy* para mensurar conservadorismo contábil visa refletir o efeito do conservadorismo no valor patrimonial da ação.

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

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

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

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

Onde:

$BTM_{i,t}$ = o *book-to-market* da firma I, no período t;

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

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

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

Proxy baseada em *accruals*

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

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

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

distorções dado que os dados das regressões foram deflacionados pelo total do ativo do período anterior (t-1).

RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção serão descritos e comentados os resultados encontrados nas regressões de cada modelo utilizado. As seguintes equações foram utilizadas:

Equação 1 – Conservadorismo e conflitos sobre as políticas de dividendos

$$CON = \beta_1 + \beta_2 SROA + \beta_3 IND\ ON/PN + \beta_4 DIV + \beta_5 END + \beta_6 LOGATIVO + \beta_7 REAV + e$$

Onde:

BTM: *Proxy* para conservadorismo contábil: medida baseada no *book-to-market*;

ACC: *Proxy* para conservadorismo contábil: medida baseada em *accruals*;

SROA – *Proxy* para conflito através da incerteza operacional: desvio-padrão do ROA;

IND ON/PN – *Proxy* para conflitos: ações ordinárias do maior acionista em razão do somatório dos percentuais de ações ordinárias e preferenciais desse mesmo acionista;

DIV – Percentual de dividendos distribuído pela firma no período;

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

ROA – Controle por rentabilidade;

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

REAV – Controle por crescimento das vendas: retorno anual sobre as vendas.

Tabela 1 : Estatística de Regressão em Painel – Conservadorismo – Medida Baseada em Accruals x Conflitos

$$ACC = \beta_1 + \beta_2 SROA + \beta_3 IND\ ON/PN + \beta_4 DIV + \beta_5 END + \beta_6 LOGATIVO + \beta_7 REAV + e$$

Acc	Sinal Esperado	Coefficientes	Estatística - t	P-value
β_2	+	0.513	4.26	0.000 ***
β_3	+	0.015	0.23	0.821
β_4	+	-0.001	-2.07	0.039 **
β_5	+	-0.049	-4.24	0.000 ***
β_6	+	0.111	5.20	0.000 ***
β_7	+	0.000	5.04	0.000 ***
cons		-1.870	-6.08	0.000
R ² ajustado				0.4162
Nº Observações				1894
Prob > F		0.0000		

Tabela 2 : Estatística de Regressão em Painel – Conservadorismo – Medida Baseada em Market-to-book x Conflitos

$$BTM = \beta_1 + \beta_2 SROA + \beta_3 IND\ ON/PN + \beta_4 DIV + \beta_5 END + \beta_6 LOGATIVO + \beta_7 REAV + e$$

BTM	Sinal Esperado	Coefficientes	Estatística - t	P-value
Sroa β_2	+	1.110	1.55	0.122
ind_on_pn β_3	+	0.104	0.28	0.780
Div β_4	+	0.003	0.96	0.335
end β_5	+	-0.241	-2.41	0.016 **
Logativo β_6	+	0.196	2.02	0.043 **
Reav β_7	+	0.000	0.07	0.940
cons		-2.623	-1.79	0.074
R ² ajustado				0.1139
Nº Observações				1007
Prob > F				0.0042

As tabelas 1 e 2 demonstram os resultados da equação 1 – Conservadorismo contábil e conflitos sobre as políticas de dividendos, utilizando as *proxies* baseadas em *accruals* e em *book-to-market* para conservadorismo contábil. Os resultados indicam que há relação entre a incerteza operacional (β_2) e o grau de conservadorismo (estatisticamente significativa a 1%), o que indica que há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre políticas de dividendos verificado por meio desta *proxy*. A relação é direta, onde dado um aumento da incerteza operacional pode resultar em um aumento do conservadorismo contábil, indicado pelo sinal encontrado do coeficiente. Uma possível explicação para tal resultado é a de que firmas com maior incerteza operacional quanto a lucros futuros incorrem em um maior risco; e a partir desta situação os acionistas majoritários podem requerer maior nível de conservadorismo contábil para evitarem pagamento de dividendos em excesso (AHMED et al., 2002 e WATTS, 1993).

Utilizando a *proxy* para conservadorismo baseada no modelo de *book-to-market* de Beaver e Ryan (2000), os resultados são diferentes, pois a relação não é estatisticamente significativa.

A variável β_3 , não foi estatisticamente significativa utilizando-se ambas as *proxies* de conservadorismo, indicando que não há indícios de relação entre a variável concentração acionária e conservadorismo contábil (IND ON/PN).

Ademais, foi possível apresentar evidências sobre a relação entre dividendos pagos (β_4) e conservadorismo contábil para a *proxy* baseada em *accruals*, diferentemente da baseada no *book-to-market*. Assim, há indícios de que maiores pagamentos de dividendos podem demandar maiores níveis de conservadorismo.

A variável “endividamento” (β_5) é estatisticamente significativa para as duas *proxies* para conservadorismo contábil. Esses resultados indicam que há indícios de que há relação entre o grau de endividamento da firma e a demanda por conservadorismo contábil. Assim, os resultados indicam que firmas com maiores graus de endividamento acabam por reduzir a distribuição de dividendos, o que poderia gerar conflitos sobre estabelecimento dos mesmos (AHMED et al.: 2002).

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

Entretanto, em relação à mensuração do conservadorismo baseada em *book-to-market*, somente a variável tamanho (β_6) apresenta resultados estatisticamente significantes.

Conclusões

O presente estudo buscou investigar empiricamente se há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas majoritários e minoritários sobre as políticas de dividendos.

Foram utilizadas duas métricas para conservadorismo, uma baseada exclusivamente em variáveis contábeis (GIVOLY e HAYN: 2000) e outras com variáveis de mercado (BEAVER e RYAN: 2000).

Os resultados encontrados indicam que existe relação entre o conservadorismo contábil os conflitos sobre políticas de dividendos entre acionistas majoritários e minoritários no Brasil.

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

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

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

Em suma, as evidências encontradas oferecem indícios para rejeição da hipótese testada (H_0), indicando que existe relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários nas empresas brasileiras. Os resultados encontrados corroboram a argumentação de que o conservadorismo possui função relevante dentro da estrutura contratual da firma.

Referências

AHMED, A. S. et al. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. **The Accounting Review**. Vol. 77, n. 4, p. 867-890, out. 2002.

AHMED, A. S.; DUELLMAN, S. Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 43, n. 2-3, pp. 1-27, July 2007.

ALLEN, F.; BERNARDO, A. E; WELSH, I. A theory of dividends based on tax clienteles. **The Journal of Finance**, v. 55 n° 6. 2000. p.2499-2536.

ANDERSON, C. W. Financial contracting under extreme uncertainty: an analyses of brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**. V. 51, p. 45 -84, 1999.

ANTUNES, G. A. **Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na Qualidade da Informação Contábil**: Uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. Dissertação [Mestrado em Contabilidade] Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FUCAPE, 2007.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BALL, R. J., BROWN, W.. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p.159-178, Autumn 1968.

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

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

BEAVER, W. H.; RYAN, S. G. Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. **Journal of Accounting Research**. v. 38, n. 1, p. 127-148, 2000.

BEEKES, W.; BROWN, P. R.; CHIN, Germaine. Do Better-Governed Firms Make More Informative Disclosures? Canadian Evidence. **Working Paper**. 2007. Disponível em:<<http://papers.ssrn.com/>> Acessado em: 22 jan. 2008.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private ownership**. NY: MacMillan, 1932.

BLISS, J. H. **Management through Accounts**. New York: The Ronald Press Co., 1924.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R.. Corporate Governance Index: Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, n.3, v.1, p. 1-18, 2005.

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

COELHO, Antônio Carlos Dias. **Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados publicados no Brasil**. Tese [Doutorado em Controladoria e Contabilidade] Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, USP, São Paulo, 2007.

COSTA, F. M.; COSTA, A. C. O.; LOPES, A. B. Conservadorismo em Cinco Países da América do Sul. **In: ENANPAD**, Brasília, 2005.

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

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies. **Strategic Management Journal**. V. 20, n. 11, p.1071-1076, 1999.

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

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

GORDON, M. J. Optimal Investment and Financing Policy. **The Journal of Finance**. Vol. 18, n. 2, p. 264-272, Mai 1963.

GUENTHER, D. A.; MAYDEW, E. L.; NUTTER, Sarah E. Financial Reporting, Tax Cost and Book-Tax Conformity. **Working Paper**, 1996. Disponível em: <http://www.ssrn.com/> Acessado em: 13 dez. 2007.

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

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

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

KIM, B.; JUNG, K. The Influence of Tax Costs on Accounting Conservatism. **Working Paper**. 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/> Acessado em: 23 jan. 2008.

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

LA PORTA, R. et al. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, vol. 55, n 1, p. 1-33, 2000.

LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A. L; VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, pp. 7-18, 2002.

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

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

LOBO, G. J.; ZHOU, J. Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence. **Accounting Horizons**, 20 – 1:57-73, 2006.

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

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level Incentives and the Informativeness os Accounting Reports: an Experiment in Brazil. **Working Paper**. 2008. Disponível em:<<http://papers.ssrn.com/>> Acessado em: 01 abr. 2008.

LOSS, L.; NETO, A. S. Política de Dividendos na Prática, é Importante? **Revista de Contabilidade & Finanças**. USP, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 39-53, Out 2003.

LUBBERINK, Martien. J. P.; HUIJGEN, Carel. A Wealth-Based Explanation for Earnings Conservatism. **European Finance Review**, 5, 323-349. 2000.

MARTINEZ, A.L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis**: estudo empírico das empresas abertas brasileiras. 2001. Tese [Doutorado em Ciências Contábeis] Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**. v. 34, n.4, p. 411-433, out. 1961.

PENMAN, S. H.; ZHANG, X. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. **Working Paper**. 1999. Disponível em: <http://www.ssrn.com/> Acessado em: 19 set. 2007.

POPE, Peter F.; WALKER, M. International Differences in the Timeliness, Conservatism, and Classification of Earnings. **Journal of Accounting Research**. Vol. 37, p. 53-87, 1999.

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

RANGEL, L. L. et al. O Conservadorismo Contábil e o Valor de Mercado. **In**: XVII ENANPAD, 2003, Atibaia (SP). Anais em CD-Rom, 20 a 24 de setembro de 2003.

SANTOS, L. S. R. **Conservadorismo contábil e timeliness**: evidências empíricas nos demonstrativos contábeis em US GAAP e BR GAAP das empresas com ADR'S negociadas na bolsa de Nova York. Dissertação [Mestrado em Ciências Contábeis] FUCAPE – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.

SARLO NETO, A. **A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis**: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro. Dissertação [Mestrado Profissional em Ciências Contábeis]. Vitória - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese [Doutorado em Administração]; São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B.; FAMA, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras – um estudo empírico. **In**: VI SEMEAD, FEA USP, 2002. Disponível em <http://www.fea.usp.br/semead/6semead/financas.htm> Acesso em 20/11/2007.

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

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

WATTS, Ross.L. Corporate financial statements, a product of the market and political processes. *Australian Journal of Management* 2 (April): 53-75. 1977.

WATTS, Ross L. A proposal for research on conservatism. **Working paper**, University of Rochester, 1993. Disponível em: <http://www.ssrn.com/> Acessado em: 12 nov. 2007.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting Part I: explications and implications. **Accounting Horizons**. Vol. 17, n. 3, p. 207-221, Set, 2003a.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting Part II: evidence and research opportunities. **Accounting Horizons**. Vol. 17, n.4, p. 287-301, Dez, 2003b.

ROYCHOWDHURY, S.; WATTS, R. L. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. **Working Paper**. Jan 2006. Disponível em < <http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 06 jan. 2008.

ZEFF, S. A. Forging Accounting Principles in Five Countries: A History and Analysis of Trends 1971. **Arthur Andersen Lectures Series**. Champaign, IL: Stipes Publishing Company. 1972.

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

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