UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

PEDRO HENRIQUE DE BARROS

Conservadorismo contábil e estrutura de propriedade

São Paulo

2015

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Economia

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

PEDRO HENRIQUE DE BARROS

Conservadorismo contábil e estrutura de propriedade

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Versão Corrigida

(Versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

São Paulo

2015

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Barros, Pedro Henrique de.
Conservadorismo contábil e estrutura de propriedade / Pedro Henrique de Barros. -- São Paulo, 2015.
256 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2015.
Orientador: Alexandre Di Miceli da Silveira.

1. Contabilidade financeira. 2. Governança corporativa. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.
II. Título.

CDD – 657.48

À Rosineide Evangelista de Barros, pela
honra de ser seu filho.

AGRADECIMENTOS

A conclusão da tese só foi possível graças a diversas contribuições recebidas ao longo do curso de doutorado. Inicialmente, agradeço ao CNPQ pela bolsa concedida. Por ter sido financiado com recursos públicos durante o doutorado, a base de dados da pesquisa está disponível para quem desejar utilizá-la. Também agradeço ao EAC da FEA/USP, Fecap, Fipecafi, Faculdade Sumaré e Revista Capital Aberto pelas oportunidades de estudo e trabalho.

Ao Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira tenho imensa gratidão por todo o apoio ao longo dos anos. Ele foi meu orientador na graduação, no mestrado e no doutorado. O Professor Alexandre sempre se mostrou disposto ajudar e orientar no que fosse necessário. Se a tese não apresentar contribuições relevantes, certamente é falta de potencial do orientando, não de empenho do orientador. Professor Alexandre, muito obrigado. Tenho profunda admiração pelo senhor.

Aos Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima e Antônio Coelho pelas contribuições durante a banca de qualificação. Conheço o Professor Gerlando desde o primeiro ano de minha graduação. É um privilégio tê-lo na banca.

Ao Prof. Dr. Dante Aldrighi, pois tive o privilégio de conversar com ele diversas vezes sobre os meandros das estruturas de propriedades das companhias. Ademais, mostrou-se extremamente disposto em ceder-me alguns dados para a consecução da tese. Muito obrigado. Pela amizade e apoio, agradeço aos amigos: Josué Braga, Luiz Fernando Distadio, Marcos Vinícius, Renato Azevedo e Rodrigo Carvalho.

Não poderia deixar de agradecer também aos assíduos frequentadores do 10º andar (Bloco-E) da Fecap: José Carlos Domingos, Andre Roncaglia, Juliana Milan e Daniel Pereira. Vocês foram excelentes amigos e companheiros. Muito obrigado também! Devo agradecimentos também a Joelson Sampaio, pois em diversas ocasiões se dispôs a conversar comigo acerca da estratégia empírica da pesquisa.

Os funcionários da Secretaria de Pós-Graduação da FEA/USP e EAC sempre foram muito gentis e atenciosos. Personifico o agradecimento por meio da Sra. Cida.

Marlene de Souza Monteiro (*in memoriam*), minha madrinha, e Eduardo Alberto Monteiro (*in memoriam*), meu padrinho, foram fundamentais em minha formação. Os agradeço de coração por tudo que fizeram por mim. Eles foram e são parte da minha vida.

Minha mãe, Rosineide Evangelista, é uma rainha. Eu poderia escrever uma tese sobre ela todas as semanas. Apesar de suas atuais restrições, todos os dias me espanto com a quantidade de energia que ela tem. Meu filho, Pedrinho, também é uma fonte de inspiração. Também devo profundos agradecimentos à Fernanda Soares de Lima, minha noiva, que vale ouro. Os três juntos são os meus pilares. Muito obrigado por vocês três existirem e tornarem meus dias muito agradáveis.

Todas as pessoas mencionadas contribuíram, direta ou indiretamente, para a consecução dessa tese. Contudo, qualquer tipo de erro ou imprecisão é de inteira responsabilidade minha.

*“Uma negra
E uma criança nos braços
Solitária na floresta
De concreto e aço*

*Veja
Olha outra vez
O rosto na multidão
A multidão é um monstro
Sem rosto e coração*

*Ei,
São Paulo
Terra de arranha-céu
A garoa rasga a carne
É a torre de babel*

*Família brasileira
Dois contra o mundo
Mãe solteira
De um promissor...”*

(Negro Drama – Racionais Mc’s)

RESUMO

Barros, P. H. (2015). *Conservadorismo contábil e estrutura de propriedade*. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo

Esta pesquisa defende a tese de que a estrutura de propriedade das companhias influencia o conservadorismo contábil das companhias abertas brasileiras listadas em bolsa. Sugestões teóricas e recentes evidências empíricas subsidiam tal defesa. Empiricamente, LaFond e Roychowdhury (2008), Sánchez, Alemán e Martín (2011), Ramalingegowda e Yu (2012) e Haw, Ho, Tong e Zhang (2012) representam os principais trabalhos internacionalmente. No Brasil, Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010), até a publicação da tese, era o único trabalho nessa linha de pesquisa. Quatro características da estrutura de propriedade foram investigadas: a) concentração de direitos de votos pelo maior acionista último; b) divergência entre direitos de votos e fluxo de caixa do maior acionista último; c) presença de segundo maior acionista que não faz parte do bloco de controle; e d) controle exercido por meio de estruturas de propriedade piramidais. Os acordos entre acionistas foram levados em consideração nos cálculos. Ainda, as variáveis de estrutura de propriedade foram obtidas por meio das participações diretas e indiretas, a fim de o maior acionista último ser claramente identificado. Em relação ao conservadorismo, foram empregadas quatro métricas: duas advindas de Basu (1997) e as outras duas provenientes da pesquisa de Ball e Shivakumar (2005) e Khan e Watts (2009). Ademais, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle nos modelos empíricos: tamanho, endividamento, *market-to-book*, governança corporativa e risco de litígio. O período da análise abrangeu dados de 2010 a 2013. Após o processo de seleção da amostra, restaram 260 companhias, que perfizeram um total de 887 observações. Para estimar a relação entre as variáveis foi empregada a técnica de dados em painel com efeitos fixos das unidades individuais e do tempo. Os resultados dos testes não indicaram haver efeito sistemático e significativo das características de estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil. Não obstante, a tese apresenta contribuições tanto em nível internacional como nacional. Em comparação com as pesquisas internacionais na mesma linha de pesquisa, a tese é a primeira a considerar os efeitos dos acordos entre acionistas no cálculo das variáveis de estrutura de propriedade. Ademais, é a primeira a testar os efeitos das estruturas de propriedade piramidais sobre o conservadorismo. Em termos nacionais, a pesquisa contribui com a extensa linha acerca da estrutura de propriedade ao considerar o efeito do segundo maior acionista último, até então inédito na literatura nacional. Também, contribui com a linha de pesquisa em conservadorismo ao levar em conta o efeito de variáveis consideradas relevantes na literatura na estimação dos modelos, não apenas as variáveis de estrutura de propriedade. Além de escrutinizar os resultados por meio da utilização de quatro métricas para mensurar conservadorismo.

Palavras-chave: Contabilidade Financeira; Governança Corporativa.

ABSTRACT

Barros, P. H. (2015). *Accounting conservatism and ownership structure*. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo

This research supports the thesis that the companies' ownership structure influences the accounting conservatism of Brazilian public companies listed on the stock exchange. Theoretical suggestions and recent empirical evidence support such defense. Empirically, LaFond and Roychowdhury (2008), Sánchez, Alemán and Martín (2011), Ramalingegowda and Yu (2012) and Haw, Ho, Tong and Zhang (2012) represent the main international research studies. In Brazil, the work done by Sarlo Neto, Rodrigues and Almeida (2010), was the only study in this line of research until the publication of this PhD dissertation. For this dissertation, four components of the ownership structure were investigated: a) concentration of voting rights for the largest ultimate shareholder; b) divergence between voting rights and cash flow of the largest ultimate shareholder; c) presence of a second largest shareholder that is not part of the controlling block; and d) control exercised through properties of pyramidal structures. Shareholders' agreements were taken into account in the calculations. In addition, the variables of ownership structure were obtained by direct and indirect equity participations, in order to clearly identify the largest shareholder. Regarding conservatism, four metrics were used: two coming from Basu (1997) and the other two from the studies conducted by Ball and Shivakumar (2005) and Watts and Khan (2009). In addition, the following control variables were used in the empirical models: size, leverage, market-to-book ratio, corporate governance and risk of litigation. The period of analysis covered data from 2010 to 2013. After the sample selection process, 260 companies remained, which resulted in a total of 887 observations. To estimate the relationship among the variables we used panel data analysis with fixed effects of individual units and time. Each component of the ownership structure was regressed individually on models. The test results did not indicate a systematic and significant effect of ownership structure components on accounting conservatism. Nevertheless, this dissertation presents contributions at both international and national levels. Compared with international studies in the same research line, this dissertation is the first to consider the effects of shareholders' agreements in the calculation of ownership structure variables. Moreover, it is also the first to test the effects of pyramidal structures on the property of conservatism. Nationally, the research contributes to the extensive line about the ownership structure by considering the effect of the second largest ultimate shareholder, hitherto unheard of in the national literature. This study also contributes to the research line on accounting conservatism, taking into account the effect of variables that are considered relevant in the literature of model estimation, not just the variables of ownership structure. In addition, the use of four metrics to measure conservatism scrutinizes research findings.

Keywords: Financial Accounting; Corporate Governance.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Alguns direitos dos acionistas constantes da Lei 6.404/76 em função das ações detidas.....	111
Quadro 2 – Principais variáveis do estudo	119
Quadro 3 – Comportamento esperado dos coeficientes de interesse.	121
Quadro 4 – Resumo das hipóteses e resultados.....	174
Quadro 5 - Resumo da estrutura de propriedade da Cemig	206
Quadro 6 - Resumo da estrutura de propriedade da Souza Cruz.....	207
Quadro 7 - Resumo da estrutura de propriedade da Metalúrgica Gerdau e da Gerdau.....	211
Quadro 8 - Resumo da estrutura de propriedade da Vale.....	214
Quadro 9 - Resumo da estrutura de propriedade da CPFL Energia	215
Quadro 10 - Resumo da estrutura de propriedade da Embratel Part.	219
Quadro 11- Resumo da estrutura de propriedade da Jereissati Part.	220
Quadro 12 - Resumo da estrutura de propriedade da Brookfield.....	222
Quadro 13 - Resumo da estrutura de propriedade da Metalúrgica Gerdau e da Gerdau.....	226

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Basu (1997, p. 12)	18
Figura 2 - Estrutura de propriedade da Cemig	204
Figura 3 - Estrutura de propriedade da Souza Cruz	206
Figura 4 - Estruturas de propriedades da Gerdau e Gerdau Metalurgia	209
Figura 5 - Estrutura de propriedade da Vale	212
Figura 6 - Estrutura de propriedade da CPFL Energia	216
Figura 7 - Estrutura de propriedade da Embratel Participações	218
Figura 8 - Estrutura de propriedade da Jereissati Participações	221
Figura 9 - Estrutura de propriedade da Brookfield Incorporações	223
Figura 10 - Estruturas de propriedades da Lojas Americanas e B2W	225

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estrutura de propriedade e controle no mundo	55
Tabela 2 - Estrutura de propriedade e controle no Brasil de 1996 a 2006 baseado nos estudos	61
Tabela 3 - Informações sobre a amostra.....	99
Tabela 4 – Estatísticas descritivas das principais variáveis da pesquisa.....	125
Tabela 5 – Correlação entre variáveis	126
Tabela 6 - Identidade do maior, segundo e terceiro acionistas últimos	128
Tabela 7 – Detalhamento da participação dos investidores estrangeiros	129
Tabela 8 - Companhias com controlador majoritário único ou bloco de controle por meio de acordo de acionistas.....	131
Tabela 9 - Direitos de voto e fluxo de caixa e desvio de direitos dos três maiores acionistas últimos e do maior acionista.....	133
Tabela 10 - Direito de voto, fluxo de caixa e desvio em função dos intermediários controlados pelo Maior Acionista Último (MAU).....	136
Tabela 11 - Panorama das participações indiretas e piramidais	137
Tabela 12 - Composição do capital social.....	138
Tabela 13 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil da amostra total sem considerar o acordo entre os acionistas	141
Tabela 14 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil da amostra total levando-se em consideração o acordo entre acionistas.....	142
Tabela 15 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem um controlador majoritário e sem levar em conta os acordos entre acionistas	144
Tabela 16 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias com um controlador majoritário e sem levar em conta os acordos entre acionistas	145
Tabela 17 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem um controlador majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas	148
Tabela 18 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias com um controlador majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas	149

Tabela 19 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil para amostra total e sem levar o acordo de acionistas em consideração.....	152
Tabela 20 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil para amostra total levando-se em em consideração o acordo entre acionistas.....	153
Tabela 21 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem um acionista majoritário e sem levar em consideração os acordos entre acionistas	156
Tabela 22 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil com um acionista majoritário e sem levar em consideração os acordos entre acionistas	157
Tabela 23 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem acionista majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas.	160
Tabela 24 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil das companhias com acionista majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas.	161
Tabela 25 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil.....	163
Tabela 26 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador.....	165
Tabela 27 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador.....	166
Tabela 28- Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle	169
Tabela 29 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na presença de um controlador definido ou bloco de controle,	

levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle	170
Tabela 30 - Efeitos do controle por meio de estruturas de controle piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total	172
Tabela 31 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total.....	227
Tabela 32 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	228
Tabela 33 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	229
Tabela 34 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostral total.....	230
Tabela 35 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	231
Tabela 36 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	232
Tabela 37 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil.....	233
Tabela 38 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	234
Tabela 39 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	235
Tabela 40 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil	236
Tabela 41 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	237

Tabela 42 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	238
Tabela 43 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil	239
Tabela 44 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	240
Tabela 45 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	241
Tabela 46 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil	242
Tabela 47 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	243
Tabela 48 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador	244
Tabela 49 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil.....	245
Tabela 50 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador	246
Tabela 51 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle.....	247

Tabela 52 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total	248
Tabela 53 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador	249
Tabela 54 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle	250
Tabela 55 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total	251
Tabela 56 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador	252
Tabela 57 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle	253
Tabela 58 - Efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total	254
Tabela 59 - Efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total	255
Tabela 60 - Efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total	256

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Contextualização.....	17
1.2 Problema de pesquisa	23
1.3 Estágio da linha de pesquisa	24
1.4 Objetivos da pesquisa e acréscimos à literatura	28
1.5 Estrutura da pesquisa	29
2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	31
2.1 Conservadorismo	31
2.2 Estrutura de propriedade.....	46
2.2.1 Discussões e evidências relacionadas	46
2.2.2 Caracterização da estrutura de propriedade no Brasil.....	60
2.3 Influência da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil.....	67
2.3.1 Argumentos teóricos	67
2.3.2 Evidências empíricas específicas: estrutura de propriedade e conservadorismo	69
2.3.3 Evidências empíricas amplas: estrutura de propriedade e informação contábil	79
2.4 Hipóteses	90
2.4.1 Concentração de direitos de votos (VOTE)	92
2.4.2 Divergência de direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa (DIV).....	93
2.4.3 Presença de um segundo maior acionista último (MAU_2)	94
2.4.4 Estruturas piramidais de controle (PYRAMIDAL)	95
3 MÉTODO.....	97
3.1 Período e amostra	97
3.2 Métricas de conservadorismo	100
3.2.1 Métrica 1	101
3.2.2 Métrica 2	103
3.2.3 Métrica 3	104
3.2.4 Métrica 4	105
3.3 Estrutura de propriedade.....	106
3.3.1 VOTE.....	107
3.3.2 DIV	110
3.3.3 MAU_2	110

3.3.4 PYRAMIDAL.....	112
3.3.5. Dados adicionais coletados	112
3.4 Variáveis de controle	114
3.5 Modelos empíricos	119
3.6 Tratamento estatístico.....	121
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	123
4.1 Estatísticas descritivas	123
4.2 Estrutura de propriedade e controle no Brasil	127
4.3 Testes das hipóteses.....	139
4.3.1 Efeito do VOTE	139
4.3.2 Efeito da DIV	150
4.3.3 Efeito do MAU_2	162
4.3.4 Efeito da PYRAMIDAL	171
4.3.5 Resumo dos testes das hipóteses.....	173
5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS	175
REFERÊNCIAS	181
APÊNDICES.....	195
APÊNDICE A – Estudos sobre conservadorismo contábil publicados em periódicos no Brasil.....	196
APÊNDICE B – Exemplos dos procedimentos utilizados para o cálculo das variáveis de estrutura de propriedade	204
APÊNDICE C – Efeitos da concentração de votos sobre o conservadorismo contábil: métricas alternativas de conservadorismo	227
APÊNDICE D – Efeitos da divergência entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa sobre o conservadorismo: métricas alternativas de conservadorismo	236
APÊNDICE E – Efeitos da presença de um segundo maior acionista último sobre o conservadorismo: métricas alternativas de conservadorismo.....	245
APÊNDICE F – Efeitos do controle exercido por meio de estruturas piramidais sobre o conservadorismo contábil: métricas alternativas de conservadorismo.....	254

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O conservadorismo é uma das principais propriedades dos números contábeis para lidar com conflitos de interesses entre os diversos atores econômicos¹ (Basu, 1997; Ball, Kothari & Robin, 2000; Ahmed, Billings, Morton & Stanford-Harris, 2002; Watts, 2003a, 2003b; Ball, Robin & Wu, 2003; Ball & Shivakumar, 2005; Bushman & Piotroski, 2006; Ahmed & Duellman, 2007, 2013; LaFond & Watts, 2008).

Basu (1997, p. 4) define conservadorismo como a tendência de os contadores requererem maior grau de certeza para o reconhecimento de boas notícias do que más notícias nas demonstrações financeiras. Essa é a definição que permeará todo o texto. O conceito de conservadorismo investigado na tese é o de conservadorismo condicional². De acordo com definição de Basu, os resultados publicados pelas empresas tendem a refletir mais rapidamente más notícias do que boas notícias. Segundo Basu (1997), essa assimetria no reconhecimento de boas e más notícias reflete-se na oportunidade e persistência dos resultados publicados. A Figura 1, extraída de Basu (1997, p. 12), resume o conceito:

¹ Conservadorismo também pode ser visto na literatura como Prudência. Para uma excelente discussão acerca de como o conceito de prudência/conservadorismo é ubíquo à contabilidade, ver Maltby (2000).

² De acordo com Beaver e Ryan (2005, pp. 269-270), o conservadorismo contábil manifesta-se de duas maneiras distintas. O conservadorismo pode ser condicional e incondicional. O termo “incondicional” nesse contexto refere-se à independência de novos eventos econômicos desfavoráveis para o seu exercício. Por exemplo, de acordo com o CPC 4, Ativo Intangível, todos os desembolsos com pesquisa devem ser lançados para o resultado no momento em que ocorrem, independentemente de essas pesquisas trazerem benefícios econômicos futuros. Ademais, o conservadorismo também pode ser condicional. Nesse contexto o termo “condicional” significa que más notícias serão tempestivamente reconhecidas pelos contadores à medida que ocorrerem, enquanto que as boas notícias sofrerão maior escrutínio para seu reconhecimento. Por exemplo, de acordo com o CPC 16, Estoques, os estoques serão mensurados pelo custo ou valor realizável líquido, dos dois o menor. Ou seja, tal reconhecimento depende de a empresa constatar que as evidências indicam que é necessário reconhecer uma perda nos estoques em função de sua perda de valor. Ainda que não com os termos “condicional” e “incondicional”, em Basu (1997, p. 12) já havia indicação da diferença de ambos os conceitos de conservadorismo.

Figura 1 – Basu (1997, p. 12)

Na Figura 1, X refere-se ao resultado do período e R ao retorno das ações. R serve como *proxy* de boas e más notícias. Quando R é negativo, têm-se más notícias. Para Basu (1997), as más notícias são reconhecidas de maneira tempestiva e assimétrica nos resultados das companhias. A mudança de inclinação da reta ilustra graficamente o conceito.

Basu (1997, 2005, 2009) argumenta que recorrentemente associa-se o conservadorismo à distorção na evidenciação do patrimônio e do desempenho das firmas³. Exemplo prático disso é o fato de no Pronunciamento Conceitual Básico⁴, do *International Accounting Standard Board* (IASB), vigente não incluir o conservadorismo entre as características fundamentais ou de melhorias para a elaboração das demonstrações financeiras.

Não obstante, há evidências de que o conservadorismo é uma propriedade desejável dos números contábeis⁵. Ahmed et al. (2002) mostraram que a presença de conservadorismo é relacionada com redução no custo do capital de terceiros, resultado similar ao de Zhang (2008). Lara, Osma e Penalva (2007) concluíram que conselhos de administração mais independentes tendem a requerer maior grau de conservadorismo. Quanto às práticas de

³ Essa visão também é difundida por alguns livros-texto de teoria da contabilidade. Por exemplo, Hendriksen e Van Breda (2007, pp. 105-106) menciona que o conservadorismo é um método arcaico de lidar com a incerteza na avaliação de ativos e passivos e na mensuração do resultado do período. Para os autores, o conservadorismo não é compatível com o objetivo de evidenciar toda informação relevante para os usuários interessados tomarem decisões.

⁴ Disponível em http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf

⁵ Penman e Zhang (2002) contestam essa ideia, bem como Hendriksen e VanBreda (2007).

governança corporativa de maneira mais ampla, Lara, Osma e Penalva (2009) encontraram que melhores práticas de governança corporativa estão associadas a aumento no conservadorismo. LaFond e Watts (2008) encontraram que o conservadorismo reduz assimetria de informação entre acionistas e gestores. Goh e Li (2011) mostraram que companhias com melhores controles internos tendem a apresentar maior conservadorismo contábil. Por fim, Ahmed e Duellman (2013) concluíram que o conservadorismo é uma propriedade da informação contábil relevante para reduzir potenciais efeitos negativos do excesso de confiança dos gestores. Esses estudos, conduzidos em âmbito internacional, ilustram parte da extensão e proficuidade dos estudos acerca do conservadorismo contábil.

Watts (2003a) expõe que, do ponto de vista contratual, a persistência do conservadorismo na contabilidade se deve ao seu papel na redução dos problemas de agência. Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência “como um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) delega a outrem (agente) autoridade para agir em seu nome, o que envolve a delegação de poder para a tomada de algumas decisões”. Os autores acrescentam que se ambas as partes visam a maximização da própria utilidade, há boas razões para supor que o agente nem sempre agirá em busca dos melhores resultados para o principal; o último pode reduzir as divergências de interesse por meio de incentivos adequados aos agentes e monitoramento para limitar as ações do agente que prejudiquem o principal. Complementarmente, Shleifer e Vishny (1997) explicam que, em termos gerais, provedores de recursos e gestores assinam contratos que especificam a alocação dos recursos e como os retornos serão divididos entre ambos; idealmente, deveriam assinar contratos completos, os quais especificariam o comportamento desejado dos gestores em quaisquer situações possíveis e como os lucros seriam alocados em cada uma delas; contudo, contingências futuras são imprevisíveis e, portanto, contratos completos são inatingíveis.

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 309) e Shleifer e Vishny (1997, p. 740), os problemas de agência decorrem, principalmente, da separação entre propriedade e controle. Jensen e Meckling (1976, p. 312) explicam que se uma firma for gerida por seus proprietários, eles tomarão decisões que maximizarão sua utilidade; estas decisões envolvem não apenas os benefícios pecuniários derivados de seus direitos, mas também benefícios não pecuniários (por exemplo, rede de relacionamentos e autopromoção). Os autores mostram que enquanto os gestores detiverem 100% das ações da firma, eles arcarão integralmente com o dispêndio

de recursos para usufruir dos benefícios; à medida que sua participação decrescer, eles ainda poderão usufruir dos benefícios do controle, sem, contanto, arcar integralmente com o dispêndio de recursos.

A separação entre propriedade e controle e os resultantes problemas de agência estão no centro das discussões acerca de governança corporativa, aqui entendida como “os modos pelos quais os provedores de recursos garantem que receberão o retorno por seus investimentos” (Shleifer & Vishny, 1997, p. 737). La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, p. 1140) mencionam que a informação contábil desempenha um papel-chave na governança corporativa, pois permite aos investidores terem acesso a mais informações acerca da empresa na qual estão investindo. Em complemento e de maneira mais específica quanto ao conservadorismo, Ball et al. (2000), Ball et al. (2003) e Ball e Shivakumar (2005) argumentam que a incorporação assimétrica e tempestiva das perdas nos resultados contábeis⁶ atua como um mecanismo de governança corporativa, ao reduzir a assimetria de informações entre principal e agente quanto à situação econômico-financeira das empresas.

A compreensão do papel desempenhado pelo conservadorismo enquanto mecanismo de governança corporativa passa pela caracterização da separação entre propriedade e controle (e os problemas de agência daí decorrentes). A separação entre propriedade e controle presente na obra de Berle e Means (1932) referente aos Estados Unidos da América (EUA) do início do século XX, entre acionistas e executivos, não é a prevalente ao redor do mundo. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) estudaram sistematicamente a estrutura de propriedade das 20 maiores companhias, por capitalização de mercado no final de 1995, listadas em bolsas de valores nos 27 países de maior economia em 1993, mensurada pelo Produto Interno Bruto (PIB) per capita. Das companhias analisadas, apenas 36% apresentaram estruturas de propriedades caracterizadas pela dispersão dos direitos de votos; cerca de 30% eram controladas por famílias e 18% estavam sob controle estatal. As companhias com estruturas de propriedades com direitos de votos pulverizados entre diversos acionistas concentravam-se em países nos quais a proteção legal aos acionistas era mais elevada. Esses países possuem leis comerciais ou societárias advindas do direito comum, conforme La Porta et al. (1998)⁷.

⁶ Bushman e Piotroski (2006, p. 108) explicam que a incorporação assimétrica e tempestiva das perdas nos resultados contábeis é uma característica do conservadorismo.

⁷ La Porta et al. (1998, p. 1115) explicam que, de maneira geral, as leis comerciais ou societárias vêm de duas tradições legais. A primeira é chamada de direito comum e tem origem na Inglaterra. A segunda é chamada de

La Porta et al. (1999, p. 511) concluíram que as companhias ao redor do mundo possuem problemas advindos da separação entre propriedade e controle. Contudo, a maioria desses problemas não ocorre entre acionistas e os executivos. Os autores explicam que a maioria das companhias geralmente não é gerida por executivos profissionais e sem participação no capital da companhia, mas sim pelos próprios controladores, que concentram os direitos de voto e, assim, têm poder para expropriar os acionistas minoritários, principalmente em países com baixa proteção legal. La Porta et al. (1998, p. 1145) explicam que a prevalência de estruturas de propriedade concentradas ao redor do mundo é mais comum em países com baixa proteção legal em razão de a concentração atuar como um mecanismo substituto para compensá-la. La Porta, Lopez-de-Silanes e Vishny (2000, p. 13) citam que quando os direitos dos proprietários são fracamente protegidos e a expropriação é factível em uma escala substancial, o controle adquire enorme valor, porque propicia aos controladores a oportunidade de expropriar os demais agentes. Em síntese, em grande parte do mundo o principal problema de agência ocorre entre controladores e acionistas minoritários.

La Porta et al. (1998, p. 1150) mencionam que em países nos quais haja alta concentração de propriedade e baixa utilização do mercado de ações a informação contábil tende a ser menos demandada. Os autores comentam que a causalidade nesse caso é que a aplicação adequada dos padrões contábeis pode ser afetada pela concentração da estrutura de propriedade. Em complemento, Armstrong, Guay e Weber (2010, pp. 210-212) destacam que a presença de um controlador gera potenciais conflitos de agência com os minoritários e baixa demanda por informações contábeis de alta qualidade para o monitoramento, porque esse tipo de acionista detém acesso privilegiado à gestão e, portanto, a assimetria informacional acerca do desempenho da companhia pode ser resolvida por outros canais além das demonstrações financeiras publicadas.

Haw, Hu, Hwang e Wu (2004, p. 429) tecem comentários mais específicos acerca da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo contábil. Os autores argumentam que em companhias nas quais haja um controlador, é provável que as perdas não sejam incorporadas

direito civil e tem origem nas leis romanas. Dentro do chamado direito civil, há três famílias: francês, germânico e escandinavo.

tempestivamente ao resultado, porque esse tipo de acionista detém acesso privilegiado à gestão e, portanto, a assimetria informacional acerca do desempenho da companhia pode ser resolvida por outros canais além das demonstrações financeiras publicadas. Para os autores, a não incorporação tempestiva das perdas ao resultado diminui a capacidade de os investidores externos monitorarem a gestão/controladores. Os autores afirmam que os efeitos dos controladores sobre o conservadorismo contábil representam uma frutífera avenida de pesquisas.

As companhias abertas brasileiras são caracterizadas por apresentarem estruturas de propriedades concentradas nas mãos de poucos acionistas (Valadares & Leal, 2000; Leal, Silva & Valadares, 2002; Aldrighi & Mazzer Neto, 2007) - sendo que famílias controlam a maioria das companhias -, elevada divergência entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa (Aldrighi & Mazzer Neto, 2005, 2007), elevado percentual de participação indireta ou por meio de pirâmides no capital das empresas (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Leal & Silva, 2008; Bortolon, 2010; Aldrighi & Postali, 2011), ampla utilização de acordos entre acionistas (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Gorga, 2009; Carvalhal, 2012) e elevados benefícios privados do controle (Dyck & Zingales, 2004).⁸ Somam-se a essas características a baixa proteção oferecida aos acionistas minoritários e a constatação de que a tradição legal das leis brasileiras deriva do direito civil francês (La Porta et al., 1998). Pela estrutura de propriedade apresentada, tem-se que no Brasil o principal problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

Essa discussão introdutória permite vislumbrar a possibilidade de que a estrutura de propriedade das companhias seja um potencial determinante da qualidade da informação contábil. De maneira mais específica, a configuração da estrutura de propriedade pode afetar o

⁸ Cabe aqui um comentário adicional. Musacchio (pp. 469-470) menciona que antes de 1910 os três maiores acionistas controlavam, aproximadamente, 50% do total de votos das companhias abertas brasileiras. Em 2004, os três maiores acionistas detinham 77% das ações com direito a voto e 51% do total de ações. A concentração de propriedade no mercado brasileiro era comparável à da Inglaterra. Lá, por volta da mesma época, os três maiores acionistas controlavam entre 53% e 64% das ações. Em síntese, o autor tentou demonstrar que mesmo com poucos dispositivos inseridos nas principais leis societárias no final do século XIX e começo do século XX, o Brasil experimentou um período de crescimento do mercado de capitais e concentração de propriedade relativamente mais baixa. O principal motivo por esse cenário, na visão do autor, eram as cláusulas constantes dos estatutos das sociedades que visavam a aumentar a proteção dos minoritários principalmente por meio da redução do poder de voto dos grandes acionistas. Então, apesar da tradição jurídica herdada via colonização portuguesa, à época havia traços comuns entre o Brasil e outros mercados mais desenvolvidos.

reconhecimento assimétrico e tempestivo das perdas nos resultados contábeis. A seção seguinte apresenta explicitamente o problema de pesquisa investigado nesse estudo.

1.2 Problema de pesquisa

Partindo-se da tese de que o conservadorismo contábil, uma importante propriedade dos números contábeis para redução da assimetria de informação entre principal e agente, é influenciado pelas características das estruturas de propriedades das companhias, esta pesquisa enveredou esforços para responder a seguinte questão:

A estrutura de propriedade das companhias brasileiras listadas em bolsa afeta o conservadorismo contábil?

A pesquisa foi conduzida com base nos dados das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e o período dos dados foi de 2010 a 2013. O estudo utilizou apenas companhias listadas em bolsa em razão da disponibilidade dos dados. A amostra final contou com 887 observações (260 companhias) e instituições financeiras foram excluídas das análises. Salienta-se que nesse período as companhias abertas brasileiras já estavam obrigadas a elaborar e publicar suas demonstrações contábeis em linha com o conjunto completo de normas internacionais de contabilidade.

O termo “estrutura de propriedade” pode ser utilizado para se referir a diversas características da estrutura de propriedade de uma companhia. Nessa tese, foram selecionadas características consideradas relevantes pela literatura empírica relacionada, principalmente La Porta et al. (1998), La Porta et al. (1999), Bebchuck, Kraakman e Triantis (2000), Claessens, Djankov e Lang (2000), Valadares e Leal (2000), Faccio e Lang (2002), Maury e Pajuste (2005), Aldrichi e Mazzer Neto (2007) e Laeven e Levine (2008): i) concentração de direitos de voto; ii) divergência entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa; iii) presença de um segundo maior acionista último; e iv) estruturas piramidais de controle. Os dados acerca da estrutura de propriedade foram coletados observando-se tanto a participação direta como a indireta dos acionistas no capital das companhias constantes da amostra. Os acordos entre os acionistas, uma forma de coordenação de votos entre acionistas relativamente comum no

Brasil, também foi levada em conta na coleta. (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Leal & Silva, 2008; Gorga, 2009; Carvalhal, 2012).

Na seção seguinte são discutidos estudos nessa mesma linha de pesquisa, a fim de elucidar as contribuições dessa tese.

1.3 Estágio da linha de pesquisa

O potencial efeito da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil já foi abordado por outros estudos, tanto internacional como nacionalmente. Levando-se em consideração os melhores esforços na revisão da literatura⁹, internacionalmente foram identificados os estudos de LaFond e Roychowdhury (2008), Shuto e Takada (2010), Kung, Cheng e James (2010), Sánchez, Alemán e Martín (2011), Ramalingegowda e Yu (2012), Haw, Ho, Tong e Zhang (2012), Cullinan, Wang, Wang e Zhang (2012), Chan e Hsu (2013), Cheng, Huang e Li (2013), Yu (2013), Chen, Cheng e Cheng (2013) e Lin (2014). No Brasil, Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010), até o momento, é o único trabalho nessa linha de pesquisa¹⁰.

Das pesquisas elencadas, a maioria foi conduzida nos EUA. LaFond e Roychowdhury (2008) examinaram se a demanda por conservadorismo contábil é maior quando a separação entre propriedade e controle é mais pronunciada. A separação entre propriedade e controle foi aproximada pela posse de ações do *Chief Executive Officer* (CEO) e dos principais executivos. Quanto mais ações em posse desse agentes, menor a separação. A hipótese central do estudo foi a seguinte: o conservadorismo contábil será utilizado como uma ferramenta de governança corporativa em situações nas quais haja maior separação entre propriedade e controle. Os resultados confirmaram a hipótese da pesquisa. Ramalingegowda e Yu (2012) e Li (2014) examinaram a relação entre a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias e conservadorismo contábil. Os resultados de ambas as pesquisas indicaram que a alta propriedade de ações por investidores institucionais que possuíam baixa taxa de alteração das posições de investimento e baixa diversificação afetou positivamente o

⁹ A revisão da literatura levou em conta apenas periódicos, em razão da maior exigência de qualidade das publicações. A exceção foi o trabalho de Haw et al. (2012), que até o momento é um *working paper*.

¹⁰ Os detalhes das pesquisas serão apresentados no Capítulo 2 da tese.

conservadorismo contábil. Cheng et al. (2013) testaram a hipótese de que *hedge funds* ativistas demandam conservadorismo das firmas nas quais investem. Os autores vincularam o relacionamento dos *hedge funds* ao conservadorismo por meio da presunção que essa característica da informação contábil permite aos investidores acesso tempestivo ao desempenho da empresa e, conseqüentemente, dos gestores. Os resultados indicaram aumento significativo no conservadorismo condicional após o investimento de *hedge funds*. Yu (2013) estudou se a presença de grandes acionistas não relacionados com a gestão ou ao bloco controlador afeta positivamente o conservadorismo. Os resultados sugerem haver relação positiva entre a presença de grandes acionistas não vinculados ao bloco de controle e conservadorismo. Por fim, Chen et al. (2013) estudaram o efeito das ações em posse das famílias fundadoras sobre o conservadorismo contábil. Os autores argumentaram que em razão de as famílias fundadoras geralmente possuírem participação substancial no capital, longo horizonte de tempo de investimento e reduzida diversificação em sua carteira de investimentos, conflitos de agência e riscos de litígios tendem a reduzir a riqueza da família pelo desconto no preço das ações e aumento no custo de captação, pelos demais acionistas e credores, respectivamente; a fim de mitigar esses custos de agência, esse tipo de acionista teria incentivos para produzir informações contábeis mais conservadoras. Os resultados indicaram que companhias nas quais a família fundadora detinha ações apresentaram maior nível de conservadorismo.

Quanto à Ásia, tem-se os trabalhos de Shuto e Takada (2010), Kung et al. (2010), Cullinan et al. (2012) e Chan e Hsu (2013). Shuto e Takada (2010) estudaram, para o mercado japonês, o efeito da posse de ações pelos membros do conselho de administração sobre o conservadorismo contábil. Os autores argumentaram que baixos e altos percentuais de ações em posse dos conselheiros reduzem os problemas de agência, em razão do alinhamento de interesses. A hipótese do estudo foi que quanto menor a probabilidade de problemas de agência, menor a demanda por conservadorismo contábil. Os resultados confirmaram a hipótese. Na China, Kung et al. (2010) testaram o efeito da concentração de propriedade sobre o conservadorismo. Os resultados indicaram que as companhias com estruturas de propriedade mais concentradas tendem a apresentar menores níveis de reconhecimento assimétrico de perdas. A explicação dos autores é que esse tipo de companhia depende menos das informações contábeis públicas, portanto há menor demanda para o reconhecimento assimétrico de perdas. Ainda na China, Cullinan et al. (2012) estudaram os efeitos da

estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil. Os resultados indicaram que quanto maior o percentual de ações em posse do maior acionista, menor o conservadorismo contábil. A presença de um controlador também afetou o conservadorismo. Em Taiwan, Chan e Hsu (2013) conduziram estudo acerca da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo. Os autores testaram e confirmaram a hipótese de que estruturas piramidais complexas elevam o custo de captação de recursos de terceiros e que o reconhecimento assimétrico das perdas reduz o custo do capital de terceiros na presença dessas estruturas de controle.

Em relação à Europa, Sánchez et al. (2011) estudaram, na Espanha, o efeito da propriedade de ações e a diferença entre os direitos de voto e os direitos de fluxo de caixa do principal acionista sobre o reconhecimento assimétrico de perdas. Os resultados indicaram que a concentração de direitos de votos e a divergência de direitos apresentaram relação negativa com o reconhecimento assimétrico de perdas. Haw et al. (2012) conduziram estudo entre diversos países europeus com o intuito de aferir o efeito de estruturas de propriedade complexas sobre o conservadorismo contábil. Por estruturas complexas os autores entendem aquelas em que as companhias possuem entre seus investidores dois ou mais com participação superior a 10% das ações. As hipóteses dos autores calcaram-se no seguinte racional: em países com alta proteção legal aos acionistas, problemas de agência levam à produção de demonstrações contábeis mais conservadoras¹¹; por outro lado, em países com instituições frágeis e baixa proteção legal aos acionistas, os gestores/controladores não têm incentivos para produzirem demonstrações conservadoras. Os resultados confirmaram as hipóteses. Em países com instituições legais fortes, firmas com múltiplos grandes acionistas produziram demonstrações financeiras mais conservadoras do que aquelas com controlador único, quando a probabilidade de coalizão entre os grandes acionistas era alta. Os resultados sugerem que o conservadorismo contábil é utilizado para mitigar prováveis problemas de agência. Contudo, em países com instituições legais fracas esse comportamento não foi observado.

No Brasil, Sarlo Neto et al. (2010) estudaram a relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo. Os autores investigaram duas características da estrutura de propriedade das companhias brasileiras: a) concentração de votos; e b) existência de acordo entre acionistas.

¹¹ A pesquisa de LaFond e Roychowdhury (2008) é um exemplo.

Os autores levantaram a hipótese de quanto maior a concentração de votos, menor a demanda por números conservadores; e que a existência de acordo entre acionistas eleva a demanda por demonstrações mais conservadoras. Os resultados confirmaram as hipóteses testadas.

Em conjunto, os resultados das pesquisas permitem afirmar que a influência da estrutura de propriedade e conservadorismo depende da natureza do problema de agência (acionistas x executivos; acionistas controladores x acionistas minoritários) e dos incentivos do ambiente para a preparação de demonstrações contábeis conservadoras.

As hipóteses assumidas nos estudos conduzidos nos EUA foram diferentes das assumidas nos estudos conduzidos em outros países, com exceção da pesquisa de Shuto e Takada (2010), conduzida no Japão. No mercado americano, a informação contábil conservadora apresenta-se como uma resposta aos potenciais problemas de agência das companhias. Nesse mercado, problemas de agência ocorrem principalmente entre executivos e acionistas. Nos estudos revisados, não é claro se os investidores demandam mais informações conservadoras para se protegerem ou se os próprios executivos ou grandes acionistas produzem informações contábeis mais conservadoras como uma maneira de sinalizar a intenção de não expropriar os demais investidores. Não obstante, os estudos permitem concluir que no ambiente americano o conservadorismo contábil desempenha um papel chave na redução de potenciais problemas de agência.

Por outro lado, na China, Taiwan, Espanha (e em países da Europa que apresentam baixa proteção legal aos acionistas, conforme Haw et al., 2012) e Brasil, em que os problemas de agência geralmente ocorrem entre acionistas controladores e minoritários, o papel desempenhado pelo conservadorismo contábil é menos relevante. O argumento dos estudos é que nesses ambientes os controladores detêm acesso privilegiado à gestão (geralmente, os controladores participam diretamente da gestão das companhias), por isso podem satisfazer suas demandas por informações a respeito do desempenho da companhia por um canal privado. Por essa explicação, não haveria demanda por demonstrações contábeis mais conservadoras pelos controladores e nem incentivos para que os gestores/controladores produzissem demonstrações contábeis com essa característica. Uma face menos discutida dessa explicação é que grandes acionistas não ligados ao bloco de controle poderiam

demandar informações contábeis mais conservadoras como forma de reduzir a assimetria em relação ao desempenho da companhia.

Na seção seguinte são apresentados os objetivos e os acréscimo à literatura esperados dessa tese.

1.4 Objetivos da pesquisa e acréscimos à literatura

A questão de pesquisa estudada, como se viu pela seção anterior, não é inédita na literatura. O objetivo principal dessa tese foi verificar se a estrutura de propriedade das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa, especificamente a concentração de direitos de votos, a divergência entre direitos de votos e direitos sobre o fluxo de caixa, a presença de um segundo acionista relevante e as estruturas piramidais de controle, influencia o reconhecimento assimétrico das perdas nos resultados. Secundariamente, pela natureza dos dados coletados, um outros objetivo delineado foi apresentar algumas estatísticas descritivas a respeito da estrutura de propriedade das companhias constantes da amostra.

Em relação às contribuições para a literatura contábil, essa tese acrescenta mais evidências aos estudos acerca da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo, de maneira ampla; em ambiente de baixa proteção legal e caracterizado pelo conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, de maneira específica. Então, o estudo soma-se aos de LaFond e Roychowdhury (2008), Shuto e Takada (2010), Kung et al. (2010), Sánchez et al. (2011), Ramalingegowda e Yu (2012), Haw et al. (2012), Cullinan et al. (2012), Chan e Hsu (2013), Cheng et al. (2013), Yu (2013) e Lin (2014). É o segundo estudo sobre assunto no Brasil e soma-se às evidências de Sarlo Neto et al. (2010).

Em relação às contribuições originais, essa tese inova, dentro da linha de pesquisa, ao considerar os acordos entre acionistas para calcular a concentração de direitos de votos, divergência entre direitos de votos e direitos sobre o fluxo de caixa. Os estudos empreendidos internacionalmente não levam em conta essa possibilidade de coordenação entre os acionistas nos cálculos, apesar de esse tipo de contrato ser parte da estrutura de propriedade de diversos países, como consta em Belot (2010). Apesar de Sarlo Neto et al. (2010) terem levado em conta os acordos entre os acionistas, a operacionalização foi simplista. Os autores inseriram

uma variável binária para indicar quando a companhia tinha ou não um acordo dessa natureza. De acordo com Carvalhal (2012, p. 919), cerca de 25% das companhias listadas na BM&FBovespa possuíam acordos entre acionistas, com dados de 1995 a 2009. A outra contribuição é com relação ao estudo das estruturas piramidais de controle sobre o reconhecimento assimétrico de perdas. La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007) sugerem que esse tipo de estrutura pode exacerbar os problemas de agência. Em Aldrighi e Mazzer Neto (2007) e Bortolon (2010) consta que a presença de estruturas piramidais é de cerca de 50% e 78%, respectivamente, no Brasil. Partindo do pressuposto que o conservadorismo é afetado pelos problemas de agência adjacentes às companhias, é razoável pensar que a presença desse tipo de estrutura tende a influenciá-lo.

Com relação à literatura nacional, as contribuições vão desde o fornecimento de um panorama atualizado sobre a estrutura de controle e propriedade das companhias listadas na BM&FBovespa até a utilização inédita de variáveis em pesquisas sobre estrutura de propriedade no Brasil. Sarlo Neto et al. (2010) foram os únicos a estudarem os efeitos da concentração de votos e a presença de acordos de acionistas sobre o reconhecimento assimétrico de perdas. Essa pesquisa estende o trabalho dos autores. Além da concentração de votos, também leva em conta a divergência entre direitos de votos e fluxo de caixa, a presença de um segundo maior acionista e os efeitos de controle exercido por meio estrutura piramidais. Quanto ao potencial efeito da presença de um segundo maior acionista último, é uma variável inédita nos estudos em contabilidade e finanças corporativa no Brasil.

A seguir, a estrutura geral da pesquisa é apresentada.

1.5 Estrutura da pesquisa

Além desta introdução, o capítulo 2 apresenta a literatura fundamental para sustentar o problema investigado. No capítulo 3 o objetivo é apresentar o método empregado para responder a questão de pesquisa da tese. O capítulo 4 apresenta os resultados da pesquisa de maneira estruturada e comparativa a pesquisas desenvolvidas acerca do mesmo assunto nacional e internacionalmente. Por fim, o capítulo 5 apresenta as considerações finais e limitações dos resultados.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Conservadorismo

O intuito dessa seção é discutir algumas motivações citadas pela literatura para a existência do conservadorismo na contabilidade e caracterizá-lo como uma propriedade desejável dos números contábeis.

Basu (1997, pp. 8-9) cita que o conservadorismo tem influenciado a prática contábil por séculos e que se a contabilidade não fosse regulada, é provável que as partes contratantes concordariam voluntariamente que os números contábeis utilizados para repartir o fluxo de caixa fossem obtidos conservadoramente. Nesse mesmo sentido, Givoly e Hayn (2000, p. 291) mencionam que o conservadorismo é uma importante convenção dos padrões contábeis. Para Ball et al. (2000, p. 47), números contábeis conservadores são um importante mecanismo de governança corporativa, pois permitem melhor monitoramento de gestores/controladores. Complementarmente, Bushman e Piotroski (2006, p. 108) mencionam que a persistente influência do conservadorismo nas práticas contábeis sugere que tal prática beneficia os agentes econômicos que utilizam, preparam e regulam os padrões para elaboração das demonstrações contábeis.

De acordo com Watts (2003a, p. 209), o conservadorismo surge porque é um eficiente mecanismo empregado na organização da firma quanto aos contratos estabelecidos com outras partes; sob essa explicação contratual para o surgimento e persistência do conservadorismo, tem-se que essa propriedade dos números contábeis é um meio de reduzir o risco moral com as partes contratantes dado um cenário de: assimetria de informação, remuneração assimétrica, limitado horizonte temporal e responsabilidade limitada. Em complemento, o autor explica que assumindo que os números da contabilidade, especificamente o resultado do período, informarão os investidores quanto ao desempenho dos gestores e influenciarão na alocação dos ativos desses investidores, é provável que os gestores introduzam vieses nos resultados; assim, sem mecanismos para mitigar o comportamento oportunista dos gestores, os resultados contábeis que em um primeiro momento pareceriam neutros, na prática serão enviesados.

Ball e Shivakumar (2005, pp. 87-88), em linha com os argumentos de Watts (2003a), citam que o reconhecimento assimétrico e tempestivo de perdas é uma característica desejável das demonstrações contábeis, principalmente dentro do sistema de governança corporativa e em contratos de dívida. O sistema de governança é afetado em razão de o reconhecimento tempestivo das perdas reduzir a probabilidade de que os gestores empreendam projetos com valor presente líquido negativo. Em relação aos contratos de dívida, o reconhecimento tempestivo das perdas aumenta a velocidade com que potenciais violações sejam evidenciadas, bem como aumentam a quantidade de informação disponível para a definição dos custos dos empréstimos. Em suma, sintetizam os autores, o reconhecimento tempestivo de perdas é um indício de qualidade das demonstrações contábeis.

Pelos argumentos de Watts (2003a) e Ball e Shivakumar (2005), percebe-se que o principal conflito de agência utilizado como pano de fundo para a explicação é entre investidores e gestores ou investidores e credores. Para o Brasil, o conceito subjacente é útil (conservadorismo como um mecanismo para mitigar problemas de agência), porém o entendimento deve levar em conta o principal problema de agência presente no mercado brasileiro, pois em grande parte das companhias o controlador participa ativamente da gestão da companhia; nesse contexto, os acionistas minoritários ou não controladores estarão mais expostos à assimetria informacional.

Em adição à explicação contratual para o conservadorismo na contabilidade, Watts (2003a) elenca outras três: i) risco de litígio; ii) tributação; e iii) regulação. A subestimação do patrimônio líquido, resultado do conservadorismo, tende a gerar menos custos de litígio para a companhia do que a superestimação. Em relação à tributação, o reconhecimento tempestivo e assimétrico de perdas nos resultados tende a reduzir o valor presente líquido dos tributos; como resultado, há aumento no valor da companhia. Aqui é necessário ponderar pelas regras fiscais que podem tornar inócuas tentativas de reconhecer no resultado do período perdas que, por exemplo, podem não ser dedutíveis para fins tributários. Por fim, a última explicação, regulação, refere-se ao fato de os responsáveis pela normatização da contabilidade estarem sujeitos a mais críticas quando há superestimação no patrimônio líquido do que quando ocorre subestimação. Assim, os reguladores tendem a preferir práticas mais conservadoras a menos conservadoras. Watts (2003b, p. 299) complementa ao pontuar que o conjunto de evidências

empíricas existentes até aquele momento eram congruentes com as explicações contratual e de litígio para a existência do conservadorismo, mas algumas evidências também eram consistentes com as explicações tributária e de regulação.

É válido mencionar que os benefícios advindos do conservadorismo não são consensuais na literatura. Por exemplo, Beyer, Cohen, Lys e Walther (2010, pp. 316-317), por meio de ampla revisão da literatura acerca do ambiente informacional corporativo, pontuaram que se o conservadorismo contábil é desejável do ponto de vista do bem-estar social permanece em aberto e até mesmo se o conservadorismo é útil para fins contratuais. Os autores apontaram dois motivos para tanto: a) conservadorismo pode não ser uma qualidade desejável para fins de avaliação de empresas; e b) conservadorismo pode ter efeitos negativos indiretos sobre outras propriedades dos números contábeis.

Ball e Shivakumar (2005, pp. 89-92) mencionam que os benefícios e a relação entre o reconhecimento tempestivo de perdas e conservadorismo pode não ser claro em razão de haver duas interpretações acerca do entendimento do que é conservadorismo. Um entendimento reside na interpretação de que o conservadorismo consiste na tendência sistemática de subestimação do patrimônio líquido. Outro entendimento é que o conservadorismo representa uma tendência de reconhecer perdas assimetricamente condicionada a evidências de perdas econômicas. O primeiro entendimento é chamado pela literatura de *conservadorismo incondicional* e o segundo é conhecido na literatura como *conservadorismo condicional*.

De acordo com a arguição dos autores, diferenciar os dois conceitos é fundamental para entender o papel do conservadorismo enquanto mecanismo de governança corporativa. Dado que o conservadorismo incondicional é uma tendência sistemática de subestimação do patrimônio líquido, seus benefícios para eficiência contratual é baixa, tendo em vista que os agentes poderiam, simplesmente, reverter o viés de subestimação. Por outro lado, o conservadorismo condicional tende a ser desejado, pois possibilita o *disclosure* tempestivo do resultado da companhia. Por consequência, todas as demais demonstrações contábeis, principalmente o balanço patrimonial, também espelharia a real situação de seus grupos patrimoniais.

Em linha com Ball e Shivakumar (2005), Coelho (2007, p. 136) clarifica a diferença entre conservadorismo condicional e incondicional da seguinte forma. Para o autor, conservadorismo incondicional decorre da regra de que entre duas alternativas de mensuração e reconhecimento de eventos, igualmente válidas, deve-se escolher aquela que resulte na menor avaliação do patrimônio dos proprietários e o seu propósito é o da prudência e está relacionado ao grau de incerteza sobre os efeitos de transações iniciadas. Por seu turno, conservadorismo condicional refere-se à possibilidade de antecipar o reconhecimento contábil de perdas econômicas, ainda não realizadas, à luz de estimativas realizadas pela gerência com base em eventos atuais de cunho negativo.

Coelho e Lima (2009) explicam que as legislações contábeis existentes no Brasil não fazem referência ao conservadorismo condicional, afirmação essa exemplificada pelas Resoluções 750/93 e 774/94, ambas emitidas pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC). A última foi revogada pela entrada em vigor da Resolução 1.282/10 e a primeira foi alterada por essa mesma resolução. Na Resolução 750/93 consta o Princípio da Prudência, que determina o reconhecimento de menor valor para os componentes do ativo e do maior para os passivos, sempre que iguais alternativas puderem ser empregadas para quantificar as mutações do patrimônio líquido.

Além da Resolução 750/93 do CFC, outro documento que versa a respeito das diretrizes contábeis a serem empregadas no reconhecimento, mensuração e evidenciação das demonstrações financeiras é o Pronunciamento Contábil Básico emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Esse documento corresponde à tradução do Pronunciamento Conceitual Básico, do IASB. No Brasil, tal pronunciamento recebeu a alcunha de CPC 00. Em sua versão original, que vigeu de 2008 a 2011, havia menção ao termo “Prudência”. Nos termos do CPC 00:

Prudência consiste no emprego de certo grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, no sentido de que ativos ou receitas não sejam superestimados e que passivos ou despesas não sejam subestimados.

Contudo, em sua atual versão, CPC 00 (R1), o termo foi suprimido, justamente para acompanhar as alterações no mesmo documento do IASB, que atualmente não faz referência à prudência ou conservadorismo em sua estrutura conceitual. O conceito incentivado é o de

neutralidade da informação contábil. Todavia, em 2014, o *staff* do IASB publicou um artigo para discutir a reintrodução ou não do termo “Prudência” em sua estrutura conceitual. A recomendação contida em tal documento é que o termo deve ser reintroduzido na estrutura conceitual. Em tradução livre do documento (IASB, 2014), recomenda-se: “descrever prudência como o exercício de cautela no julgamento sob condições de incerteza, a fim de garantir que os ativos e o resultado do período não estejam superavaliados e que o passivo e as despesas não estejam subestimadas” (item, 2).

Nesse mesmo sentido, Lara, Osma e Penalva (2014, pp. 173-175) comentam que tanto o FASB (*Financial Accounting Standards Board*) quanto o IASB mostram-se contrário à ideia de conservadorismo, preferindo que a informação contábil seja neutra; argui-se que o conservadorismo insere um viés não desejável aos números contábeis (subestimação dos resultados), aumentando, assim, a assimetria acerca do real desempenho das companhias. No entanto, segundo os autores, essa posição contraria uma série de evidências empíricas acerca dos benefícios inseridos aos números contábeis pela presença do conservadorismo.

No intento de ilustrar essa afirmação, a seguir serão apresentadas algumas evidências empíricas acerca do conservadorismo contábil. Essas evidências abarcam os seguintes temas: a) constatação do conservadorismo (Basu, 1997; Givoly & Hayn, 2000); b) influência política nos padrões contábeis (Ball et al., 2000); c) conflito entre credores e acionistas (Ahmed et al., 2002); d) incentivos institucionais (Ball et al., 2003; Bushman & Piotroski, 2006); e) companhias listadas em bolsa x companhias fechadas (Ball & Shivakumar, 2005); f) relação entre conservadorismo condicional e incondicional (Qiang, 2007); g) assimetria de informação (LaFond & Watts, 2008); h) benefícios para credores e devedores (Zhang, 2008); i) governança corporativa (Lara et al., 2007; Ahmed & Duellman, 2007; Lara et al., 2009); j) demanda do mercado de crédito em comparação com o mercado de ações (Ball, Robin & Sadka, 2008); k) custo de capital próprio (Lara et al., 2011); l) controles internos (Goh & Li, 2011); m) excesso de confiança dos gestores (Ahmed & Duellman, 2003); e n) efeito informacional (Lara et al., 2014; Hu, Li & Zhang., 2014)

Basu (1997) conduziu, com dados de companhias dos EUA (período de 1963 a 1990 e amostra de, aproximadamente 43 mil observações), uma das principais pesquisas acerca da importância do conservadorismo como propriedade relevante e desejável dos números

contábeis. Além de clarificar os benefícios contratuais do reconhecimento tempestivo e assimétrico de perdas condicionado a evidências de perdas, Basu apresentou quatro potenciais maneiras de captar o conservadorismo dos números contábeis por meio de diferentes *proxies*. Basu (1997, p. 4) definiu conservadorismo como a tendência de os contadores requererem maior grau de certeza para o reconhecimento de boas notícias do que más notícias nas demonstrações financeiras; essa assimetria no reconhecimento de boas e más notícias reflete-se na oportunidade e persistência dos resultados publicados. A pesquisa de Basu (1997) apresentou quatro predições.

A primeira predição foi que os resultados são mais tempestivos em refletir más notícias publicamente disponíveis do que as boas notícias. Crítico no trabalho de Basu (1997) é operacionalizar uma *proxy* para captar “boas” e “más” notícias ou perspectivas. A solução implementada foi utilizar o retorno anual das ações como *proxy* de boas e más notícias ou perspectivas. Retorno positivo foi indício de boas enquanto que retorno negativo foi indício de más notícias ou perspectivas.

A segunda predição arguiu que a relação entre lucro e retorno é mais forte do que a relação entre o lucro e fluxo de caixa das operações. Especificamente, o fluxo de caixa operacional corrente é fracamente associado com o retorno corrente, tanto para boas quanto para más notícias, enquanto que os *accruals*, que podem ser interpretados como os ajustes advindos do regime de competência, tendem a incorporar as más notícias no resultado corrente.

A terceira predição também decorreu do reconhecimento assimétrico de boas e más notícias. Posto que os contadores tendem a reconhecer tempestiva e assimetricamente as perdas, más notícias tendem a ser mais tempestivas, porém menos persistentes. Por outro lado, boas notícias tendem a ser menos tempestivas, mas mais persistentes. Assim, a terceira predição é a seguinte: aumentos no resultado do período tendem a ser mais persistentes enquanto que as reduções tendem a ser mais temporárias.

Por fim, a quarta predição foi que o coeficiente de resposta do lucro será maior na presença de boas notícias do que más notícias, em função da maior persistência das boas notícias nos lucros, conforme a terceira predição. Os testes empíricos e todas as especificações alternativas confirmaram as quatro predições do autor.

Givoly e Hayn (2000) analisaram as séries de tempo dos resultados do período, fluxo de caixa das operações e *accruals* a fim de averiguar se houve aumento do conservadorismo. A pesquisa foi conduzida com dados dos EUA e abarcou o período de 1950 a 1998. Na pesquisa, os autores desenvolveram uma métrica de conservadorismo baseada no comportamento dos *accruals* (espera-se que os *accruals* tendam a ser revertidos de período para período, uma tendência de acúmulo de *accruals* negativo é um indicativo de conservadorismo) e também usaram Basu (1997) para aferir o conservadorismo. Os resultados indicaram que no período de dados estudado pelos autores há indícios de aumento no grau de conservadorismo das companhias.

Ball et al. (2000) separaram os países de acordo com a tradição legal: direito comum (Austrália, Canadá, EUA e Reino Unido) e direito civil (Alemanha, França e Japão). O estudo contou com mais de 40.000 observações e o período de dados foi de 1985 a 1995. A separação objetivou captar a influência política nos padrões contábeis. De acordo com o argumento dos autores, países de tradição legal do direito comum tendem a apresentar padrões contábeis mais influenciados pelo setor privado, enquanto que em países de tradição legal do direito civil os padrões contábeis são mais influenciados por questões políticas.

Ahmed et al. (2002), em pesquisa nos EUA, argumentam que o conservadorismo reduz o conflito de interesses entre acionistas e credores quanto à política de dividendos das companhias. As hipóteses dos autores foram as seguintes: firmas sob intenso conflito entre credores e acionistas acerca da política de dividendos adotam práticas contábeis mais conservadoras; e firmas que utilizam práticas contábeis mais conservadoras experimentam menor custo de crédito. A explicação para as hipóteses é que: contabilidade conservadora é um sinal para os credores que os acionistas não irão receber dividendos em excesso. As hipóteses foram testadas para dois períodos: 1993 a 1998 e 1987 a 1992. As pesquisas de Beaver e Ryan (2000) e Givoly e Hayn (2000) serviram como referência para as métricas de conservadorismo. As *proxies* para conflito entre credores e acionistas acerca da política de dividendos foram: volatilidade das operações, percentual de dividendos em relação ao ativo total e endividamento. Os resultados confirmaram as hipóteses.

Zhang (2008) investigou o benefício do conservadorismo na negociação de contratos de dívida. A pesquisa foi conduzida nos EUA. O período de dados variou de 1994 a 2003 e amostra contou com 327 firmas (variou dependendo do teste). O autor encontrou que tomadores de recursos mais conservadores tendem a violar cláusulas de *covenants* mais rapidamente após um choque negativo no retorno das ações e que credores tendem a cobrar menores taxas de juros para tomadores de recursos mais conservadores. A maior probabilidade da violação das cláusulas de *covenants* e a menor taxa de juros indicam haver benefícios do conservadorismo em contratos de dívida.

Ball et al. (2003) estudaram se a qualidade da informação contábil é determinada pelos padrões contábeis ou pelos incentivos (forças de mercado e políticas) a que preparadores e auditores estão sujeitos. A pesquisa foi conduzida em quatro países do leste asiático: Hong Kong, Malásia, Cingapura e Tailândia. De acordo com os autores, esses países são caracterizados por possuírem padrões contábeis de alta qualidade (em razão da influência do Reino Unido) e baixos incentivos para preparadores e auditores produzirem informação contábil de alta qualidade. Para mensurar qualidade da informação contábil, os autores utilizaram conservadorismo, aproximado pela regressão reversa entre lucro e retorno e componentes transitórios dos lucros, ambos de Basu (1997). Foram utilizadas 2.726 observações e o período de dados foi de 1984 a 1996.

A hipótese desenvolvida pelos autores é que nesses países, apesar do padrão contábil de alta qualidade, os incentivos dos preparadores e auditores são baixos, em razão de: influência política sobre os padrões contábeis; propriedade concentrada nas mãos das famílias; utilização dos números contábeis para o recolhimento de tributos; e baixo risco de litígios para preparadores e auditores. Os resultados indicaram que esses países, de fato, apresentam baixa qualidade de informação contábil.

Holthausen (2003) criticou os resultados da pesquisa de Ball et al. (2003). Holthausen (2003, p. 279) mencionam que há circularidade nos argumentos de Ball et al. (2003) de qualificar os padrões de contábeis em de “alta qualidade” e de “baixa qualidade” com base na referência do Reino Unido e também nos EUA. Ainda, o autor questiona o seguinte: qual é o nível de conservadorismo considerado alto ou baixo? Sem uma referência precisa, não é possível afirmar que nesses países há ou não conservadorismo.

Ball e Shivakumar (2005) estudaram e compararam o reconhecimento assimétrico e tempestivo de perdas entre companhias listadas em bolsa e companhias fechadas no Reino Unido. A hipótese dos autores é que a demanda por informações contábeis de alta qualidade é menor para as empresas fechadas em comparação com as companhias abertas. Na pesquisa, os autores desenvolveram uma métrica de conservadorismo baseada no comportamento do fluxo de caixa consumido ou gerado pelas operações (variável independente) e no comportamento dos *accruals* (variável dependente), que guarda estreita relação com Ball e Shivakumar (2006), que investigou o papel dos *accruals* no reconhecimento tempestivo e assimétrico de perdas. A vantagem dessa métrica é que independe de dados do mercado de ações. Em Basu (1997), como comentado, também há uma métrica que independe de dados do mercado de ações. O período de dados foi de 1990 a 2000 e contou com, aproximadamente, 150 mil observações. Os resultados indicaram que o reconhecimento assimétrico e tempestivo é maior para as companhias listadas em bolsa. Os autores explicam que esse resultado não significa que haja falha na aplicação dos padrões contábeis ou falha dos auditores independentes, mas sim um equilíbrio que emerge naturalmente da diferença de demanda por informações contábeis conservadoras por parte dos acionistas das companhias abertas, que têm a informação contábil como uma canal relevante para dirimir a assimetria de informações em relação aos gestores.

Bushman e Piotroski (2006) exploraram como os números contábeis são delineados pela estrutura institucional do país na qual as empresas estão domiciliadas. A premissa subjacente à análise é que o sistema legal, judicial, as leis relacionadas ao mercado de capitais, a política econômica e o regime de tributação influenciam o comportamento dos gestores, investidores, reguladores e outros participantes do mercado. Os incentivos moldam as propriedades dos números contábeis por meio de uma complexa inter-relação entre padrões contábeis, legais, de mercado, regulação e pressões políticas. Então, o completo entendimento das propriedades dos números contábeis passa pela compreensão da influência exercida pelos incentivos institucionais. A pesquisa foi conduzida em 38 países, 1992 a 2001, e incluiu 86.927 observações. A propriedade dos números contábeis analisada pelos autores foi o conservadores, aproximado pela regressão reversa entre lucro e retorno de Basu (1997) e pelo modelo de *accruals*, de Ball e Shivakumar (2005).

Os principais resultados foram os seguintes. Em relação ao sistema legal, a proteção ao investidor inserida nas leis corporativas, a eficiência e a imparcialidade do sistema judicial, exercem um papel importante na criação de incentivos para o reconhecimento tempestivo das perdas. Em suma, empresas em países com alta proteção aos investidores e alta qualidade do sistema judiciário refletem as más notícias mais tempestivamente do que as firmas em países caracterizados por fraca proteção aos investidores e baixa qualidade do judiciário. Em relação às leis ligadas ao mercado de capitais, países com alto *enforcement* público, apresentam o reconhecimento de boas notícias mais vagarosamente do que países caracterizados por baixo *enforcement* público. Um achado inédito do trabalho é a análise acerca da influência da política econômica nos incentivos para o reporte de informações contábeis conservadoras. Os autores encontram que em países caracterizados por alto envolvimento do estado na economia, as firmas reconhecem mais rapidamente as boas notícias e postergam o reconhecimento de más notícias.

Qiang (2007, pp. 759-760), com dados dos EUA, explica que do ponto de vista contratual, argumenta-se que o conservadorismo contábil mitiga o emprego de práticas contábeis agressivas. Isso resulta em menor potencial de perdas para investidores que utilizam números contábeis no estabelecimento de contratos. Quanto à explicação acerca do litígio, argumenta-se que as empresas estão sujeitas a riscos de litígios que induzem a adoção de práticas contábeis conservadoras. Sob a explicação da regulação para a adoção do conservadorismo, os reguladores da contabilidade preferem a adoção de práticas conservadoras e induzem isto por meio da imposição de custos. Por fim, em relação à explicação da tributação, argumenta-se que práticas contábeis conservadoras são utilizadas para reduzir tributação.

Qiang (2007) explorou as diferenças, traços comuns, e inter-relações entre o conservadorismo condicional e incondicional. O autor argumenta que a grande maioria dos estudos tem como enfoque o conservadorismo condicional e isso impossibilita o entendimento de qual é o comportamento desse tipo de conservadorismo em relação ao incondicional. Ainda, complementa o autor, os estudos valem-se apenas de uma explicação para o conservadorismo para conduzir as pesquisas empíricas (geralmente, a explicação contratual). Então, há um vácuo acerca de como as explicações se relacionam. Por exemplo, Basu (2005) sugere que tributação está relacionada ao conservadorismo incondicional; Beaver e Ryan (2005) demonstram que o conservadorismo incondicional subestima o patrimônio líquido e,

consequentemente, reduz o subsequente conservadorismo condicional. O estudo foi conduzido com dados de 1998 a 2002. Foram empregadas diferentes amostras nos testes (variaram de 614 a 1050 observações). O autor testou e confirmou as seguintes hipóteses: i) demandas contratuais induzem ao conservadorismo condicional; ii) risco de litígio induz a ambas as formas; iii) regulação induz a conservadorismo incondicional; e iv) tributação induz a conservadorismo incondicional.

LaFond e Watts (2008) investigaram se a assimetria de informação entre gestores e acionistas induz ao conservadorismo condicional. O teste empírico foi conduzido com dados dos EUA. O período foi de 1983 a 2001 e contou com 20.389 observações. LaFond e Watts (2008, p. 448) argumentam que o conservadorismo presente nas demonstrações contábeis é um mecanismo de governança corporativa que reduz a possibilidade de os gestores enviesarem os números contábeis e aumenta o valor da companhia; tudo o mais mantido constante, companhias com maior conservadorismo tendem a apresentar menor assimetria informacional. A relação causal defendida pelos autores é a seguinte: assimetria de informação influencia o conservadorismo. Os resultados indicaram que há relação positiva entre assimetria de informação e conservadorismo e que alterações na assimetria leva a alterações no conservadorismo.

Ball et al. (2008) formularam e testaram a hipótese de que o mercado de dívidas exerce mais influência nas propriedades dos números contábeis do que o mercado de ações. As *proxies* utilizadas para mercado de dívida e mercado de ações foram os tamanhos de cada um desses mercados nos países da amostra. Os autores utilizam o modelo de regressão reversa entre lucro e retorno, métrica de conservadorismo, de Basu (1997) como *proxy* de informação contábil. O estudo contou com 78.949 observações para 22 países, entre 1992 e 2003. Ball et al. (2008, pp. 173-174) argumentam que a produção de informações contábeis, tanto em nível nacional como no nível da firma, envolve altos custos; assim sua produção dependerá da demanda. Os autores reportaram evidências de que a relevância do mercado de dívidas é mais associada com o conservadorismo contábil do que o mercado de ações. Em comentário ao estudo de Ball et al. (2008), Monahan (2008) pondera que as conclusões estão limitadas à análise da tempestividade no reconhecimento assimétrico de perdas, pois há outras propriedades dos números contábeis relevantes.

A relação entre governança corporativa e conservadorismo foi explorada em Lara et al (2007), Ahmed e Duellman (2007) e Lara et al. (2009).

A pesquisa de Lara et al. (2007) foi conduzida na Espanha e contou com 69 companhias, em um período de dados de 1997 a 2002. As *proxies* de conservadorismo basearam-se em Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Especificamente, analisaram se empresas com baixa influência do CEO no conselho de administração, *proxy* de governança corporativa pelos autores, são mais conservadoras do que empresas nas quais o CEO exerça grande influência sobre os gestores. Para mensurar a influência do CEO, os autores empregam duas medidas agregativas de características da composição e monitoramento do conselho. Os resultados indicaram que companhias com melhores práticas de governança apresentam maior nível de conservadorismo, em linha com as hipóteses apresentadas pelos autores.

Ahmed e Duellman (2007) conduziram pesquisas nos EUA, com dados de 1999 a 2001 e 833 observações. A hipótese dos autores foi que conselhos mais independentes demandariam números contábeis mais conservadores, porque, segundo os autores, o conservadorismo auxilia na redução da assimetria de informação entre os gestores e as demais partes. As métricas de conservadorismo foram baseadas nos estudos de Givoly e Hayn (2000), Beaver e Ryan (2000) e Basu (1997), modificado por Roychowdhury e Watts (2007). As cinco características do conselho de administração estudadas foram: a) percentual de diretores no conselho; b) separação das funções do CEO e do presidente do conselho; c) tamanho do conselho; d) número médio de participação em outros conselhos pelos conselheiros; e e) percentual de ações da companhia em posse dos conselheiros externos. Os resultados indicaram que: i) quanto o maior percentual de diretores no conselho, menor o conservadorismo; e ii) quanto maior o percentual de ações detidas pelos conselheiros externos, maior o conservadorismo. O tamanho do conselho, a separação das funções entre CEO e presidente do conselho e o número médio de participação em outros conselhos pelos conselheiros não influenciaram sistematicamente a relação. Em conjunto, os autores concluem que os resultados indicam que o conservadorismo emerge como um mecanismo de governança para a redução de conflitos de agência.

Lara et al. (2009), nos EUA, examinaram a relação entre governança corporativa e conservadorismo contábil. O período da pesquisa foi de 1992 até 2003. A amostra contou com

9.152 observações, correspondentes a 1.611 companhias. A hipótese dos autores é que quanto maior a qualidade de governança corporativa, maior o reconhecimento assimétrico de perdas, *proxy* de conservadorismo. Os autores mensuraram governança corporativa por meio de uma ampla métrica que levou em conta mecanismos internos e externos. Conservadorismo foi medido com base nos trabalhos de Basu (1997), Givoly e Hayn (2000) e Ball e Shivakumar (2005). Os resultados indicaram haver relação positiva entre melhores práticas de governança e conservadorismo. Adicionalmente, os autores encontraram que melhores práticas de governança corporativa anteriores tendem a aumentar o conservadorismo futuro, mas não o inverso.

Lara et al. (2011) estudaram a relação entre custo de capital próprio e conservadorismo, baseados em dados dos EUA. O período da pesquisa foi de 1975 a 2003 e a amostra contou com 54.389 observações. A métrica de conservadorismo foi baseada em Callen, Segal e Hope (2010). Por meio de uma bateria de testes de robustez, os autores concluíram que firmas mais conservadoras apresentam menor custo de capital próprio do que as menos conservadoras.

Goh e Li (2011) estudaram, nos EUA, a relação entre controles internos e conservadorismo. A hipótese dos autores foi que controles internos fortes afetam positivamente o conservadorismo contábil, tanto pela probabilidade de uma cultura de controle interno mais forte compreenda os benefícios do conservadorismo como em caso de a companhia ter a intenção de produzir informações conservadoras os controles internos tendem a auxiliar. Os autores utilizaram o reporte de deficiência material nos controles internos, exigido pela Lei Sarbanes & Oxley, como indício de problemas com os controles internos. As métricas de conservadorismo foram baseadas em Basu (1997), Givoly e Hayn (2000), Ball e Shivakumar (2005) e Khan e Watts (2009)

Ahmed e Duellman (2013) testaram se o excesso de confiança dos gestores afeta o conservadorismo condicional e incondicional das companhias. A pesquisa foi empreendida nos EUA, com dados de 1993 a 2009 e cerca de 25.500 observações. A pesquisa apresentou uma série de testes de robustez e variáveis alternativas para captar conservadorismo e excesso de confiança. O conservadorismo foi mensurado por Basu (1997), Givoly e Hayn (2000) e Khan e Watts (2009). O excesso de confiança foi mensurado com base em Malmendier e Tate

(2005). Em todas as especificações, o excesso de confiança afetou significativa e negativamente o conservadorismo contábil.

Lara et al. (2014), nos EUA, estudaram as consequências informacionais do conservadorismo contábil. O estudo visou a captar se o conservadorismo reduz a assimetria de informações entre os gestores e demais acionistas. A principal contribuição dos autores foi estudar se o conservadorismo é, de fato, útil para os acionistas. A pesquisa é próxima a de LaFond e Watts (2008). Os autores comentaram que o conservadorismo reduz a assimetria de informação entre gestores e acionistas, permitindo os investidores averiguarem o desempenho futuro da firma. A métrica de conservadorismo usada na pesquisa foi a de Khan e Watts (2009) e Callen et al. (2010). Para mensurar as consequências informacionais do conservadorismo, os autores observaram a acurácia da previsão dos analistas após variação no conservadorismo. O estudo foi conduzido com dados de 1977 a 2007 e contou com uma amostra de 63.579. Os resultados indicaram que após aumento no conservadorismo, ocorre melhora na acurácia das previsões dos analistas, redução na dispersão das previsões e aumento no número de analistas acompanhando a firma. Os resultados estão em linha com os efeitos informacionais positivos do conservadorismo. À pesquisa de Lara et al. (2014), soma-se Hu, Li e Zhang (2014). A pesquisa foi conduzida em 43 países e concluiu que o conservadorismo contábil incrementa o fluxo de informações do ambiente corporativo, sendo que o efeito foi mais proeminente em países com baixa proteção aos direitos de propriedade.

O conjunto de evidências apresentado corrobora a ideia de que o conservadorismo é uma característica desejável dos números contábeis. Em âmbito nacional, também foram conduzidas uma série de pesquisas acerca do conservadorismo e de seus potenciais determinantes. Ao todo, foram revisados vinte e oito trabalhos¹² publicados em periódicos.

¹² Em vinte e sete o objetivo era detectar a presença de conservadorismo nos números contábeis ou estudar o efeito de alguma variável sobre o reconhecimento assimétrico de perdas. Apenas Brito e Martins (2013) estudaram os efeitos do conservadorismo sobre outra variável, especificamente sobre o custo de crédito. Essa predominância de trabalhos que buscam estudar o efeito de alguma variável sobre o conservadorismo em relação a estudos que visam a impactar o efeito do conservadorismo sobre outra métrica não é apenas traço das pesquisas brasileiras. Internacionalmente, Dechow et al. (2010) chegaram a mesma constatação. Uma potencial explicação para isso é o tipo de métrica empregada nos estudos para mensurar conservadorismo. O modelo de regressão de Basu (1997), apesar de eficiente em detectar reconhecimento assimétrico de perdas, não mensura o conservadorismo ao nível da firma, uma característica desejável para testar hipóteses acerca do efeito do conservadorismo em outras variáveis, por exemplo, custo do capital de terceiros.

Sinteticamente, os temas abordados pelos trabalhos foram: i) alterações nos padrões contábeis; ii) ativos intangíveis; iii) auditoria; iv) diferenças de reconhecimento assimétrico de perdas entre companhias abertas e fechadas; v) custo de crédito; vi) detecção de conservadorismo; vii) estrutura de propriedade; viii) gerenciamento de resultados; ix) governança corporativa; x) detecção de conservadorismo em instituições financeiras; xi) listagem cruzada; xii) ofertas públicas; xiii) política de dividendos; xiv) regulação; xv) suavização dos resultados; e xvi) tributação.

Para a apresentação das evidências nacionais optou-se pela construção de um quadro para resumir as características-chave das pesquisas (consta do Apêndice A). O quadro contém os seguintes elementos: i) autor; ii) ano; iii) classificação de acordo com as palavras-chave; iv) questão de pesquisa ou objetivo; v) amostra principal; vi) métricas de conservadorismo e o trabalho de referência utilizado para; vii) variável independente principal; viii) variáveis de controle; e ix) principais resultados.

O quadro permite concluir que o tema é relevante para a literatura contábil nacional. A argumentação geral dos autores vai ao encontro de Basu (1997), Watts (2003a) e Ball e Shivakumar (2005): o conservadorismo condicional é uma característica desejável dos números contábeis e útil para fins contratuais. Contudo, pelo período de dados, amostra empregada e tema investigado, nem sempre as relações estatísticas são significantes.

Nas próxima seção são apresentadas evidências teóricas e empíricas que podem contribuir com o problema aqui investigado acerca da estrutura de propriedade. Ademais, a estrutura de propriedade no Brasil é caracterizada.

2.2 Estrutura de propriedade

2.2.1 Discussões e evidências relacionadas

A separação entre propriedade e controle está intimamente relacionada com os problemas de agência nas modernas corporações (Jensen & Meckling, 1976, p. 309)¹³. Hart (1989, pp. 1758-1759) menciona que um dos principais méritos da teoria do agente-principal é considerar explicitamente o conflito de interesses entre os diferentes atores econômicos, formalizando o conflito por meio da inclusão de problemas de observação de conduta e assimetria de informação.

Fama e Jensen (1983) analisaram a sobrevivência de organizações nas quais os tomadores de decisão não estavam sujeitos ao efeito integral de suas decisões sobre sua riqueza. Isto é o que a literatura denomina separação entre propriedade e controle. Os autores argumentam que a separação das decisões e assunção de riscos sobrevive em tais organizações em razão dos benefícios da especialização da gestão e tomada de risco, mas também porque é uma efetiva maneira de lidar com os problemas de agência. Em particular, os contratos desse tipo de organização separam as tarefas de iniciar e implementar (decisões gerenciais) das de aprovar e monitorar (decisões de controle). Fama e Jensen (1983, p. 5) mencionam que os problemas de agência surgem em razão de os contratos apresentarem altos custos de elaboração e certeza a respeito da sua implementação. Custos de agência incluem os custos de estruturar, monitorar e garantir o cumprimento de um conjunto de contratos entre agentes com conflitos de interesses. Controlar os problemas de agência no processo decisório é importante quando o

¹³ Não obstante, Demsetz (1983) enxerga a separação entre propriedade e controle como uma forma ótima de organização dentro de determinado contexto. Para o autor, a estrutura de propriedade que emerge é resultado endógeno de processo de seleção competitivo no qual várias vantagens e desvantagens são levadas em conta para alcançar o equilíbrio da organização das empresas. Segundo Demsetz (1983), o custo de monitoramento que será incorrido para a redução do desvio de comportamento para o seu nível ótimo é uma função da maneira pela qual a firma foi organizada e das condições tecnológicas que circundam a produção das mercadorias. A estrutura de propriedade que maximizará o valor da firma depende da tecnologia, escala de operação e habilidade gerencial dos potenciais proprietários da firma. Não há uma estrutura de propriedade única para todas as situações. Em particular, do ponto de vista do proprietário, a distribuição ótima de lucros é 100% para um único proprietário e gestor apenas em circunstâncias especiais. Conforme o número de acionistas aumenta, a riqueza de cada um dependerá menos do sucesso da firma e será mais difícil organizar interesses tão difusos dentro de um eficiente instrumento de monitoramento dos gestores.

tomador de decisão que sugere e implementa decisões importantes não é o maior detentor dos direitos residuais e, portanto, não arca com a maior parte dos efeitos de suas decisões¹⁴.

De acordo com Kraakman *et al.* (2004, p. 22), três principais tipos de problemas de agência podem ocorrer nas empresas. O primeiro tipo, típico de países com estrutura de propriedade pulverizada, ocorre entre os acionistas e os gestores. Nesse caso, os acionistas são os principais e os gestores são os agentes. O segundo tipo ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, no qual os minoritários são os principais e os acionistas controladores exercem o papel de agentes. Por fim, o terceiro tipo ocorre entre a empresa como um todo e os diversos agentes que interagem com ela, como empregados, credores e clientes.

Em estruturas de propriedades pulverizadas, típica nos EUA e Reino Unido, os acionistas, em média, não terão incentivos para monitorar a gestão. Fama (1980, p. 291) cita que um investidor com carteira de investimentos diversificada não terá interesse em detalhes operacionais de uma firma em especial. Grossman e Hart (1980), congruentemente, argumentam que investidores sem participações relevantes no capital de uma companhia não terão incentivos para monitorar a gestão em razão dos custos de monitoramento envolvidos.

Uma potencial solução para esse problema de incentivo é haver acionistas suficientemente grandes para extrair benefícios que superem os custos do monitoramento da gestão. Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1986) analisaram o papel dos grandes acionistas por meio de um modelo analítico. O modelo gira em torno da ideia de que em uma companhia com diversos acionistas pulverizados pode não ser lucrativo para nenhum deles individualmente monitorar o desempenho dos executivos; no modelo dos autores, a presença de um grande acionista

¹⁴ Alchian e Demsetz (1972) discutiram problemática semelhante. Os autores levantam problemas a respeito de como monitorar times de produção em uma organização. Em um time, é difícil mensurar a contribuição individual para o produto final. Um time de produção será formado se o produto final for maior do que as partes separadas. O principal problema é: como os membros de um time de produção podem ser remunerados e incentivados a trabalharem eficientemente? Na medida em que há custos de monitoramento, cada um dos donos dos insumos têm interesse em se esforçar menos quando fazem parte de um time, do que se em situações nas quais fosse fácil o monitoramento ou se atuasse sozinho. Uma maneira de contornar o problema é o colocar alguém especializado em monitoramento para controlar o desempenho dos membros do time. No entanto, quem monitoraria o especialista? O especialista que recebe a remuneração residual deve ser o monitor. Em outras palavras, o proprietário.

serve como uma solução parcial para esse problema¹⁵. Holderness (2003, p. 54) cita dois principais fatores que podem motivar investidores a assumirem grandes posições em uma companhia. Um fator pode ser a extração de valor pela maior capacidade de monitoramento. Segundo o autor, há evidências de que essa capacidade superior de monitoramento gera retornos anormais positivos para os investidores. O segundo fator é a possibilidade de extrair benefícios privados do controle. De acordo com Kraakman et al. (2004, p. 22), essa situação poderia gerar problemas de agência entre os acionistas controladores e os demais.

Wruck (1989, p. 24) cita que a concentração de propriedade pode aumentar a eficiência por meio do alinhamento de interesses. Contudo, também pode criar a possibilidade de que os recursos sejam desviados pelo maior acionista em detrimento dos demais. Em linha com os potenciais problemas da concentração de propriedade, Stulz (1988) modela analiticamente a relação entre posse de ações pelos gestores e conflito de interesses entre gestores e investidores não ligados ao bloco controlador. O autor assume a premissa de que o valor da firma aumenta conforme a posse de ações pelos gestores aumenta. No modelo analítico, Stulz (1988) reforça a ideia de que a fração de ações em posse dos gestores é um importante elemento da estrutura de propriedade das firmas. O autor mostra que o valor da firma é positivamente relacionado com o baixo percentual de ações em posse dos gestores e negativamente relacionado quando o percentual de ações cresce. O efeito negativo ocorre em função do potencial entrincheiramento dos gestores à medida que sua participação na companhia cresce. Apesar de o contexto do modelo de Stulz (1988) ser o potencial conflito de entre gestores e acionistas, é um indício válido acerca dos problemas da concentração de propriedade.

Shleifer e Vishny (1997, p. 758) mencionam que os benefícios dos grandes acionistas são pelo menos teoricamente claros: eles possuem interesse em ter retorno por seus investimentos e poder para demandar isso. Mas também há custos. O mais óbvio desses custos é a falta de diversificação desse tipo de acionista. Entretanto, o fato de a propriedade nas companhias ao redor do mundo ser concentrada sugere que a falta de diversificação não é um grande custo.

¹⁵ Nem sempre os grandes acionistas trarão benefícios. Por exemplo, Burkart, Gromb e Panunzi (1997) modelaram os custos associados à existência de um ou mais grandes acionistas na estrutura de propriedade das companhias. O principal custo está associado à possibilidade de a pressão exercida por esses acionistas cercear negativamente o comportamento dos executivos.

Um problema mais fundamental é que os grandes acionistas podem representar apenas seus próprios interesses, que não necessariamente coincidirão com os interesses de outros investidores ou com os interesses dos empregados e executivos. Grandes investidores podem extrair benefícios privados em detrimento dos demais investidores. A habilidade para isso será especialmente grande se os direitos de controle forem excessivos em relação aos direitos sobre os fluxos de caixa. Isto pode ocorrer se eles detiverem ações com direitos de votos diferenciados ou se controlam a firma por meio de uma estrutura piramidal, por exemplo.

La Porta et al. (2002, p. 1148) comentam que é importante reconhecer as diferenças na estrutura de propriedade e controle entre as firmas dentro e entre os países, em razão de essas diferenças influenciarem o poder e o incentivo dos controladores expropriarem os minoritários. Na maioria dos países, as companhias listadas em bolsa não possuem estrutura de propriedade dispersa, mas sim um controlador definido, que são entrincheirados e possuem o poder para monitor os gestores. O problema central de agência nesse tipo de firma se dá entre controladores e minoritários (credores também). O poder dos controladores para expropriar os não controladores é moderado pelo incentivo financeiro para não fazê-lo. Um importante incentivo para tanto são os direitos sobre o fluxo de caixa por eles detidos. Dessa forma, quanto maior os direitos sobre o fluxo de caixa em posse dos gestores, menor o incentivo para a expropriação dos minoritários. Lemmons e Lins (2003, p. 1446) corroboram ao afirmar que os incentivos dos controladores para desviarem recursos distantes de projetos de investimentos rentáveis são reduzidos conforme o nível de direitos sobre o fluxo de caixa em sua posse.

De acordo com Lemmons e Lins (2003, pp. 1445-1446), conflitos de interesses entre *insiders* (gestores e controles) e *outsiders* (acionistas não vinculados ao bloco de controle) é central para analisar a corporação moderna, na qual os *insiders* possuem menos do que o total da propriedade, em relação aos direitos de voto, das companhias controladas. Isto sugere que a estrutura de propriedade da firma é um dos principais determinantes dos problemas de agência entre *insiders* e *outsiders*. Os insiders que controlam os ativos podem expropriar os *outsiders* por meio do desvio de recursos para seu uso pessoal ou por meio da utilização de fundos de maneira a obter benefícios privados. Por meio do desvio de recursos para a obtenção de benefícios privados, os controladores têm a oportunidade de aumentar sua riqueza sem arcar com o custo integral de suas ações. Segundo Dyck e Zingales (2004, p.

537) o principal foco da literatura sobre proteção ao investidor e papel do desenvolvimento do mercado financeiro é a respeito do montante que acionista controlador extrai da companhia que eles controlam.

Nesse mesmo sentido, Bebchuck et al. (2000) estudaram analiticamente os principais custos envolvidos em situações nas quais um acionista exerça controle com baixo investimento em direitos sobre o fluxo de caixa. Bebchuck et al. (2000, p. 295) explicam que a separação entre propriedade e controle nesse contexto pode ocorrer por meio de três mecanismos: a) emissão de ações com direitos diferenciados de votos; b) estruturas piramidais de controle; e c) participações cruzadas. Por meio de um desses mecanismos ou a combinação deles, um investidor pode deter o controle de uma companhia com baixo investimento em seu capital total, normalmente utilizado como *proxy* para direitos sobre o fluxo de caixa, em razão de os dividendos, afora direitos diferenciados em razão do tipo de ação detido, serem distribuídos proporcionalmente à participação no capital total. A utilização desses mecanismos serve para separar a propriedade (investimento no capital total) do controle (ações com direito a voto). Segundo os autores, esse tipo de estrutura de propriedade combina os problemas de incentivo das estruturas nas quais existe um controlador definido com os problemas de estruturas de propriedade dispersas: os controladores podem entrincheirar-se a fim de continuar a extrair benefícios privados do controle e, ao mesmo tempo, arcam apenas parcialmente perdas decorrentes da expropriação do patrimônio da empresa. Os autores examinaram os custos de agência associados a esse tipo de estrutura em três situações: i) escolha de projetos de investimentos; ii) seleção de política de investimento; e iii) decisões de transferência de controle. As conclusões da pesquisa indicaram que quanto maior a separação entre propriedade e controle, mais os controladores tenderão a tomar decisões que não necessariamente serão boas para os demais acionistas em relação à cada uma das situações analisadas.

Esses estudos permitem concluir que: a) a estrutura de propriedade das companhias é fundamental para compreender o problema de agência a que estão submetidas; b) a concentração de propriedade pode levar ao alinhamento de interesses, mas também pode ser um incentivo para o entrincheiramento dos gestores/controladores; e c) a diferença entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa é uma importante variável para captar os incentivos dos controladores/grandes acionistas para expropriarem os demais acionistas.

Quanto à primeira conclusão, as pesquisas de La Porta et al. (1998), La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) e Faccio e Lang (2002) permitem compreender o principal problema de agência ao redor do mundo.

O principal objetivo de La Porta et al. (1998) foi verificar se as leis que protegem os direitos dos acionistas e credores variam entre as países e se essas variações têm relação com as finanças corporativas, especificamente quanto à forma como as companhias se financiam e com relação à estruturas de propriedade delas¹⁶. Para tanto, investigaram empiricamente como as leis protegendo investidores diferem em 49 países. Os resultados mostraram que as leis variam entre países em parte por causa das diferenças em sua origem legal. La Porta et al. (1998, p. 1115) explicam que as leis comerciais/societárias derivam de duas tradições legais principais: direito comum (*commom law*) e direito civil (*civil law*). O direito civil se divide em três famílias: Francês, Germânico e Escandinavo. A proteção legal aos acionistas e credores foi consistentemente maior para países de tradição legal do direito comum e menor para países de leis cuja tradição legal advém do direito civil de origem francesa (o Brasil consta da pesquisa e foi classificado dentro dessa tradição legal). Uma das hipóteses investigadas pelos autores foi a de que companhias em países com baixa proteção legal aos investidores apresentam maior concentração de propriedade das ações (mensurada pelo total de ações em posse dos três maiores acionistas). Dois motivos foram elencados para a construção dessa hipótese: i) necessidade de os acionistas deterem grande parte do capital para poder exercer poder e impedir a expropriação por parte dos gestores; e ii) em função da baixa proteção, os minoritários tenderiam a apresentar baixa demanda por ações, indiretamente servindo como uma forma de concentração do capital. Os autores encontraram que, em média, o total de ações em posse dos três maiores acionista era de 45%. Nos países de tradição do direito civil francês, cuja proteção legal aos acionista foi a menor, a concentração de propriedade média foi de 54%, estatisticamente superior às demais tradições

¹⁶ Em La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2008) há um sumário da linha de pesquisa iniciada pelos trabalhos de La Porta et al. (1997; 1998). La Porta et al. (2008, p. 298) afirmam que as consequências econômicas da origem legal são pervasivas. Quando comparados aos países de tradição do direito civil francês, os países de tradição derivada do direito comum apresentam maior proteção legal aos investidores, que por seu turno é associada com maior desenvolvimento financeiro, acesso a financiamento e alta dispersão acionária, menor regulação e participação do governo na estrutura de propriedade das companhias.

legais. De acordo com os autores, esses resultados sugerem que a concentração da estrutura de propriedade funciona como um mecanismo substituto à baixa proteção legal aos acionistas.

La Porta et al. (1999) investigaram a estrutura de propriedade das 20 maiores companhias listadas, por capitalização de mercado, nas principais bolsas de valores das 27 economias mais ricas do mundo em 1993. Além disso, estudaram uma segunda amostra composta pelas 10 menores companhias listadas nesses países. Em função de algumas restrições impostas pelos autores para seleção da amostra, o estudo contou com um total de 691 diferentes companhias (540 referentes às 20 maiores e o restante atinente à segunda amostra).

A pesquisa teve como objetivo principal identificar se as companhias ao redor do mundo possuíam um acionista com significativos direitos de voto, direta ou indiretamente. Os autores utilizaram 20% como ponto de corte para definir se uma companhia possuía ou não um controlador último (alternativamente, utilizaram 10% como ponto de corte); companhias sem um acionista que detivesse pelo menos 20% das ações com direito a voto foram classificadas como tendo o capital disperso. Para amostra composta pelas maiores companhias, os autores encontraram que em 36% não há um controlador (nos Reino Unido e EUA, os percentuais de companhias sem um controlador são de 90% e 80%, respectivamente), 30% são controladas por famílias (no México e Grécia, os percentuais eram de 100% e 50%, respectivamente) e 18% são estatais (na Áustria e Itália, os percentuais eram de 70% e 40%, respectivamente). Então, em quase 2/3 das companhias há um controlador. Quando os autores dividem os países em dois grupos de acordo com a proteção legal aos acionistas minoritários (baixa ou alta), em países com maior proteção legal o percentual de companhias sem um controlador é maior do que em países com menor proteção legal, 48% e 27%, respectivamente. Além disso, o percentual de famílias e governos no controle das companhias é menor em países com alta proteção legal aos minoritários (25% e 14%, respectivamente) do que em países com baixa proteção (34% e 22%, respectivamente). Quando os autores analisaram as companhias da segunda amostra, composta por companhias de menor porte, os resultados mostraram que apenas 24% não possuem um controlador.

Em relação aos mecanismos utilizados para separar propriedade e controle, os autores concluíram que o uso de ações com direitos diferenciados de votos é reduzido, tanto para as companhias em países com alta proteção legal aos minoritários como em países em que a

proteção é baixa. O uso de estruturas piramidais de controle para desviar direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa é mais difundido, ocorrendo em ¼ da amostra (18% e 31%, em países com alta proteção aos minoritários e baixa proteção aos minoritários, respectivamente). O uso de participações cruzadas é reduzido.

Claessens et al. (2000) investigaram a separação entre propriedade e controle em 2.980 companhias listadas em bolsa em nove países asiáticos: Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Cingapura, Taiwan e Tailândia. A propriedade refere-se ao capital total da empresa investida e o controle ao capital com direito a voto. A diferença entre ambos foi chamada de divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa. Os dados referiram-se ao ano de 1996. Os autores valeram-se da estrutura direta e indireta de propriedade e 20% das ações com direito a voto foi utilizado como ponto de corte para identificar se uma companhia tinha ou não um controlador. Os resultados indicaram que a separação entre propriedade e controle é mais proeminente em companhias controladas por famílias e em companhias menores. Em todos os países analisados, os autores encontraram que o controle é potencializado por meio do uso de estruturas piramidais. Consequentemente, os direitos de voto excedem os direitos de fluxo de caixa, principalmente na Indonésia, Japão e Cingapura. Os resultados indicaram que em 2/3 das companhias são controladas por um único acionista e que 38,70% (66,9% e 12,70%, na Indonésia e Tailândia, respectivamente) das companhias são controladas por meio de estruturas piramidais. Em relação à emissão de ações com diferentes direitos de votos e participação cruzada, os resultados indicaram não serem comuns.

Faccio e Lang (2002) investigaram, por meio das estruturas direta e indireta de propriedade, quem era o maior acionista último em 5.232 companhias dos seguintes países da Europa: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido. O percentual de 20% foi utilizado para definir se uma companhia tinha ou não um maior acionista último. Os resultados indicaram que em, aproximadamente, 37% não havia um maior acionista último (63% e 62,32%, no Reino Unido e Irlanda, respectivamente) e em 44% era uma família (64,82%, 63,62%, 60,34% e 59,61%, na França, Alemanha, Portugal e Itália, respectivamente). Em relação aos mecanismos para separar propriedade e controle, a emissão de ações com direitos diferenciados de votos ocorre em, aproximadamente, 20%, das companhias (66,07%, 51,17% e 41,35%, na Suécia, Suíça e

Itália, respectivamente); das companhias que possuem um controlador, 19,13% valem-se de estruturas piramidais de controle (33,90%, 25% e 22,89%, na Noruega, Bélgica e Itália, respectivamente); a utilização de propriedade cruzadas é baixa (0,73%). Em relação à separação entre propriedade e controle, o maior acionista último, em média, detém 38,48% das ações com direito a voto e 34,64% do total de ações.

A Tabela 1, a seguir, é uma compilação dos dados acerca dos direitos de voto, direitos sobre o fluxo de caixa e relação entre direitos sobre o fluxo de caixa e direitos de voto das pesquisas de Claessens et al. (2000) (Painel A) e Faccio e Lang (2002) (Painel B).

As pesquisas apresentadas mostram que ao redor do mundo companhias sem um controlador definido é minoria (cerca de 1/3); as estruturas de propriedades geralmente apresentam um controlador (famílias são prevalentes). Isso sugere que o principal problema de agência ao redor do mundo é entre acionistas controladores e minoritários. A separação entre propriedade (direitos sobre o fluxo de caixa) e controle (direitos sobre ações com direito a voto) não é tão proeminente; o principal mecanismo utilizado para separar propriedade e controle é o uso de estruturas piramidais de controle.

Tabela 1 - Estrutura de propriedade e controle no mundo

País	VOTE	OWN	OWN/VOTE	n
<i>Painel A: Claessens et al. (2000, p. 100)</i>				
Hong Kong	28,08%	24,30%	0,882	330
Indonésia	33,68%	25,61%	0,784	178
Japão	10,33%	6,90%	0,602	1117
Coréia do Sul	17,78%	13,96%	0,858	211
Malásia	28,32%	23,89%	0,853	238
Filipinas	24,36%	21,34%	0,908	99
Cingapura	27,52%	20,19%	0,794	211
Taiwan	18,96%	15,98%	0,832	92
Tailândia	35,25%	32,84%	0,941	135
<i>Painel B: Faccio e Lang (2002, p. 392)</i>				
Áustria	53,52%	47,16%	0,851	95
Bélgica	40,09%	35,14%	0,779	120
Finlândia	37,43%	32,98%	0,842	119
França	48,32%	46,68%	0,930	604
Alemanha	54,50%	48,54%	0,842	690
Irlanda	21,55%	18,82%	0,811	68
Itália	48,26%	38,33%	0,743	204
Noruega	31,47%	24,39%	0,776	149
Portugal	41,00%	38,42%	0,924	86
Espanha	44,24%	42,72%	0,941	610
Suécia	30,96%	25,15%	0,790	244
Suíça	46,68%	34,66%	0,740	189
Reino Unido	25,13%	22,94%	0,888	1628
Nota: A tabela contém dados acerca das ações detidas pelo maior acionista último de diversos países. VOTE corresponde ao capital votante. OWN corresponde ao capital total. "n" representa as observações. As informações foram obtidas pela observação da estrutura direta e indireta das companhias. O método utilizado foi o do elo mais fraco da cadeia de participação. Claessens et al. (2000) estudou países do leste asiático. Faccio e Lang (2002) estudaram países da Europa Continental e Reino Unido.				

A partir da constatação que a configuração da estrutura de propriedade ao redor do mundo é concentrada e que o problema de agência prevalente é entre acionistas controladores e minoritários, pesquisas empíricas foram empreendidas relacionando estrutura de propriedade e valor entre países¹⁷. Nessas pesquisas, o foco geralmente recai sobre a participação dos

¹⁷ A relação entre estrutura de propriedade e valor já era amplamente estudada. Contudo, geralmente o ambiente da pesquisa era os EUA e o foco das pesquisas girava em torno do conflito de agência entre gestores e acionistas. Exemplos dessas pesquisas são: Morck, Shleifer e Vishny (1988), McConnell e Servaes e Demsetz e Lehn (1985). Morck et al. (1988) investigaram a relação entre a posse de ações pelos gestores e o valor de mercado das firmas; utilizaram dados de 1989 de 371 das 500 maiores companhias dos EUA. Os resultados indicaram que a relação entre estrutura de propriedade e valor da firma não é monotônica. Morck et al. (1988, p. 294) argumentaram, com base em Jensen e Meckling (1976), que quanto maior a posse de ações pelos gestores, maior será o incentivo para não desviarem recursos corporativos, em razão de sua riqueza também ser reduzida. Isso é

acionistas nos direitos sobre o fluxo de caixa (normalmente, aproximados pela participação no capital total) ou sobre a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa. O racional para tanto, conforme La Porta et al. (2002, p. 1148), é o seguinte: quanto mais direitos sobre o fluxo de caixa detiver o principal acionista/controlador, menor serão os incentivos para a expropriação dos minoritários e extração de benefícios do controle, tendo em vista que arcaria com grande parte dessa extração. A predição é quanto maior os direitos sobre os fluxos de caixa e/ou menor a divergência de direitos, maior o valor da empresa¹⁸. Pesquisas nesse sentido são La Porta et al. (2002), Claessens et al. (2002), Lins (2003), Laeven e Levine (2008) e Doidge, Karolyi, Lins, Miller e Stulz (2009)¹⁹.

Por meio de um modelo teórico e concomitante pesquisa empírica baseada em uma amostra de 539 firmas de 27 países, La Porta et al. (2002) estudaram os efeitos da proteção legal aos

chamado pelos autores de hipótese da convergência de interesses. Os resultados da pesquisa, em suma, indicaram haver relação positiva entre percentual de ações em posse dos gestores e valor da firma quando tal percentual varia entre 0% e 5%. A relação é negativa entre 5% e 25%. Após 25%, os resultados indicam haver relação positiva com o valor da firma. McConnell e Servaes (1990) investigaram a relação entre valor da firma, mensurado pelo Q de Tobin, e a estrutura de propriedade para uma amostra de 1.173 firmas para 1976 e 1.093 para 1986. Foi encontrada uma relação não linear entre as variáveis. Para baixos níveis de ações em posse dos gestores, a relação com o Q de Tobin foi positiva. A partir de certo percentual, a relação tornou-se negativa. Adicionalmente, os autores encontraram relação positiva e estatisticamente significativa entre Q de Tobin e percentual de ações em posse de investidores institucionais. Calcados em Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985) desafiaram a visão de que a estrutura de propriedade afeta o desempenho das firmas, pois, segundo eles, a configuração da estrutura de propriedade não é exógena, mas sim endogenamente determinada, como resposta ao ambiente contratual da firma. Para Demsetz (1983, p. 377), a estrutura de propriedade da firma como um resultado endógeno de um processo de maximização no qual é mais do que apenas acomodar o problema de desvio. Demsetz e Lehn (1985, pp. 1156-1161) discutem os potenciais determinantes da estrutura de propriedade das firmas. Os três principais elencados são: i) tamanho da firma; ii) ganhos potenciais de controle; e iii) regulação. Os autores utilizam dados de 511 empresas dos EUA para estudarem os determinantes da estrutura de propriedade. Como *proxy* de concentração de estrutura de propriedade, os autores utilizam dados dos cinco maiores e vinte maiores acionistas das companhias componentes da amostra. Ainda, os autores testaram o efeito da estrutura de propriedade sobre o desempenho mensurado com base em dados contábeis e não encontraram quaisquer relações estatisticamente significativas. O tamanho da firma apresentou relação negativa com a concentração de propriedade, assim como a regulação. Em relação ao potencial de controle, os autores o associam com instabilidade no mercado na qual a firma opera. Então, nos testes empíricos, os autores empregaram algumas medidas para captar essa instabilidade (por exemplo, desvio-padrão do retorno mensal das ações). Tal variável apresentou relação positiva com a concentração de propriedade.

¹⁸ Adams e Ferreira (2008) realizaram extenso levantamento acerca da literatura de divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa. Adams e Ferreira (2008, p. 77) mencionam que uma premissa comumente adotada em diversos sobre o desvio de direitos é que afetará negativamente o valor de mercado da firma em função de permitir ao controlador extrair benefícios privados do controle. Contudo, Adams e Ferreira (2008, p. 84) citam que os estudos empíricos a respeito dos efeitos da divergência de direitos sobre o valor das companhias não possuem uma conclusão unívoca. Frequentemente, os resultados são discordantes. Os autores afirmam que isto não deve ser visto como uma fraqueza da linha de pesquisa; a heterogeneidade dos resultados sugere que o assunto é complexo.

¹⁹ A pesquisa de Doidge et al. (2009) não estuda a relação entre estrutura de propriedade e valor diretamente, porém estuda os incentivos para companhias estrangeiras listarem suas ações nos EUA.

minoritários e o efeito dos direitos sobre o fluxos de caixa em posse dos controladores sobre o valor da firma. Os resultados confirmaram as previsões teóricas: baixa proteção aos investidores é relacionada com menor valor das empresas; e quanto maior o percentual de direitos sobre o fluxo de caixa em posse do controlador, maior o valor das empresas, especialmente em países com baixa proteção legal.

Claessens et al. (2002) investigaram duas características da estrutura de propriedade sobre o valor da firma. Uma das características foi a concentração de direitos de voto em posse do maior acionista último, utilizada como *proxy* de entrenchamento. A outra foi a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa também em posse do maior acionista último, utilizada como *proxy* de incentivo para alinhamento de interesses entre o maior acionista último e os demais acionistas. Duas hipóteses foram testadas no estudo. A primeira é que a maior concentração de direitos de fluxo de caixa em posse do maior acionista os incentiva a buscar melhor desempenho da companhia. Então, quanto maior a posse de direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último, maior o valor da companhia. A segunda hipótese refere-se aos direitos de voto. Quanto maior o direito a voto em posse do maior acionista, maior a possibilidade de entrenchamento e risco de expropriação dos minoritários. O problema de agência será ainda mais pronunciado quando houver diferença elevada entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa, porque os efeitos da redução do valor da companhia em razão da extração de benefícios afetarão menos o maior acionista ou controlador. A pesquisa foi conduzida com dados de companhias do leste asiático (1.301 firmas): Hong Kong, Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Cingapura, Taiwan e Tailândia. (1301 firmas). Os resultados indicaram que a concentração de direitos de voto e divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa pelo maior acionista último afetaram negativamente o valor da companhia. Por outro lado, quanto maior a posse de direitos sobre o fluxo de caixa pelo maior acionista último, maior o valor da companhia.

Lins (2003) investigou se as ações em posse dos gestores ou grandes acionistas ligados ao bloco controlador relacionam-se com o valor da firma. O estudo foi conduzido com base em 1443 firmas de 18 países emergentes (inclusive o Brasil) e valeu-se de dados de 1995. Lins (2003, p. 160) menciona que em grande parte do mundo a divergência de direitos ocorre por meio de estruturas piramidais e que países emergentes são um excelente laboratório para estudar os efeitos da estrutura de propriedade sobre o valor pelos seguintes motivos: i) extensa

presença de pirâmides; ii) baixa proteção legal; e iii) mercado de controle corporativo pouco desenvolvido. Os principais resultados da pesquisa foram os seguintes: i) quando o grupo de controle formado pelos gestores possui excesso de votos em relação ao fluxo de caixa, os autores encontraram que o valor da firma é menor; ii) em relação ao resultado anterior, quando há a presença de um bloco de acionista não ligado à gestão/controlado, o efeito negativo tende a desaparecer; e iii) o efeito da divergência de direitos e da posse de ações nas mãos dos acionistas não ligados à gestão depende do nível de proteção legal do país (a divergência de direitos afeta mais negativamente o valor em países com baixa proteção legal e o mesmo vale para o efeito do bloco de controle formado por acionistas não ligados à gestão/controlado).

Laeven e Levine (2008) estudaram companhias com estruturas de propriedade formadas por vários grandes acionistas, que os autores chamaram de complexas. No estudo, um grande acionista foi definido como aquele que possui 10% ou mais de ações votantes, direta ou indiretamente. Laeven e Levine (2008, p. 585) argumentam que um investidor com substancial direito de controle detém a capacidade de desviar recursos corporativos para benefício próprio. No entanto, esse desvio poderá ser refletido nos resultados da investida e isso poderá reduzir o lucro disponível para distribuição de dividendos. Se esse proprietário possuir baixo direitos de fluxo de caixa, os custos do desvio serão pequenos. Assim, a diferença entre direito de controle e fluxo de caixa provê informações acerca da capacidade e incentivos para a expropriação dos recursos corporativos. Alta divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa pode ser indício de inclinação para desvio de recursos corporativos. Os autores testaram a hipótese de se os investidores avaliam firmas com múltiplos grandes acionistas diferentemente de firmas dispersas ou com um controlador definido. Bennedsen e Wolfenzon (2000) foram a principal referência teórica para o estudo.

No modelo teórico de Bennedsen e Wolfenzon (2000), quando os direitos sobre o fluxo de caixa não forem distribuídos de maneira equitativa entre os grandes investidores, há maior probabilidade de que o controle seja exercido com baixo investimento em direitos de fluxo de caixa, que aumentaria a probabilidade de extração de benefícios privados do controle. Isso reduziria o valor da companhia. Em termos empíricos, Laeven e Levine (2008) operacionalizaram a distribuição não equitativa dos direitos dos fluxos de caixa dos grandes acionistas observando a diferença entre os direitos dos fluxos de caixa dos dois maiores acionistas. A pesquisa foi conduzida com base em dados de companhias abertas europeias,

especificamente dos seguintes países: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido. Os dados de estrutura de propriedade foram coletados para algum momento entre 1996 e 1999. Segundo Laeven e Levine (2008), estruturas de propriedade formadas por grandes acionistas são prevalente na Europa (34% de 1.657 companhias possuíam dois ou mais grandes acionistas). Os resultados indicaram que quanto maior a diferença entre os direitos de fluxo de caixa entre o maior e segundo maiores acionistas, menor o valor da firma. Em linha com La Porta et al. (2002) e Claessens (2002), também encontraram que quanto maior os direitos de fluxo de caixa do maior acionista, maior o valor o da companhia.

Doidge et al. (2009) investigaram a influência dos benefícios privados do controle sobre a decisão de companhias estrangeiras listarem suas ações nos EUA. As *proxies* de benefícios privados do controle foram o direito de voto e a divergência entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa do maior acionista último. Os autores utilizaram dados das pesquisas de Faccio e Lang (2002), Claessens et al. (2000) e Lins (2003). Foram utilizados dados de 4.516 empresas de 31 países (28 companhias brasileiras constam da pesquisa). O período de dados foi de 1995 a 1996. A hipótese dos autores foi que empresas estrangeiras nas quais os controladores possuíssem maiores benefícios privados do controle (menor percentual de direitos de voto e maior divergência de direitos) apresentariam menor probabilidade de listarem suas ações nos EUA, pois esses acionistas perderiam parte de seus benefícios, em razão de restrições diretas (por exemplo, necessidade de incremento nas práticas de *disclosure* e governança corporativa) e indiretas (por exemplo, mais analistas acompanhando as empresas). A hipótese foi confirmada.

As considerações e estudos empíricos apresentados auxiliam na compreensão da relevância da estrutura de propriedade para a definição dos principais problemas de agência a que as companhias estão submetidas. Na subseção seguinte o objetivo é apresentar um breve panorama acerca da estrutura de propriedade no Brasil.

2.2.2 Caracterização da estrutura de propriedade no Brasil

No Brasil, a concentração de direitos de votos e a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa são elevadas, conforme a Tabela 2, elaborada com base em uma série de estudos acerca da configuração ou efeitos da estrutura de propriedade no Brasil.

Tabela 2 - Estrutura de propriedade e controle no Brasil de 1996 a 2006 baseada nos estudos

Ano	Valadares e Leal (2000 p.23)		Leal et al. (2002, p. 15)		Aldrighi e Mazzer Neto (2005, p. 130)		Leal e Silva (2006 p. 306)		Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 139)		Okimura et al. (2007, p. 129)		Leal e Silva (2008, p. 303)		Bortolon (2010, p. 92)	
	VOTE	OWN	VOTE	OWN	VOTE	OWN	VOTE	OWN	VOTE	OWN	VOTE	OWN	VOTE	OWN	VOTE	OWN
1996	44%	32%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1997	-	-	-	-	-	-	-	-	69,10%	44,50%	-	-	-	-	-	-
1998	-	-	48%	33%	-	-	63,60%	39,27%	70,50%	45,70%	75,70%	52.00%	-	-	-	-
1999	-	-	-	-	-	-	-	-	71,60%	46,30%	75,50%	53.50%	-	-	-	-
2000	-	-	-	-	-	-	65,24%	41,51%	70,40%	46,40%	76,10%	54.00%	-	-	-	-
2001	-	-	-	-	76,94%	52,64%	-	-	70,70%	47,10%	77,30%	54.60%	-	-	-	-
2002	-	-	-	-	-	-	65,24%	42,43%	72,00%	48,10%	76,20%	54.60%	65,54%	42,43%	-	-
2003	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2004	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	49,66%	34,59%
2005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	46,36%	32,70%

Nota: A tabela compila resultados a respeito da estrutura de propriedade de diversas pesquisas feitas no Brasil, com dados de 1996 a 2006. VOTE corresponde ao capital votante e OWN corresponde ao capital total. Os dados consideram a estrutura direta e indireta do maior acionista da companhia. Valadares e Leal (2000) utilizam uma amostra de 325 empresas. Leal et al. (2002) utilizam uma amostra de 225 empresas. Aldrighi e Mazzer Neto (2005) valem-se de uma amostra de 602 companhias abertas listadas e não listadas em bolsa. Leal e Silva (2006) utilizam uma amostra de 690 observações. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) fazem os cálculos com base em uma amostra de 4478 companhias abertas listadas e não listadas em bolsa. Okimura et al. (2008) utilizam 891 observações. Leal e Silva (2008) coletam dados para 214 empresas. Bortolon (2010) utiliza uma amostra de 528 observações.

Os dados constantes da Tabela 2 mostram que os direitos de voto variam de 44% (Valadares & Leal, 2000), 1996, até 77,30% (Okimura et al. 2007), em 2001. A divergência média entre os direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa (VOTE – OWN) varia de 12% Valares & Leal (2000), em 1996, até 25,30% (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007), em 1999. Apesar de divergências metodológicas para aferição dos direitos de voto e fluxo de caixa, as pesquisas convergem quanto ao fato de no Brasil o principal problema de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários.

A Lei 6.404/76²⁰, que dispõe sobre as Sociedade por Ações, permite tais sociedade emitirem ações com e sem direito a voto²¹; a proporção de ações sem direito a voto é de no máximo 50% do total de ações emitidas²², sendo que as ações sem direito a voto (preferenciais) terão preferências ou vantagem no recebimento de dividendos ou reembolso do capital²³. Esse é um dos motivos que explicam a divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa no Brasil. Com a criação dos segmentos diferenciados em termos de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) pela BM&FBovespa, houve efeitos sobre a estrutura de propriedade das companhias (Gorga, 2009), principalmente porque as companhias listadas no Novo Mercado não podem ter duas espécies de ações na composição de seu capital, apenas ações com direito a voto; companhias listadas no Nível 2 podem ter duas espécies de ações, contudo as ações preferenciais adquirem direitos de voto em situações especiais (fusões, incorporações e cisões, por exemplo).

Pesquisas sobre estrutura de propriedade no Brasil podem ser divididas genericamente em três grupos²⁴: a) estudos que visaram a caracterizar a estrutura de propriedade no Brasil; b) pesquisas que visaram a compreender os determinantes de alguma característica da estruturas de propriedade; e c) estudos que visaram a aferir o efeito da estrutura de propriedade sobre

²⁰ A Lei 6.404/76 constitui-se no principal documento legal acerca do governo das sociedades por ações abertas ou fechadas, além de contar disposições contábeis.

²¹ Parágrafo segundo, Art. 15, da Lei 6.404/76.

²² Até a Lei 10.303/01, a proporção máxima era de 2/3 do total de ações emitidas.

²³ Art. 17, da Lei 6.404/76.

²⁴ Na década de 90 pesquisas já discutiam temáticas ligadas à estrutura de propriedade. Entre esses estudos, podem ser citados os de Procianny (1994), que estudou o conflito de agência existente entre os controladores/gestores e os acionistas minoritários; a política de dividendos das empresas no período de 1987 a 1992 foi o meio utilizado para tanto, aproximada pelo nível de *payout*; Siffert Filho (1998), que estudou as mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não financeiras da economia brasileira, de 1990 a 1007; e Siqueira (1998) que analisou os determinantes da estrutura de propriedade e o efeito da estrutura sobre o desempenho

outra variável, como valor ou desempenho. Como exemplo de pesquisas do primeiro grupo podem ser citadas as de Valadarel e Leal (2000), Leal et al. (2002), Aldrighi e Mazzer Neto (2005, 2007) e Gorga (2009). Exemplos de pesquisas do segundo grupo são as de Silveira, Barros e Famá (2008), Bortolon (2010) e Aldrighi e Postali (2011). Quanto ao terceiro grupo, exemplos são Silveira, Lanzana, Barros e Famá (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Leal e Silva (2008).

Em relação ao primeiro grupo de pesquisas, Valadares e Leal (2000), com dados de 325 companhias listadas em bolsa referentes ao ano de 1996, identificaram que, em média, o maior acionista último, levando-se em conta as participações indiretas, detinham 44% do capital votante e 32% do capital. Das companhias em que havia um controlador (62% do total), a participação no capital votante era de 51% e a participação no capital total era de 35%. Os autores também analisaram as estruturas indiretas de propriedade e concluíram que o uso desse tipo de estrutura não tinha como objetivo expropriar os demais acionistas por meio do aumento da divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa.

Leal et al. (2002), com dados de 225 companhias listadas em bolsa referentes ao ano de 1998, também analisaram a estrutura indireta de propriedade das companhias. Em média, o maior acionista último possuía participação de 48% do capital votante e 33% do capital total. Em relação às companhias que possuíam um controlador (69%), a participação no capital votante em média era de 55% e no capital total de 37%. Das companhias em que havia um controlador, havia participação indireta em, aproximadamente, 78%.

Aldrighi e Mazzer Neto (2005, 2007) também são exemplos de trabalho que visaram a traçar um panorama em relação à estrutura de propriedade e controle. Em razão da maior abrangência, aqui são apresentados alguns resultados de Aldrighi e Mazzer Neto (2007). Os autores analisaram a estrutura direta e indireta de companhias abertas listadas e não listadas em bolsa, a fim de identificar o maior acionista último. O estudo contou com um total de 4.487 observações e o período abrangeu dados de 1997 a 2002. Em 54,7% das companhias o maior acionista último era uma família ou indivíduo e em 18,4% era um estrangeiro. A média dos direitos de voto foi de 72,9% e a média dos direitos de fluxo de caixa era de 51,6%, implicando em um desvio de direitos médio de 21,30%. Em cerca de 77,6% das companhias havia um controlador. Havia emissão de ações preferenciais em 72,20% das companhias

abertas. Quanto às estruturas piramidais, a ocorrência foi de 50,50% da amostra. O número médio de intermediários entre a companhia aberta e o maior acionista último era de 2,06 (para as companhias com estruturas piramidais). Por fim, em 14,5% havia acordo entre os acionistas.

Com dados referentes ao exercício social de 2006 e 339 companhias listadas em bolsa, Gorga (2009) fez extensa pesquisa acerca da estrutura de propriedade e controle no Brasil. A conclusão central da autora foi que há tendência de desconcentração da estrutura de propriedade no Brasil. A autora segregou as análises de acordo com os segmentos de listagem e analisou tanto a estrutura direta como indireta de propriedade. Em todos os segmentos, na maioria das companhias o maior acionista último era uma família ou indivíduo. Em 69% da amostra havia companhias que emitiam ações sem direito a voto e em 66% havia a presença de participações por meio de estruturas piramidais. Gorga (2009, pp. 472-475) também mencionam que os acordos entre acionistas são relativamente comuns.

Quanto aos determinantes da estrutura de propriedade, Silveira et al. (2008) investigaram os se os atributos corporativos ou setoriais afetam a concentração dos direitos de voto e dos direitos sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores das companhias abertas brasileiras, entre os anos de 1998 a 2002. Os estudo utilizou 152 empresas na estimação das regressões. Entre os atributos corporativos, foram estudados, por exemplo: natureza da operação, porte, desempenho, setor, nível de *payout*, taxa de investimento, fluxo de caixa livre, risco idiossincrático e tipo de acionista controlador. Os resultados indicaram não haver relação entre os atributos corporativa analisados e a configuração da estrutura de propriedade quanto à concentração de direitos de votos e dos direitos sobre o fluxo de caixa. Para os autores, a estrutura de propriedade é provavelmente mais influenciada pelo ambiente institucional, pela história das empresas e por suas características próprias do que outros atributos corporativos observáveis.

Bortolon (2010) investigou os determinantes da estrutura de controle por meio de pirâmides societárias. Foram estimadas regressões tendo o desvio de direito, os níveis da pirâmide até o acionista último e se a companhia possui ou não pirâmides como variáveis dependentes. Os dados utilizados referiram-se a 2004 e 2006. A amostra perfiz 271 (2004) e 257 (2006) empresas. Aproximadamente 77% das companhias da amostra apresentaram estruturas de

propriedades com participações societárias por meio de pirâmides. O número médio de níveis entre a companhia listada e o maior acionista último foi de 2,90 e 3,04, em 2004 e 2006, respectivamente. Os resultados indicaram que: i) quanto maior o nível da pirâmide, maior o desvio de direitos; ii) o tamanho da empresa apresenta relação positiva com os níveis das pirâmides; iii) quanto maior o desvio de direito maior a probabilidade de existirem estruturas piramidais de participação; iv) os pagamentos de dividendos e impostos aumentam a probabilidade de ocorrência de estruturas piramidais; e v) empresas controladas pelo governo apresentam menor probabilidade de serem estruturadas por meio de pirâmides.

Aldrighi e Postali (2011) estudaram problemática semelhante a de Bortolon (2010): determinantes das estruturas piramidais de controle. Os autores valeram-se de um base de dados de companhias abertas listadas e não listadas em bolsa, constituída por 3721 observações, de 1997 a 2002. O objetivo dos autores consistiu em identificar se havia indícios de que as estruturas piramidais de controle eram constituídas com o intuito de expropriação dos acionistas minoritários. As variáveis independentes utilizadas foram: i) percentual de ações sem direito a voto; ii) variável binária que assumiu valor 1 quando a parcela de ações sem direito a voto era superior a 60%; iii) retorno sobre ativo; iv) tamanho da empresa; v) grau de endividamento; e vi) variável binária para indicar se a companhia aberta era ou não listada em bolsa. Os resultados não indicaram haver relação entre estruturas piramidais de controle e expropriação dos minoritários.

Quanto aos estudos que visaram a estudar a relação entre estrutura de propriedade e valor e desempenho, Silveira et al. (2004) estudaram se a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa afetam o valor da companhia. A hipótese dos autores foi que quanto maior a diferença entre o direito de voto do acionista controlador e seu direito sobre o fluxo de caixa, maior o potencial de expropriação dos minoritários e, consequentemente, pior a avaliação da empresa pelo mercado. Os dados compreendem 153 empresas, com dados coletados de 1998 a 2002. Os percentuais de ações ordinárias e participação no capital total foram coletados com base na estrutura direta de propriedade. Os resultados foram inconclusivos, pois em grande parte das especificações os coeficientes não apresentaram significância estatística.

Okimura et al. (2007) estudaram o efeito da identidade do controlador, da concentração de direitos de votos e da divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa sobre o desempenho operacional e valor das companhias. O período de dados foi de 1998 a 2002 e foram empregadas 891 observações (194 companhias diferentes) nos testes empíricos. A identidade dos acionistas controladores apresentou efeito positivo estatisticamente significativo apenas no caso de controle privado estrangeiro ou privado nacional. A concentração de direitos de votos apresentou relação quadrática negativa com o valor da empresa, sugerindo que a concentração de direitos de voto apresenta benefícios e custos quanto ao valor da companhia. A divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo apresentou relação negativa com valor, mas relação positiva com desempenho operacional.

Leal e Silva (2008) investigaram os efeitos da estrutura de propriedade, mais especificamente o percentual de direitos de voto, sobre o desempenho, mensurado pelo Q de Tobin e retorno sobre o ativo. Os autores empregaram testes de diferenças de médias para avaliar a relação e valeram-se de uma amostra de 240, 236 e 214, para os anos de 1998, 2000 e 2002, respectivamente. Os resultados indicaram que a presença de um controlador não apresenta relação negativa com o desempenho. Contudo, a presença de estruturas indiretas de controle é vista como negativa. Em firmas nas quais os controladores detêm controle direto, mas que indiretamente o controle torna-se compartilhado, apresentaram relação positiva com o desempenho. Dois pontos merecem destaque na pesquisa. O primeiro diz respeito à categorização da estrutura de propriedade feita pelos autores, pois faz sentido pensar que, pelas sugestões teóricas, os acionistas minoritários tendam, pelo menos no Brasil, a serem mais expropriados quando a presença de um controlador é acompanhada de estruturas que aumentem a separação entre controle e propriedade e isso não ocorre homogeneamente entre as estruturas; os autores levaram isso em consideração. Ademais, os autores consideram na metodologia de cálculo dos direitos de voto a presença de acordo entre acionistas. Dado que esse é um traço relevante (os autores citam que 20% da amostra total, aproximadamente, faz uso desse tipo de contrato), desconsiderá-lo levaria à subestimação da concentração de controle no Brasil.

De maneira geral, as pesquisas apresentadas permitem concluir o principal problema de agência no Brasil ocorre entre acionistas controladores e minoritários, em função da alta concentração de direitos de votos e divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo

de caixa, variável amplamente empregada em estudos empíricos como uma *proxy* de benefícios privados do controle. É salutar mencionar o prognóstico de Gorga (2009) quanto à tendência de desconcentração, principalmente para as companhias listadas no Novo Mercado. Pelo fato de as composições das estruturas de propriedades serem relativamente estáveis, é provável que essa tendência se desenvolva lentamente. No capítulo 4 são apresentados alguns dados para os anos de 2010 a 2013 coletados para a consecução dessa pesquisa e que mostram ainda ser alta a concentração de direitos de voto e divergência de direitos no Brasil.

Na próxima seção é apresentada a motivação teórica para estudar os potenciais efeitos da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil, bem como evidências empíricas dessa relação. Além disso, evidências empíricas abrangentes da relação entre estrutura de propriedade e contabilidade são discutidas.

2.3 Influência da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil

2.3.1 Argumentos teóricos

O objetivo dessa subseção é expor a motivação teórica para fundamentar o estudo dos efeitos da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil. Não há pesquisas analíticas específicas que fundamentem a relação entre as variáveis, mas há sugestões teóricas a esse respeito.

Jensen e Meckling (1976) modelaram o relacionamento de agência baseado na estrutura de propriedade das companhias, especificamente na separação entre propriedade e controle. Os autores demonstraram que essa separação gera conflitos de interesse entre agente e principal. La Porta et al. (1997), La Porta et al. (1998), La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) e Faccio e Lang (2002) acrescentam, empiricamente, poderanças relevantes nesse relacionamento. Em conjunto, esses autores apresentaram evidências de que o principal problema de agência ao redor do mundo ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Esse problema quando combinado com ambientes de baixa proteção legal aos acionistas e divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa tende a

exacerbar os riscos de expropriação dos acionistas minoritários. La Porta et al. (2002), Claessens et al. (2002) e Lins (2003) apresentaram evidências dos efeitos negativos da separação entre propriedade e controle sobre o valor das companhias ao redor do mundo.

La Porta et al. (1998, p. 1150) mencionam que em países nos quais haja alta concentração de propriedade e baixa utilização do mercado de ações a informação contábil tende a ser menos demandada. Os autores comentam que a causalidade nesse caso é que a aplicação adequada dos padrões contábeis pode ser afetada pela concentração da estrutura de propriedade. Nesse sentido, Fan e Wong (2002, p. 408) expõem que em razão de a estrutura de propriedade guardar direta relação com os problemas de agência das firmas, também impactará o processo de elaboração das demonstrações financeiras. Quando o controlador é entrincheirado pelo seu poder de voto e há desvios de direito, a credibilidade dos controladores será reduzida. Dessa forma, os investidores externos não levaram tanto em consideração os resultados contábeis. Assim, a perda da credibilidade irá reduzir a informatividade dos números contábeis.

Armstrong, Guay e Weber (2010, pp. 210-212) ponderam que a presença de um controlador gera potenciais conflitos de agência com os minoritários. Geralmente, prosseguem eles, acionistas controladores são associados com baixos problemas de agências com gestores e conselheiros. Como resultado, a demanda por informações contábeis de alta qualidade para o monitoramento dos gestores parece ser menos relevante. No entanto, pode ser que os acionistas controladores comprometam-se em divulgar dados contábeis de alta qualidade justamente para diminuir o custo de monitoramento por parte dos minoritários, além de sinalizar que não têm a intenção de expropriá-los. Para o autor, a questão de se estruturas de propriedade com acionistas controladores utilizam as demonstrações financeiras como uma ferramenta para restringir a possibilidade de extração de benefícios privados do controle ou se utilizam as demonstrações financeiras de maneira a criar distorções no ambiente informacional para facilitar a extração de benefícios privados está em aberto, em linha com os argumento de Wang (2006) e Hope (2013).

Nesse sentido, Haw et al. (2004, p. 429) explicam que em companhias nas quais haja um controlador, é provável que as perdas não sejam incorporadas tempestivamente ao resultado, porque esse tipo de acionista detém acesso privilegiado à gestão e, portanto, a assimetria informacional acerca do desempenho da companhia pode ser resolvida por outros canais além

das demonstrações financeiras publicadas. Para os autores, a não incorporação tempestiva e assimétrica das perdas ao resultado, uma característica do conservadorismo, diminui a capacidade de os investidores externos monitorarem a gestão/controladores. Os autores afirmam que os efeitos dos controladores sobre o conservadorismo contábil representam uma frutífera avenida de pesquisas.

Watts (2003a), Ball e Shivakumar (2005) e LaFond e Roychowdhury (2008) argumentam que o conservadorismo é um mecanismo de governança corporativa que ajuda a mitigar os problemas de agências decorrentes da separação entre propriedade e controle. Assim, é de se esperar que a estrutura de propriedade, um elemento fundamental para compreensão dos problemas de agência, influencie o reconhecimento assimétrico de perdas.

A fim de corroborar a proeminência da relação, as duas subseções seguintes apresentarão evidências empíricas quanto ao efeito da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo, de maneira específica, e a informação contábil, de maneira mais ampla, respectivamente.

2.3.2 Evidências empíricas específicas: estrutura de propriedade e conservadorismo

A subseção anterior apresentou os principais argumentos teóricos para o estudar o efeito da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil. Na Introdução dessa pesquisa já foram apresentados brevemente os principais achados das pesquisas que estudaram a relação. Aqui, o objetivo é apresentar mais amplamente as pesquisas de LaFond e Roychowdhury (2008), Shuto e Takada (2010), Kung et al. (2010), Sánchez et al. (2011), Ramalingegowda e Yu (2012), Haw et al. (2012), Cullinan et al. (2012), Chan e Hsu (2013), Cheng et al. (2013), Yu (2013), Chen et al. (2013), Lin (2014) e, no Brasil, Sarlo Neto et al. (2010).

As pesquisas de LaFond e Roychowdhury (2008), Ramalingegowda e Yu (2012), Cheng et al. (2013), Yu (2013), Chen et al. (2013) e Lin (2014) foram feitas nos EUA.

LaFond e Roychowdhury (2008) examinaram se a demanda por conservadorismo contábil é maior quando a separação entre propriedade e controle é mais pronunciada. Para mensurar a

separação, os autores utilizaram o percentual de ações em posse do CEO e dos cinco principais diretores. Nos testes de robustez, também foi utilizada a quantidade de ações em posse dos membros do conselho de administração (nesse caso, a amostra foi de 6.075 observações, de 2001 a 2004) e um indicador que capturou se o CEO era ou não o fundador da companhia. Para identificar os diretores mais importantes, os autores utilizaram a remuneração dos diretores. Foram utilizadas 14.786 observações, de 1994 a 2004. A *proxy* de conservadorismo contábil empregada foi a Regressão Reversa entre Lucro e Retorno, de Basu (1997). Ademais, a modificação no modelo de Basu (1997) proposta por Roychowdhury e Watts (2007) foi implementada. As variáveis de controle empregadas foram: tamanho, endividamento, *market-to-book ratio* e risco de litígio.

LaFond e Roychowdhury (2008, pp. 107-111) testaram a seguinte hipótese: o conservadorismo contábil será utilizado como uma ferramenta de governança corporativa em situações nas quais os problemas de agência sejam mais proeminentes. Em outras palavras, quanto maior for a separação entre propriedade e controle, maior será a demanda por conservadorismo contábil. Os autores utilizaram quatro métricas (duas nos testes principais e duas nos testes de robustez) para aferir a separação entre propriedade e controle. Independentemente da variável, dos resultados indicaram que quanto maior a separação entre propriedade e controle, maior a demanda por conservadorismo contábil. Em suma, os resultados confirmaram a hipótese dos autores de quanto maior os problemas de agência, maior o reconhecimento assimétrico de perdas.

Ramalingegowda e Yu (2012) examinaram a relação entre a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias e conservadorismo contábil. Os autores basearam-se em Ball (2001) e Watts (2003a) para propor o estudo da relação. Outros dois trabalhos-chave para a pesquisa foram os de LaFond e Roychowdhury (2008) e LaFond e Watts (2008). Ramalingegowda e Yu (2012, pp. 98-99) estudaram os investidores institucionais em razão de, segundo eles, se o conservadorismo contábil provê algum tipo de benefício de governança, é mais provável que os investidores institucionais o compreendam.; assim, espera-se que esse tipo de investidor demande demonstrações contábeis conservadoras dos gestores. Por outro lado, é provável que esse tipo de investidor tenha acesso privilegiado a essas informações. Por exemplo, podem depender menos dos números contábeis para

monitorarem a gestão. Nesse caso, o efeito sobre o conservadorismo seria nulo. Os autores mencionam que o efeito dos investidores institucionais sobre o conservadorismo é ambíguo.

Ramalingegowda e Yu (2012) classificaram os investidores institucionais em diferentes categorias, a fim de captar o provável grau de monitoramento exercido. As categorias foram estabelecidas observando o seguinte comportamento dos investimentos e carteiras dos institucionais: i) baixa taxa de alteração das posições de investimento e baixa diversificação; ii) alta taxa de alteração das posições de investimento de alta diversificação; e iii) baixa taxa de alteração das posições de investimento e alta diversificação. Os investidores classificados no grupo “i” provavelmente exercerão maior monitoramento dos que os demais grupos de institucionais. Foram utilizadas duas métricas para mensurar conservadorismo, ambas ancoradas em Basu (1997): i) Regressão Reversa entre Lucro e Retorno; e ii) Componentes Transitórios dos Lucros. As seguintes variáveis de controle foram utilizadas: i) percentual de ações em posse do CEO; ii) desvio-padrão calculado com base nos retornos diários das ações; iii) idade; iv) tamanho; v) *market to book*; vi) endividamento; e vii) risco de litígio. O período de dados foi de 1995 a 2006 e 16.911 observações foram empregadas. Em síntese, os resultados indicaram que a alta propriedade de ações por investidores institucionais do grupo “i” apresentou relação positiva com o conservadorismo. Ainda, a relação foi mais forte para companhias com altas oportunidades de crescimento e alta assimetria de informação. Ademais, testes com base nas alterações das participações dos institucionais classificados no grupo “i” geraram efeitos no conservadorismo. Aumento da participação em t-1 levou a incremento do conservadorismo em t.

De maneira similar a Ramalingegowda e Yu (2012), Lin (2014) investigou o efeito dos investidores institucionais sobre o conservadorismo contábil e também os separou conforme suas características de investimento. O estudo contou com uma amostra de 26.507 observações (3.623 companhias), de 1996 a 2006. Para mensurar o conservadorismo, o autor utilizou o modelo de regressão reversa de Basu (1997). As variáveis de controle utilizadas foram: *market to book*, endividamento, tamanho e risco de litígio. Os resultados foram os mesmos de Ramalingegowda e Yu (2012): quanto maior a quantidade de ações em posse de investidores institucionais com horizonte de longo prazo, maior a presença de conservadorismo condicional; por outro lado, quanto maior as ações em posse de investidores institucionais de curto prazo, menor a presença de conservadorismo condicional.

Cheng et al. (2013) estudaram se o investimento de *hedge funds* nas empresas aumenta o conservadorismo condicional. O período de dados foi de 1994 a 2005. Para o período, os autores estudaram 926 eventos de compras de ações por 237 *hedge funds* classificados como ativistas. Os autores testaram a hipótese de que *hedge funds* ativistas demandam conservadorismo das firmas nas quais investem. Os autores vincularam o relacionamento dos *hedge funds* ao conservadorismo por meio da presunção que essa característica da informação contábil permite aos investidores acesso tempestivo ao desempenho da empresa e, conseqüentemente, dos gestores. A síntese dos argumento do trabalho é a seguinte: conservadorismo condicional tende a auxiliar os *hedge funds* a incrementar o monitoramento, reduzir riscos de superavaliação do patrimônio líquido e incrementar o valor das investidas. A Regressão Reversa entre Lucro e Retorno, de Basu (1997) foi utilizada como métrica de conservadorismo. Os resultados indicaram aumento significativo no conservadorismo condicional após o investimento de *hedge funds*, quando tais investimentos eram relativamente grandes e o tempo de investimento foi maior do que um ano.

Chen et al. (2013) estudaram o efeito das ações em posse das famílias fundadoras sobre o conservadorismo contábil. Os autores argumentaram que em razão de as famílias fundadoras geralmente possuírem participação substancial no capital, longo horizonte de tempo de investimento e reduzida diversificação em sua carteira de investimentos, conflitos de agência e riscos de litígios tendem a reduzir a riqueza da família pelo desconto no preço das ações e aumento no custo de captação, pelos demais acionistas e credores, respectivamente; a fim de mitigar esses custos de agência, esse tipo de acionista teria incentivos para produzir informações contábeis mais conservadoras. Os autores utilizaram no estudo apenas companhias nas quais o CEO não pertencia à família, estratégia foi adotada para evitar que os resultados conflitassem com LaFond e Roychowdhury (2008). O período de dados da pesquisa foi de 1996 até 2005 e incluiu 8.264 observações. A *proxy* de conservadorismo utilizada foi de Givoly e Hayn (2000): *Accruals* não Operacionais. Os resultados indicaram que companhias nas quais a família fundadora detinha ações apresentaram maior nível de conservadorismo; resultado que confirmou a hipótese dos autores.

Yu (2013) estudou o efeito de grandes acionistas não vinculados ao bloco de controle sobre o conservadorismo condicional. A pesquisa utilizou 7.649 observações e o período de dados de 1996 a 2001. A argumentação central do autor foi que esse tipo de investidor provavelmente

representa o interesse dos demais investidores e menos provavelmente os expropriarão. As métricas de conservadorismo empregadas foram calculadas em Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). As variáveis de controle empregadas pelo autor foram: *market to book*, endividamento e tamanho. Os resultados sugeriram haver relação positiva entre a presença de grandes acionistas não vinculados ao bloco de controle e conservadorismo. O resultado contribui com estudos acerca da demanda dos investidores por conservadorismo, por exemplo Ramalingegowda e Yu (2012), ao sugerir que acionistas não vinculados ao bloco de controle são uma importante classe de investidores a demandar conservadorismo.

Na Ásia, Shuto e Takada (2010), Kung et al. (2010), Cullinan et al. (2012), Chan e Hsu (2013) empreenderam pesquisas a respeito da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo.

A pesquisa de Shuto e Takada (2010) guarda estreita relação com LaFond e Roychowdhury (2008), porém em um ambiente com características de estrutura de propriedade distintas dos EUA: Japão. Por meio de 27.448 observações e um período de dados de 1991 a 2005, os autores investigaram o efeito da posse de ações pelos membros da administração sobre o conservadorismo contábil. Os membros da administração estudados foram os integrantes do conselho de administração. Para mensurar conservadorismo, foi empregado o modelo de Regressão Reversa entre Lucro e Retorno, de Basu (1997). Também utilizaram o modelo de Basu (1997) modificado pela sugestão de Roychowdhury e Watts (2007). A variável de estrutura de propriedade, ações em posse dos membros do conselho, foi incluída no modelo em sua forma linear, em sua forma quadrática e em sua forma cúbica. Ainda, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: *market to book*, endividamento e tamanho da firma. Na argumentação teórica do estudo, Shuto e Takada (pp 5-8) associaram baixos e altos níveis de ações em posse dos conselheiros com o alinhamento de interesses em relação aos demais acionistas. Para níveis intermediários, a associação foi com a possibilidade de entrenchamento. O racional dos autores para relacionar estrutura de propriedade com conservadorismo foi a seguinte: quanto maiores os problemas de agência, maior a demanda por conservadorismo contábil. Os resultados confirmaram a argumentação teórica dos autores. Foram obtidas evidências de que em baixos e altos níveis de ações em posse dos conselheiros a relação com o conservadorismo contábil foi negativa. Contudo, em níveis intermediários, a relação foi positiva.

Na China, Kung et al. (2010) testaram o efeito da concentração de propriedade sobre o conservadorismo. A amostra utilizada foi de 7.353 observações e o período de 1994 a 2003. Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) foram utilizados para mensurar conservadorismo. Os resultados indicaram que as companhias com estruturas de propriedade mais concentradas tendem a apresentar menores níveis de reconhecimento assimétrico de perdas. A explicação dos autores é que esse tipo de companhia depende menos das informações contábeis publicadas, por isso pode haver menor demanda para o reconhecimento assimétrico de perdas.

Cullinan et al. (2012) estudaram, no mercado chinês, os efeitos da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil. O período de dados foi de 2007 a 2009 e compreendeu 2.195 observações. As hipóteses testadas foram as seguintes: i) conservadorismo contábil é negativamente relacionado com o grau de influencia exercido pelo maior acionista, mensurado pelo percentual de ações em sua posse; ii) conservadorismo contábil é negativamente relacionado com a presença de um acionista controlador; iii) a presença de outro grande acionista, além do maior, reduz o efeito negativo do maior acionista no nível de conservadorismo; iv) companhias sob controle estatal apresentam menor nível de conservadorismo em comparação com aquelas não controladas pelo estado; e v) conservadorismo contábil é inversamente relacionado com o percentual de ações em posse do estado. Para mensurar conservadorismo, os autores utilizam o Modelo de Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997). As variáveis de controle empregadas foram: *market to book*, endividamento e tamanho. Cullinan et al. (2012, p. 2) afirmaram que companhias com um grande acionista influente podem adotar práticas menos conservadoras, com o intuito de tornar os danos aos minoritários menos aparentes. Os resultados indicaram que quanto maior o percentual de ações em posse do maior acionista, menor o conservadorismo contábil. Ainda, a presença de um controlador também afeta negativamente o reconhecimento assimétrico de perdas. A presença de outros acionistas não afetou o reconhecimento assimétrico de perdas, bem como o controle estatal.

Chan e Hsu (2013) conduziram estudo em Taiwan acerca da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo. Duas hipóteses foram testadas: i) custo da dívida é positivamente associado com o número de intermediários em estruturas piramidais de controle; e ii) o reconhecimento assimétrico de perdas reduz a relação negativa mencionada na primeira

hipótese. De acordo com os autores, quanto maior a pirâmide de companhias, mais complexa é a relação das firmas internamente. Nesse contexto, para o credor poderá ser mais difícil compreender a interação entre as empresas do grupo; isso leva os autores a conjecturar que o número de intermediários pode ser um indicativo de complexidade, que por sua vez levará a maiores taxa de captação de empréstimos. Para testar as hipóteses, foram empregadas 3009 observações, nem período de 2001 a 2008. Duas métricas para mensurar conservadorismo foram empregadas: i) Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997); e ii) C_SCORE (Khan & Watts, 2009). As duas hipóteses foram confirmadas. Os resultados sugeriram que o conservadorismo pode ajudar os credores a monitorarem os tomadores de recursos mais eficientemente.

Sánchez et al. (2011) e Haw et al. (2012) conduziram pesquisas com dados de companhias europeias.

Sánchez et al. (2011) recorreram aos trabalhos de LaFond e Roychowdhury (2008) e Ball e Shivakumar (2005) para fundamentar o estudo dos efeitos do maior acionista último sobre o reconhecimento assimétrico de perdas. As duas características da estrutura de propriedade estudadas foram as seguintes: i) propriedade de ações dos controladores; e ii) diferença entre os direitos de voto e os direitos de fluxo de caixa²⁵. O estudo foi conduzido na Espanha. Os dados utilizados foram de 1996 a 2006, 508 observações (78 companhias). Os autores argumentaram que conforme a propriedade dos controladores aumenta, os incentivos gerencias para dividir informações com eles também aumentam. Nesse contexto, a assimetria entre gestores e controladores provavelmente será resolvida por canais privados. Dessa forma, o papel de monitoramento do conservadorismo prevê uma relação negativa entre a concentração de propriedade pelos controladores e conservadorismo. Outra explicação ventilada pelos autores, baseada em Watts (2003a, 2003b), foi a seguinte: na medida em que a posse de ações pelos controladores aumenta, é provável que a firma se engaje em menos contratos externos, dada a baixa contribuição dos minoritários no provimento de capital. Isso poderia reduzir a demanda por informações conservadoras. Em relação à divergência de direitos, as companhias espanholas são caracterizadas pela presença de estruturas piramidais

²⁵ No texto, a expressão “diferença entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa” também será usada como “divergência de direitos”.

de controle. O aumento da divergência de direitos é um possível sintoma de aumento mais que proporcional dos direitos de votos (controle) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (propriedade). Segundo a argumentação dos autores, a utilização de pirâmides reduz a necessidade de financiamento externo, dado que isso criaria um mercado interno na empresa. À medida que a empresa vale-se mais do seu mercado interno para financiamento do que da relação com o mercado externo, haveria redução na necessidade da realização de contratos externos. O resultado é a redução na demanda por informações contábeis conservadoras. Assim, a predição do estudo é que a divergência de direitos do controlador afeta negativamente o conservadorismo.

Para mensurar conservadorismo, foi utilizado Basu (1997). Nas regressões, os autores utilizaram simultaneamente os direitos de votos e a divergência de direitos do maior acionista último. Endividamento e tamanho foram utilizadas como variáveis de controle. Em especificações alternativas, o *market to book* também foi utilizado. Os resultados do estudo mostraram que a concentração de direitos de votos e a divergência de direitos apresentam relação negativa com o reconhecimento assimétrico de perdas.

Haw et al. (2012) estudaram os efeitos de estruturas de propriedade complexas sobre o conservadorismo. Por estruturas complexas, os autores entendem companhias que possuem entre seus acionistas dois ou mais grandes acionistas. O objetivo dos autores foi verificar se companhias com múltiplos grandes acionistas aplicam o conservadorismo contábil de maneira diferente daquelas com um único grande acionista. Por grande acionista os autores entendem aqueles com mais de 10% das ações com direito a voto. Quatro hipóteses foram testadas na pesquisa: i) firmas com múltiplos grandes acionistas produzem demonstrações financeiras mais conservadoras do que firmas com um único grande acionista em países com forte proteção legal; ii) a relação positiva entre múltiplos acionistas e conservadorismo será menos pronunciado em países com baixa proteção legal; iii) o conservadorismo contábil é positivamente associado com a dispersão do fluxo de caixa entre múltiplos acionistas em países com alta proteção legal; e iv) a associação positiva entre conservadorismo contábil e dispersão é menos pronunciada em países com fraca proteção legal.

As hipóteses calcaram-se no seguinte racional: por um lado, os problemas de agência levam ao uso de conservadorismo contábil em países com alta proteção legal²⁶; por outro lado, em países com instituições frágeis os gestores/controladores não têm incentivos para produzirem demonstrações financeiras conservadoras. A principal métrica de conservadorismo utilizada foi a Regressão Reversa entre Lucro e Retorno, de Basu (1997). Além da estrutura de propriedade, os autores utilizaram outras variáveis nos modelos: *market to book*, endividamento, tamanho e risco de litígio. Em testes de robustez, foram utilizadas outras métricas de conservadorismo: Modelo de *Accruals* (Ball & Shivakumar, 2005), Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e C_SCORE (Khan & Watts, 2009).

Integraram a amostra companhias dos seguintes países: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda do Sul, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido. Os dados foram de 1987 a 2008 e compreenderam 21.661 observações (2.035 empresas). Os resultados confirmaram as hipóteses. Em países com instituições legais fortes, firmas com múltiplos grandes acionistas produzem demonstrações financeiras mais conservadoras do que aquelas com controlador único. O fenômeno existe apenas quando a probabilidade de coalizão entre os acionistas é grande, implicando que o conservadorismo contábil é utilizado para mitigar problemas de agência decorrentes da existencia de múltiplos acionistas. Contudo, em países com instituições legais fracas, não foram observados tais resultados. Além disso, firmas com múltiplos acionistas que possuem fluxo de caixa distribuídos desigualmente aplicam maior nível de conservadorismo contábil em países com instituições legais fortes. Como esperado, a associação positiva entre a dispersão do fluxo de caixa e o conservadorismo contábil é baixa em países com baixa proteção legal, implicando que o conservadorismo contábil desempenha um papel limitado nesses regimes. Os resultados indicaram que o conservadorismo contábil é uma ferramenta efetiva para reduzir os conflitos de interesse decorrentes de estruturas de propriedade complexas quando os investidores externos são protegidos. O trabalho de Haw et al. (2012) trouxe significativa contribuição à literatura ao destacar o papel do segundo maior acionista na qualidade dos números contábeis.

Quanto ao Brasil, Sarlo Neto et al. (2010) foram os responsáveis pelo único trabalho identificado acerca da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo e publicado

²⁶ A pesquisa de LaFond e Roychowdhury (2008) é um exemplo.

em periódico. O estudo foi conduzido com 617 observações, de 2000 a 2008. Os autores também trabalharam com uma amostra alternativa de dados: 2000-2007 (544 observações). A Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997) foi a métrica de conservadorismo aplicada. Os autores investigaram duas características da estrutura de propriedade das companhias: i) concentração de votos; e ii) presença de acordo entre acionistas. Da amostra principal, 25% das observações, aproximadamente, possuía um acordo entre acionistas. As hipóteses levantadas foram as seguintes: a) quanto maior a concentração de votos, menor a demanda por números conservadores; e b) a presença de acordo entre acionistas aumenta o enforcement e, segundo os autores, gera dados mais conservadores. Os principais resultados da pesquisa foram os seguintes: quanto maior a concentração de votos do acionista controlador, menor o reconhecimento assimétrico de perdas; a presença de acordo entre os acionistas aumenta o reconhecimento assimétrico das perdas. Portanto, as hipóteses foram confirmadas.

As pesquisas citadas estudaram diversas características da estruturas de propriedade (posse de ações pelos administradores, concentração de direitos de voto, divergência entre direitos de voto e direitos do fluxo de caixa, presença de um controlador, presença de investidores institucionais, identidade dos acionistas, presença de um segundo maior acionista, estruturas piramidais de controle e acordo entre acionistas) e foram empreendidas em ambientes nos quais a informação contábil possui importância variada. Em ambientes caracterizados por estruturas mais dispersas e alta proteção aos investidores, a informação contábil é mais relevante para diminuir problemas de assimetria entre acionistas e gestores. Em ambientes caracterizados por estruturas de propriedade mais concentradas, a demanda por informações geralmente é atendida por meio de canais privados de informação e esse efeito, pelos resultados, é mais proeminente quando o ambiente oferece menor proteção legal aos acionistas minoritários. As hipóteses testadas nas pesquisas variaram conforme essas diferentes configurações.

Na próxima subseção são apresentados estudos mais amplos quanto aos potenciais efeitos da estrutura de propriedade sobre a informação contábil. O objetivo principal é mostrar as outras possibilidades de pesquisas.

2.3.3 Evidências empíricas amplas: estrutura de propriedade e informação contábil

A subseção anterior apresentou artigos que trataram da relação entre estrutura de propriedade e conservadorismo contábil. Com o intuito de apresentar outras possibilidades de pesquisas, essa subseção apresenta trabalhos que estudaram a relação entre estrutura de propriedade e diversas características da informação contábil. Os trabalhos acerca da relação entre estrutura de propriedade e contabilidade remontam à década de 70. Smith (1976) foi um dos pioneiros na linha de pesquisa, ao estudar o efeito da separação entre controle e propriedade sobre escolhas contábeis. Ainda de maneira incipiente, o autor encontrou que companhias com maior proeminência na separação entre propriedade e controle apresentaram maior gerenciamento de resultados do que as demais. Partindo desse trabalho, uma extensa linha de pesquisa tomou corpo²⁷.

A apresentação dos trabalhos foi dividida conforme o tema de estudo: i) escolhas contábeis (Dhaliwal, Salamon & Smith, 1982); ii) informatividade do lucro (Warfield, Wild & Wild, 1995; Fan & Wong, 2002; Jung & Kwon, 2002; Yeo, Tan, Ho & Chen, 2002; Francis et al., 2005; Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio, 2010); iii) gerenciamento de resultados²⁸ (Haw et al., 2004; Ding, Zhang & Zhang, 2007; Sánchez-Ballesta & Garcia-Meca, 2007; Guthrie & Sokolowsky, 2010); iv) qualidade dos lucros (Wang, 2006; Velury & Jenkins, 2006; Katz, 2009; e Xu, Wang e Anandarajan, 2012); e outros temas (Burns, Kedia & Lipson, 2010; e Chen, Cheng & Cheng, 2008).

2.3.3.1 Escolhas contábeis

Dhaliwal et al. (1982), em pesquisa nos EUA, levantaram a hipótese de que, tudo mais mantido constante, os gestores de firmas com estrutura de propriedade dispersas, portanto com controle separado da gestão, provavelmente escolheriam métodos contábeis que levassem ao reporte de lucros maiores em comparação com empresas sob gestão e propriedade de acionistas. Para testar a hipótese, valeram-se de uma escolha contábil

²⁷ Houve significativo dispêndio de tempo para identificar os trabalhos mais influentes da área e outros mais recentes. Não obstante, outros trabalhos importantes podem não ter sido revistos, dada a extensa produção acadêmica.

²⁸ O gerenciamento de resultados também é utilizado em trabalhos empíricos como *proxy* de qualidade dos lucros, mas aqui optou-se por apresentá-lo de maneira segregada.

específica: os métodos de depreciação para fins societário e fiscal. Foram utilizadas 110 companhias na amostra e os dados coletados referiam-se ao período de 1954 a 1962. As companhias poderiam fazer as seguintes escolhas: i) utilizar a depreciação acelerada para fins tributários e contábeis; ii) utilizar a depreciação acelerada para fins tributários e depreciação linear para fins contábeis; e iii) depreciação linear para fins tributários e contábeis. O grupo de interesse dos autores foi formado pelas companhias que escolheram o método de depreciação acelerada para fins tributários e método de depreciação acelerada ou linear para fins contábeis. A hipótese dos autores era que companhias com capital disperso tenderiam a adotar depreciação linear para fins contábeis, justamente para aumentar o lucro no curto prazo. Por meio de modelo *probit*, os autores concluíram que companhias com capital disperso apresentaram maior probabilidade de adotar o método de depreciação linear para fins contábeis do que o grupo de companhias geridas pelos acionistas. Para Dhaliwal et al. (1982, p. 42), os resultados sugerem que, em geral, os métodos contábeis escolhidos por uma firma não são independentes de sua estrutura de propriedade.

2.3.3.2 Informatividade do lucro

Warfield et al. (1995), nos EUA, testaram duas hipóteses: i) a informatividade do lucro contábil varia sistematicamente em função da participação acionária dos gestores na companhia; ii) as escolhas contábeis, mensuradas pelos *accruals* discricionários, dos gestores variam sistematicamente com a participação acionária dos gestores na companhia. Warfield et al. (1995, p. 65) citam que uma importante interação entre estrutura de propriedade e informatividade pode ocorrer da seguinte maneira: investidores de companhias com estrutura de propriedade difusas não possuem incentivos para monitorar a gestão; dessa forma, os resultados contábeis assumem papel fundamental no processo de redução de assimetria informacional. Por essa linha de raciocínio, é provável que para esse tipo de companhia a informatividade dos lucros seja maior. Os autores testaram a hipótese com base em 3.871 observações. Os dados de estrutura de propriedade foram coletados para o ano de 1990. Os dados de lucro e retorno para os anos de 1988 a 1990. Os resultados do trabalho indicaram que quanto maior fosse a posse de ações pelos gestores, maior o poder de explicação do retorno pelo lucro, *proxy* de informatividade. Em relação aos *accruals* discricionários, os valores absolutos foram duas vezes maiores para corporações com posse de ações pelos gestores inferiores a 5% quando comparadas com aquelas nas quais os gestores possuíam

35% ou mais. Os resultados de Warfield et al. (1995) sugeriram que o aumento da participação dos gestores no capital das companhias é benéfico do ponto de vista da qualidade dos lucros.

Em 2002, foram publicadas três pesquisas a respeito da relação entre informatividade do lucro e estrutura de propriedade: Fan e Wong (2002), Jung e Kwon (2002) e Yeo et al. (2002) e. Todas foram conduzidas na Ásia. Abaixo serão apresentados os resultados das três pesquisas.

Fan e Wong (2002) foram os pioneiros no estudo da relação entre o maior acionista último e a informatividade dos lucros contábeis. Os autores estudaram a relação entre a estrutura de propriedade e qualidade dos números contábeis em sete países asiáticos: Hong Kong, Indonésia, Malásia, Cingapura, Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia. A base teórica da pesquisa foi Jensen e Meckling (1976) e Morck et al. (1988). Os dois principais argumentos utilizados pelos autores para estudarem a relação são estudados a seguir. O primeiro é baseado em Morck et al. (1988): entrenchamento dos gestores. No leste asiático, a estrutura de propriedade é altamente concentrada. Dado que os gestores podem se entrenchar em razão do seu controle sobre a firma, suas decisões serão pouco contestadas, em função da baixa proteção legal de tais ambientes e a ausência de mecanismos de governança corporativa. Além disso, em função dos complicados esquemas piramidais e de participações cruzadas, um significativo número de controladores na região possui mais controle do que participação no fluxo de caixa, o que pode exacerbar o efeito entrenchamento. Em razão de o controlador ter domínio sobre os dados contábeis, o mercado espera que os proprietários não irão reportar informações contábeis de alta qualidade. Portanto, o entrenchamento da estrutura de propriedade potencialmente afetará as demonstrações contábeis da firma. Em função dessa argumentação, os autores esperam haver relação negatividade entre a presença de controladores e informatividade dos lucros.

O segundo argumento é com relação à propriedade da informação e especificidade do capital humano. Ao concentrar a propriedade, o direito das decisões recai em quem possui conhecimento específico. Uma vantagem em unificar a propriedade com o conhecimento específico é impedir que o conhecimento flua para os competidores. Em razão disso, os autores predizem que provavelmente a concentração de propriedade leve à opacidade dos números contábeis.

Por outro lado, ainda segundo os autores, a alta concentração de propriedade pode também servir como uma maneira de mostrar comprometimento de não expropriar acionistas minoritários. O comprometimento é crível em razão de os minoritários saberem que se os controladores extraírem altos níveis de benefícios privados do controle, eles poderão reduzir o preço das ações. Por conseguinte, a riqueza dos majoritários irá ser reduzida. Assim, a concentração acionária pode alinhar interesses de controladores e minoritários: o aumento da concentração além do mínimo para obter controle aumenta o alinhamento de interesses entre os controladores e minoritários.

Em resumo, uma vez que o acionista controlador atinge o controle efetivo sua condição leva a dois possíveis efeitos distintos: entrincheiramento e alinhamento. Quando não há separação entre propriedade e controle, concentração de propriedade além do mínimo para o exercício do controle leva ao alinhamento. Quando os direitos de voto e fluxo de caixa são divergentes, os baixos direitos de caixa irão falhar em prover suficientes incentivos para o alinhamento.

Então, para estudar a relação entre informatividade e estrutura de propriedade, Fan e Wong (2002, p. 409) inseriram duas variáveis em seu modelo investigar a questão de pesquisa: a concentração de votos do controlador e a divergência entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa. A concentração de votos apresenta predição teórica ambígua: pode haver entrincheiramento ou alinhamento. Contudo, com relação à divergência de direitos, espera-se que apresente relação negativa com a informatividade dos lucros. O estudo utilizou dados do maior acionista último em 1996. Os dados financeiros foram de 1991 a 1995. Portanto, os autores necessitaram considerar estabilidade na estrutura de propriedade das companhias. Foram utilizadas 3.572 observações, correspondentes a 977 firmas. O ponto de corte para definir se uma companhia possuía ou não um controlador foi 20%. Os resultados indicaram que quanto maior a concentração e quanto maior a divergência de direitos, menor a informatividade dos números contábeis. Esse resultado é um importante contraponto ao trabalho de Warfield et al. (1995), uma vez que nos EUA os resultados sugeriram que o aumento da concentração leva ao aumento da informatividade dos lucros e redução no gerenciamento de resultados.

Jung e Kwon (2002), na Coreia do Sul, estudaram uma amostra de 2.820 observações, de 1993 a 1998. As características da estrutura de propriedade estudadas foram: i) concentração

acionária, ii) presença de investidores institucionais; e iii) afiliação da empresa a *chaebols*²⁹. Os autores utilizaram uma variável binária para caracterizar a concentração acionária. Companhias com concentração acima ou abaixo da mediana foram utilizadas para a definição das variáveis binárias. Em suma, os resultados indicaram que quanto maior a participação do maior acionista, também maior foi a informatividade dos lucros. Ademais, a presença de investidores institucionais aumentou a informatividade dos lucros, sugerindo ganhos de monitoramento. Para firmas afiliadas a *chaebols*, o efeito positivo do aumento de ações pelo principal acionista não foi constatado. Os resultados indicaram que em *chaebols* a expropriação dos minoritários e o entrincheiramento superam a convergência de interesses.

Yeo et al. (2002) estudaram, em Cingapura, como os percentuais de ações em posse dos gestores da companhia e investidores não ligados ao bloco controlador afetam a informatividade dos lucros. O período estudado foi de 1990 a 1992 e englobou 490 observações. Em relação às ações em posse dos gestores, os autores encontraram que quando o percentual de ações é baixo, a relação é positiva com a informatividade dos lucros. Contudo, após certo percentual, a relação torna-se negativa. Pelos resultados, há relação quadrática entre as variáveis. Quanto ao percentual de ações em posse dos investidores não ligados ao bloco controlador, os resultados consistentemente apontaram para uma relação positiva com a informatividade dos lucros.

O estudo de Francis et al. (2005), conduzido nos EUA, teve como objetivo contrastar a informatividade dos resultados contábeis e dividendos em companhias com duas classes de ações em relação a companhias com apenas uma classe. Francis et al. (2005, p. 330) explicam que firmas com duas classes são caracterizadas por alto nível de ações em posse dos gestores e por divergência de direitos em razão da diferença entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa. As principais bases para o desenvolvimento da pesquisa foram os trabalhos de Warfield et al. (1995) e Fan e Wong (2002). A partir desses trabalhos, as hipóteses testadas foram as seguintes: i) resultados são igualmente informativos para companhias com classes inferiores de ações e ações de única classe; ii) dividendos são igualmente informativos para

²⁹ De acordo com Jung e Kwon (2002, p. 304), os *chaebols* são caracterizados pela junção de empresas engajadas em diversos negócios e tipicamente controladas e geridas por uma ou mais famílias.

companhias com classes inferiores de ações e ações de única classe. Os resultados indicaram que os lucros são menos informativos em companhias que possuem classes de ações com direitos de votos diferentes. Em relação aos dividendos, a informatividade é igual ou maior para companhias que possuem classes de ações com direitos de votos diferentes. De acordo com as autoras, o fato de não haver diferença de informatividade com relação aos dividendos deve-se ao fato de que os dividendos são particularmente importantes para os não controladores mediante a separação entre propriedade e controle. Portanto, mesmo nos EUA, ambiente caracterizado por alta proteção legal aos acionistas e transparência das demonstrações, a divergência de direitos influencia negativamente na informatividade dos lucros.

No Brasil, Sarlo Neto et al. (2010)³⁰ investigaram a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis. As principais características investigadas foram a concentração de votos e a divergência de direitos. O período investigado foi de 2000 a 2006. A amostra contou com 500 observações (117 companhias diferentes). Sarlo Neto et al. (2010, p, 304) argumentam da seguinte maneira: na medida em que o acionista controlador possui o controle da empresa, ele passa a ter controle sobre a produção das informações contábeis; tendo o controle da contabilidade, o acionista controlador pode modificar as informações contábeis de forma a não evidenciar dados que possam comprovar a expropriação dos minoritários. Os cálculos da concentração de votos e da divergência de direitos levaram em conta a estrutura indireta de propriedade. Os resultados indicaram que a concentração de direitos de voto afetou negativamente a informatividade dos lucros contábeis; a divergência de direitos afetou positivamente a informatividade dos lucros; e a divergência afetou negativamente a informatividade quando acompanhada de excesso de votos em relação ao mínimo para controlar. No modelo em que os autores combinaram todas as variáveis de estrutura de propriedade, a concentração de votos juntamente com a divergência de direitos afetaram negativamente a informatividade dos números contábeis.

Nos resultados de Sarlo Neto et al. (2010) chama atenção o fato de a divergência de direitos apresentar relação positiva com a informatividade dos lucros. A literatura, sistematicamente, trata a divergência de direitos como um indício de problema de agência entre controladores e

³⁰ Baseado na em Sarlo Neto (2009).

minoritários³¹. Portanto, o resultado positivo pode indicar que nessas situações os demais investidores demandariam maior qualidade dos números reportados pelas companhias. Todavia, isso vai de encontro à conclusão de Haw et al. (2004), que o efeito da divergência de direitos é menor apenas em países com alta proteção legal aos investidores. Em síntese, o resultado presente em Sarlo Neto et al. (2010) precisaria ser melhor discutido, pois não é intuitivo. Não obstante, a pesquisa é uma relevante contribuição para a literatura contábil no Brasil. Tanto pelo pioneirismo quanto pelo cuidado metodológico, principalmente em Sarlo Neto (2009).

2.3.3.3 Gerenciamento de resultados

Haw et al. (2004) estudaram os efeitos da estrutura de propriedade, especificamente a divergência de direitos, sobre o gerenciamento de resultados. Também levaram em conta no estudo o papel das instituições legais (eficiência do sistema judiciário e proteção aos acionistas minoritários) e não legais (competição no mercado de produtos, difusão das informações e eficácia das autoridades tributárias) como mediadora da relação estudada. O estudo foi feito com nove países asiáticos (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Cingapura, Taiwan e Tailândia) e treze europeus (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda do Sul, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido). Para estimar a divergência de direitos, foram coletadas informações da estrutura indireta de propriedade.

Haw et al. (2004, pp. 426-427) explicam a motivação para estudar a divergência de direitos. O conflito de agência primário em países com estruturas de propriedade concentradas emerge do conflito de interesses entre controladores e minoritários. Os primeiros, em geral, possuem poder de controle superior ao direito sobre o fluxo de caixa. O custo de agência gerado por esta divergência resulta na combinação de problemas decorrentes de estruturas de propriedade concentrada e dispersa. Os controladores podem e possuem incentivos para extrair benefícios privados do controle, que não são divididos com os minoritários na mesma proporção de suas participações. Segundo os autores, a divergência de direitos pode criar formidáveis conflitos de interesse entre acionistas minoritários e controladores.

³¹ Ver Adams e Ferreira (2008).

A base de dados empregada na pesquisa foi a mesma utilizada por Claessens et al. (2000), que identificaram o maior acionista último de 2.980 firmas asiáticas para o ano de 1996. Os dados das empresas europeias foram extraídos de Faccio e Lang (2002). Os dados se referiam a 5.232 empresas de 1996 a 1999. O total de observações foi de 25.210. Os autores utilizaram duas variáveis acerca da estrutura de propriedade nos testes: i) a divergência de direitos; e ii) a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último. Em suma, o estudo provê, após uma bateria de teste de robustez, evidências acerca da relação entre gerenciamento de resultado e divergência de direitos. Regressões múltiplas indicaram que países de tradição legal advinda do direito comum e a eficiência do sistema judiciário superam outras instituições legais e o *enforcement* das leis tributárias. Ainda, o efeito do *enforcement* das leis tributárias é mais forte do que a tradição legal. Os resultados indicaram que o efeito da divergência de direitos guarda relação positiva com o gerenciamento de resultados: quanto maior a divergência, maior o nível de gerenciamento de resultados. A relação é mais forte em países com baixa proteção legal. Ainda, os autores identificaram que a eficácia das autoridades tributárias é a principal força a mitigar o efeito da divergência de direitos sobre o gerenciamento de resultados. Os resultados de Haw et al. (2004) foram parcialmente criticados por Wysocki (2004). O autor lançou dúvidas sobre a *proxy* de gerenciamento de resultados utilizada na pesquisa, bem como sobre a potencial endogeneidade entre a eficiência do sistema judiciária e a eficácia das autoridades tributárias em fazer cumprir as normas.

Ding et al. (2007) estudaram o efeito da separação entre propriedade e controle sobre gerenciamento de resultados no mercado chinês. Segundo os autores, o conflito de agência entre controladores e minoritários é um dos principais determinantes do gerenciamento de resultados na China. O estudo utilizou 273 companhias. Os dados financeiros foram coletados para o ano de 2002. Assim como Wang (2006), os autores mencionam que a combinação do efeito de alinhamento com o efeito de entrincheiramento torna a relação entre a concentração da estrutura de propriedade e gerenciamento de resultados ambígua. Os resultados indicaram que a concentração da estrutura de propriedade tende a reduzir o gerenciamento de resultados. O efeito mostrou-se mais proeminente em companhias privatizadas do que em companhias estatais.

Sánchez-Ballesta e Garcia-Meca (2007) estudaram a relação entre estrutura de propriedade, gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade na Espanha. Os autores investigaram se o percentual de ações em posse de gestores/controladores influencia o gerenciamento de resultados e/ou a informatividade dos lucros. A pesquisa foi conduzida de 1999 a 2002 e utilizou 220 observações. Para níveis de concentração de propriedade em torno de 40 a 48%, a concentração influencia positivamente a qualidade dos números contábeis. Isso significa menos gerenciamento de resultados e maior informatividade do lucro. Contudo, para níveis de concentração de propriedade maiores o efeito é negativo.

Guthrie e Sokolowsky (2010) estudaram o efeito dos grandes acionistas no gerenciamento de resultados nos EUA. As autoras mostram que a presença de grandes acionistas tende a reduzir o problema de agência entre acionistas e gestores, todavia pode exacerbar os problemas de agência com os demais acionistas, atuais ou potenciais. A *proxy* para a presença de grandes acionistas foi coletar participações acima de 5% das ações com direito a voto. Os dados foram coletados de 1996 a 2002, para 1099 observações. Os resultados indicaram que companhias nas quais haja grandes acionistas tendem a inflar os lucros quando próximas a ofertas secundárias de ações.

2.3.3.4 Qualidade dos lucros

Wang (2006) investigou se a propriedade das companhias pelas famílias fundadoras afeta a qualidade das demonstrações contábeis. Segundo o autor, a presença das famílias fundadoras é uma importante característica da estrutura de propriedade. Wang (2006) talvez seja responsável por uma das argumentações mais sólidas acerca do efeito da estrutura de propriedade sobre as demonstrações financeiras. Wang (2006, pp. 620-22) expôs que a família fundadora pode afetar tanto a demanda como a oferta de informações contábeis de qualidade, em razão dos efeitos de entrincheiramento e alinhamento. A argumentação é apresentada a seguir.

Se o efeito de entrincheiramento for o preponderante, os membros das famílias terão incentivos (e oportunidade) para manipular as informações contábeis em seu favor. Portanto, as companhias familiares forneceriam informações contábeis de baixa qualidade. Todavia, o fornecimento de informação de baixa qualidade em função do efeito de entrincheiramento

pode ser atenuado pela demanda de informações de alta qualidade pelos usuários. Em razão do efeito de entrincheiramento, os demais usuários das informações podem ser motivados a aumentar o grau de monitoramento sobre a empresa. Por isso, podem demandar mais informação contábil de alta qualidade.

Não obstante, se o efeito de alinhamento de interesses for preponderante, as companhias sob gestão familiar teriam incentivos de apresentarem demonstrações financeiras de alta qualidade. O efeito alinhamento implica que a concentração de estrutura de propriedade gera monitoramento pelos controladores. Do ponto de vista da demanda, o efeito de alinhamento pode reduzir a demanda por informações contábeis de alta qualidade. Por exemplo, investidores externos podem basear-se menos em informações contábeis porque seus incentivos estão melhor alinhados com a família fundadora. A exposição da argumentação de Wang (2006) mostra que a relação entre estrutura de propriedade e informação contábil não é trivial e a direção e explicação dos resultados encontrados menos ainda.

Em função disso, a hipótese foi enunciada por Wang (2006, 627) sem uma direção específica: “Qualidade dos lucros é sistematicamente relacionada com as firmas familiares” (p. 627).

O estudo foi conduzido nos EUA e englobou 4.195 observações. O período dos dados foi de 1994 a 2002. Para identificar as companhias com a presença das famílias fundadoras, os autores usaram os seguintes procedimentos: i) variável binária que assumiu o valor 1 quando os membros da família fundadora estavam no conselho de administração ou eram um dos principais diretores; ii) variável contínua indicando o percentual de ações com direito a voto pelos membros da família fundadora. Os resultados indicaram que, sistematicamente, as firmas familiares reportam informação de maior qualidade (menos gerenciamento, mais conservadorismo e mais informatividade dos lucros) do que as demais. O achado pode ser explicado de duas maneiras distintas: produção de demonstrações financeiras de alta qualidade pelas famílias em razão do alinhamento de interesses ou demanda por informações de alta qualidade pelos demais usuários em razão do entrincheiramento da família fundadora. Wang (2006, p. 653) pontuou que essa foi uma das principais limitações do estudo: não conseguir separar os efeitos.

Também nos EUA, Velury e Jenkins (2006) verificaram se há relação entre qualidade dos números contábeis e a presença de investidores institucionais. Os autores não apresentam

argumentação teórica clara para estudar a relação. O período de dados da pesquisa foi de 1992 a 1999. O total de observações foi de 4.238. As hipóteses testadas foram as seguintes: i) a qualidade dos lucros não é associada com o nível de participação dos investidores institucionais; e ii) concentração de propriedade não afeta a qualidade dos lucros. Os autores encontraram uma relação positiva entre a presença de investidores institucionais e as métricas de qualidade do lucro empregadas. Ainda, obtiveram uma relação negativa entre concentração e qualidade dos lucros.

Katz (2009) estudou se a presença de fundos de *private equity* influencia a qualidade das informações contábeis reportadas e o desempenho antes e após a Oferta Pública Inicial (IPO). O estudo foi conduzido nos EUA. O período de dados foi de 1980 a 2005 e contou com 1070 observações. As métricas de qualidade dos dados contábeis foram: gerenciamento de resultados e reconhecimento assimétrico de perdas. Os resultados indicaram que a presença e o monitoramento exercidos por fundos de *private equity* é associado com menor gerenciamento de resultados, maior reconhecimento assimétrico de perdas (antes e depois do IPO) e melhor desempenho das ações. Para Katz (2009, p. 625) a principal contribuição da pesquisa foi aumentar o entendimento a respeito de como a concentração e estrutura de propriedade afetam as práticas de elaboração das demonstrações contábeis.

Xu et al. (2012) examinaram a influência da estrutura de propriedade na qualidade dos lucros das firmas chinesas. O teste foi conduzido para 1.438 firmas de 1999 a 2006. O total de observações foi 8.710. Os autores investigam o efeito da identidade do controlador. A principal preocupação na pesquisa girou em torno das seguintes identidades: estatais; privadas; e estrangeiras. As variáveis de contabilidade utilizadas foram: volatilidade dos resultados, variabilidade da mudança dos resultados frente a alterações no fluxo de caixa, correlação entre *accruals* e fluxo de caixa e nível dos *accruals* discricionários. Os resultados indicaram que as companhias estrangeiras apresentaram maior qualidade de lucros.

2.3.3.5 Outros temas

Chen et al. (2008) estudaram o efeito das empresas familiares sobre o *disclosure* voluntário de previsões de resultados nos EUA. Os autores classificaram como familiar as empresas nas quais os membros da família fundadora continuavam a participar em posições de alta gestão,

estavam no conselho e eram acionistas da companhia. A principal crítica dos autores é que a literatura sobre *disclosure* voluntário geralmente trata os acionistas como um grupo homogêneo e parte da premissa de que os acionistas preferem mais *disclosure* voluntário do que menos. Contudo, pesquisas recentes encontraram que os acionistas apresentam expectativas diferentes. O estudo utilizou 4.415 observações, de 1996 a 2000. Pela dificuldade em definir os sinais esperados para as hipóteses, Chen et al. (2008) seguiram Wang (2006) e testaram a hipótese de haver diferença no *disclosure* voluntário entre empresas familiares e não familiares. Os resultados sugeriram que empresas familiares preferem menos *disclosure* voluntário do que os demais tipos de empresas.

Burns et al. (2010) estudaram a relação entre os investidores institucionais e a informação contábil nos EUA. As características dos institucionais estudadas foram o horizonte de tempo dos investimentos e a concentração de ações. Uma das contribuições presentes em Burns et al. (2010) é não tratar homogeneamente os institucionais. Valendo-se de outras pesquisas, os autores classificaram os institucionais conforme a velocidade de rotação de seus investimentos e a diversificação de suas carteiras. É possível que investidores com menor velocidade de investimento e desinvestimento nas companhias e com menor diversificação nas carteiras sejam melhores monitores do que institucionais com alta dispersão e alta taxa de investimento e desinvestimento. A informação contábil tratada na pesquisa foi a necessidade de reapresentação das demonstrações financeiras em razão de erros. Foram analisadas 447 republicações entre 1997 e 2002. Os resultados indicaram que firmas com presença de investidores mais dedicados ao monitoramento são menos propensas a republicarem suas demonstrações. Contudo, conforme a participação dos institucionais aumenta, independentemente da classificação, a propensão a republicações decresce.

Fundamentadas nas três seções até aqui discutidas, a seguir as hipóteses da pesquisa são enunciadas.

2.4 Hipóteses

As pesquisas revisadas que buscaram caracterizar a estrutura de propriedade no Brasil mostraram que o principal problema de agência é entre acionistas controladores e acionistas

minoritários, em razão da elevada concentração de direitos de voto e divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa.

Fan e Wong (2002), Wang (2006), Armstrong et al. (2010) e Hope (2013) explicam que a relação entre estrutura de propriedade e contabilidade não é trivial, em razão de não ser claro se os acionistas/gestores produzirão informações de baixa qualidade para omitir dos demais acionistas o real desempenho da companhia; se os acionistas/gestores produzirão informação de alta qualidade para sinalizar aos demais acionistas que não têm a intenção de expropriá-los; se os acionistas não ligados à gestão ou bloco de controle irão demandar informação contábil de alta qualidade em função do risco de expropriação; ou se os acionistas não ligados à gestão ou bloco de controle não irão demandar informação contábil para a tomada de decisão por não considerá-la crível.

Ball et al. (2000), Ball et al. (2003) e Bushman e Piotroski (2006) apresentaram evidências de que a informação contábil, aproximada pelo conservadorismo contábil, é influenciada pelos incentivos do ambiente nos quais as companhias operam. Levando essas evidências em consideração, a premissa assumida na pesquisa para a construção das hipóteses é que o ambiente brasileiro não apresenta incentivos para a produção de informação contábil de alta qualidade; assim, o maior acionista da companhia irá utilizar a informação contábil como meio de entrincheirar-se. Isso refletir-se-á na produção de informações contábeis de baixa qualidade. Para os fins dessa pesquisa, isso significa a produção de informações menos conservadoras. Essa premissa está em linha com Kung et al. (2010), Sánchez et al. (2011), Haw et al. (2012) e Cullinan et al. (2012).

Nas subseções seguintes são apresentadas as hipóteses para cada uma das variáveis de interesse da pesquisa: a) ações com direito a voto em posse do maior acionista último (VOTE); b) divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último (DIV); c) presença de um segundo maior acionista último (MAU_2); e d) controle exercido por meio de estruturas piramidais de controle (PYRAMIDAL).

2.4.1 Concentração de direitos de votos (VOTE)

O maior acionista último das companhias no Brasil apresenta, em média, elevada participação no capital votante das investidas, mesmo quando não possui maioria absoluta do capital votante. La Porta et al. (1998) citam que a concentração dos direitos de voto é uma forma de os acionistas garantirem exercício de poder em países com baixa proteção legal. Contudo, Shleifer e Vishny (1997, p. 758) afirmam que esses grandes acionistas terão poder para priorizar seus próprios interesses, que não necessariamente coincidirão com o interesse dos demais acionistas, empregados e executivos das companhias. Zingales (1994, pp. 126-127) e Dyck e Zingales (2004, p. 537) mencionam que os direitos de voto são relevantes, pois permitem ao controlador extrair benefícios privados do controle; como ponderam Holderness (2003) e Adams e Ferreira (2008), nem sempre a extração é danosa, contudo pode resultar na expropriação dos demais acionistas.

Fan e Wong (2002) concluíram que a concentração de direitos de voto tende a reduzir a informatividade dos números contábeis, em razão do entrincheiramento dos controladores. Em complemento, Kung et al. (2010) e Cullinan et al. (2012), na China, e Sarlo Neto et al. (2010), no Brasil, estudaram o efeito da concentração de direitos de voto do maior acionista sobre o conservadorismo e encontraram relação negativa entre as variáveis. Os autores explicam que conforme a participação do maior acionista no capital votante aumenta, menor a dependência das informações contábeis publicadas para ter acesso ao desempenho da companhia. Nesse contexto, o conservadorismo é menos útil. Assim, a primeira hipótese da pesquisa, subdividida em duas partes, é a seguinte:

Hipótese 1a: Quanto maior a participação do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas nos direitos de voto, menor o conservadorismo apresentado pela companhia.

Em razão de no Brasil serem relativamente comuns os acordos entre acionistas (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Leal & Silva, 2008; Gorga, 2009), também foram levados em conta nos cálculos.

A primeira hipótese não diferencia se o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle da companhia. Assumindo que o controle aumentaria o poder do maior acionista ou bloco de acionistas e reduziria a dependência de informações contábeis publicadas, a segunda parte da hipótese é a seguinte:

Hipótese 1b: Quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a participação nos direitos de voto afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.

2.4.2 Divergência de direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa (DIV)

A divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa é amplamente utilizada nas pesquisas empíricas como *proxy* dos incentivos para os maiores acionistas ou controladores expropriarem os demais acionistas (La Porta et al., 2002; Claessens et al., 2002; Fan & Wong, 2002; Lins, 2003; Cronqvist & Nilsson, 2003; Masulis, Wang & Xie, 2009; Francis et al., 2005; Zerni, Kallunki & Nilsson, 2010; Sánchez et al., 2011).

Seja por meio da emissão de ações preferenciais ou por participação indireta, no Brasil a divergência de direitos é elevada. Bebchuck et al. (2000) comentam que a separação entre propriedade e controle expressa pela divergência de direitos aumenta os conflitos de agência em razão de o controlador não arcar integralmente com ações que expropiem o patrimônio da companhia. O efeito da divergência é relevante até mesmo em países caracterizados pela alta proteção legal aos acionistas, como atesta a pesquisa de Francis et al. (2005); a pesquisa mostrou que quanto maior a divergência, menor a informatividade do lucro. Na pesquisa de Sánchez et al. (2011), conduzida na Espanha, a divergência de direitos afetou negativamente o conservadorismo. Assim, a segunda hipótese da pesquisa, subdividida em duas partes, é a seguinte:

Hipótese 2a: Quanto maior a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo apresentado pela companhia.

A hipótese não diferencia se o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle da companhia. Assumindo que o controle aumentaria os incentivos para o maior acionista ou bloco de acionistas expropriar os demais acionistas, a segunda parte da hipótese é a seguinte:

Hipótese 2b: Quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.

2.4.3 Presença de um segundo maior acionista último (MAU_2)

Dado que no Brasil os maiores acionistas detêm alta participação no capital votante das companhias, a presença de outros investidores com elevada participação no capital votante poderia contrabalançar a influência desses acionistas. Pagano e Roell (1998, pp. 188-189) citam que o grau de discricionariedade dos controladores ou grandes acionistas também dependerá do percentual de ações com direito a voto em posse dos demais acionistas. Ao encontro disso, La Porta et al. (1999, p. 502) mencionam que outros grandes acionistas podem contrabalançar o poder dos controladores em países com baixa proteção legal. Maury e Pajuste (2005), analítica e empiricamente, e Laeven e Levine (2008), empiricamente, concluem que a presença de outros grandes acionistas na estrutura de propriedade das companhias afeta positivamente o valor. Doidge et al. (2009, p. 434) explicam que um segundo grande acionista poderia mitigar comportamentos dos controladores que fossem de encontro aos interesses dos minoritários; todavia, os autores ponderam que os grandes acionista também poderia formar uma coalizão e diminuir os benefícios de monitoramento.

Tanto Haw et al. (2012) como Cullinan et al. (2012) testaram a hipótese de que um segundo maior acionista poderia aumentar o grau de conservadorismo contábil das companhias, em razão de demandar informações conservadoras para fins de monitoramento do controlador ou maior acionista último. Em Haw et al. (2012) a hipótese foi confirmada. Cullinan et al. (2012) não encontrou resultados conclusivos. Assim, a terceira hipótese da pesquisa é a seguinte:

Hipótese 3: A presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, bloco de controle ou ao maior acionista último afeta positivamente o conservadorismo das companhias.

A restrição de o segundo maior acionista último não ser ligado ao controlador, bloco de controle ou ao maior acionista último é justamente para reduzir o risco desse acionista formar coalizões com os demais.

2.4.4 Estruturas piramidais de controle (PYRAMIDAL)

Bebchuck et al. (2000) citam que a participação por meio de estruturas piramidais também é um meio de separar propriedade e controle. No Brasil, Valadares e Leal (2000), Aldrighi e Mazzer Neto (2007), Gorga (2009) e Bortolon (2010) mostram que a participação do maior acionista último por meio de estruturas piramidais é comum.

Attig, Fischer e Gadhoun (2004, p. 2), Levy (2009, p. 86) e Bertrand e Mullainathan (2003, p. 479) argumentam que estruturas piramidais de controle são utilizadas para aumentar a divergência entre direitos e, assim, podem exacerbar o risco de expropriação dos acionistas minoritários. Paligorova e Xu (2012, p. 703) citam que a combinação entre controle e divergência de direitos levam a severos problemas de agência. Tipicamente, o controlador em uma pirâmide detém controle sem o correspondente investimento em termos de caixa.

Posto que o controle por meio de estruturas piramidais pode aumentar os incentivos para expropriação dos minoritários em razão de aumentar a divergência de direitos, é possível que nesse tipo de estrutura os controladores tenham incentivos para não reconhecerem tempestivamente as perdas; isso impossibilitaria que os demais acionistas tivessem acesso imediato a potenciais prejuízos ao patrimônio decorrentes da expropriação. Assim, a quarta hipótese da pesquisa é a seguinte:

Hipótese 4: O controle exercido por meio de estruturas piramidais afeta negativamente o conservadorismo das companhias.

No próximo capítulo é discutido o método para testar as quatro hipóteses enunciadas.

3 MÉTODO

3.1 Período e amostra

O estudo foi conduzido com base nas companhias abertas listadas na BM&FBovespa. O período utilizado para a coleta de dados foi de 2010 a 2013. O período escolhido deve-se à significativa alteração nos padrões contábeis em relação aos períodos anteriores³². Mais do que mudanças de estimativas, foram alteradas diversas políticas contábeis. Portanto, dados contábeis anteriores a 2010 são incomparáveis com os dados posteriores. Possível solução para o problema seria a utilização de variáveis binárias indicativas de período³³, porém optou-se por conduzir a pesquisa com base em dados produzidos sob um mesmo padrão contábil³⁴.

O critério inicial para a seleção das companhias componentes da amostra foi conter os requisitos mínimos para a estimação do modelo de regressão reversa entre lucro e retorno, de Basu (1997). As duas variáveis utilizadas para o filtro foram: i) resultado do período; e ii) retorno anual³⁵.

O filtro inicial resultou em 1.220 observações. Em seguida, as companhias do setor financeiro foram excluídas da amostra. Não há qualquer impeditivo teórico em utilizar tais companhias em estudos sobre conservadorismo³⁶. Contudo, nos modelos empíricos as variáveis de endividamento, por razões teóricas, foram utilizadas como variáveis de controle. Visto que os índices costumeiramente empregados para o cálculo de endividamento podem não ter significado prático para o setor financeiro, optou-se por sua exclusão. Por meio desse procedimento, 122 observações foram retiradas da base de dados.

³² De acordo com o Art. 1º da Instrução Normativa 457, de 2007: “As companhias abertas deverão, a partir do exercício findo em 2010, apresentar as suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional, de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo International Accounting Standards Board – IASB.”

³³ Por exemplo, variáveis para indicar períodos anteriores a 2007, entre 2008 e 2009 e a partir de 2010.

³⁴ Dentro da mesma linha de pesquisa da tese, Cullinan et al. (2012) enfrentaram problemas similares e tomaram a mesma decisão.

³⁵ Diversas companhias emitem mais de um tipo de ação. Companhias nessa situação apresentam retorno para todos os tipos de ação. O critério empregado para selecionar qual retorno utilizar foi a liquidez anual. Então, para empresas com mais de um tipo de ação, foi mantida na base os dados de retorno da ação mais líquida daquele ano. A liquidez foi obtida pelo próprio sistema Econômica.

³⁶ No Brasil, por exemplo, Brito et al. (2012) e Dantas et al. (2013) conduziram trabalhos a esse respeito.

Em seguida, as companhias com o patrimônio líquido negativo também foram excluídas. O motivo para isso é a proeminência do *market to book ratio* (MTB) na pesquisa. Principalmente após o trabalho de Rochowdhury e Watts (2007), a variável passou a ser utilizada como variável de controle nos estudos sobre conservadorismo. Se o patrimônio líquido for negativo, o cálculo do índice perde significado econômico. Esse procedimento levou à exclusão de 98 observações.

As emissoras de *Brazilian Depositary Receipts* (BRDs) e as listadas no Bovespa Mais também foram excluídas. Tal procedimento levou à exclusão de 32 observações.

Por fim, de maneira mais pragmática, foram excluídas observações nas quais o Formulário de Referência (FR) não permitia concluir a respeito da estrutura de propriedade da companhia e nem coletar dados de uma das variáveis de controle (independência do conselho de administração). Nessa etapa foram excluídas 81 observações.

A Tabela 3 apresenta a composição da amostra:

Tabela 3 - Informações sobre a amostra

<i>Painel A: Composição detalhada da amostra</i>					
Companhias com dados de lucro e retorno de 2010 a 2013					1.220
(-) Companhias do setor financeiro:					122
(=) Sub-amostra 1:					1.098
(-) Companhias com patrimônio líquido negativo:					98
(=) Sub-amostra 2:					1.000
(-) Companhias emissoras de BDRs e as listadas no Bovespa Mais:					32
(=) Sub-amostra 3:					968
(-) Companhias sem dados claros de estrutura de propriedade e conselho de administração					81
(=) Amostra principal do estudo (260 companhias)					887
<i>Painel B: Distribuição das companhias por ano e segmento de listagem</i>					
Segmentos	2010	2011	2012	2013	Total
Tradicional	97	85	79	78	339
Nível 1	24	24	23	22	93
Nível 2	12	13	13	12	50
Novo Mercado	87	98	107	113	405
Total	220	220	222	225	887
Nota: A tabela contém dados a respeito do processo de obtenção da amostra (Painel A) e distribuição da amostra entre os segmentos de listagem da BM&FBovespa (Painel B). Inicialmente, foram selecionadas todas as empresas constantes da base de dados Economatica com dados contábeis e retorno das ações disponíveis. A tolerância de obtenção dos dados de retorno foi 30 dias. Após isso, foram excluídas as companhias do setor financeiro. Em seguida, companhias com patrimônio líquido foram excluídas. As emissoras de <i>Brazilian Depositary Receipts</i> as listadas no Bovespa Mais foram excluídas. Por fim, companhias nas quais as informações constantes do Formulário de Referência acerca da estrutura de propriedade não apresentavam clareza suficiente para a identificação do maior acionista último ou as informações do conselho de administração também não estavam claras para determinar o número de membros independentes.					

Ao final do processo de seleção da amostra, restaram 887 observações (260 companhias). Pelo processo de amostragem, as conclusões da pesquisa não podem ser generalizadas para o conjunto de companhias listadas na BM&FBovespa. O painel de dados resultante é desbalanceado.

3.2 Métricas de conservadorismo

Basu (2009) menciona que a constatação do conservadorismo remonta há séculos; contudo, as dificuldades em sua mensuração ainda persistem. Não obstante, pesquisadores tentaram desenvolver abordagens capazes de captar a existência de conservadorismo nas demonstrações contábeis, ainda que indiretamente. Exemplos desses esforços constam dos trabalhos de Basu (1997), Ball e Shivakumar (2005) e Khan e Watts (2009), que são empregados nesta pesquisa³⁷.

Da pesquisa de Basu (1997) foram extraídas duas métricas para mensurar o conservadorismo. A primeira foi chamada de Modelo de Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Métrica 1). A segunda foi chamada de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). De Ball e Shivakumar (2005), foi extraída a terceira métrica: Modelo de *Accruals* (Métrica 3). Por fim, de Khan e Watts (2009) foi extraída a métrica C_SCORE (Métrica 4).

A Métrica 1 é a principal da pesquisa, pois é a que passou por maior análise teórica da literatura (Ryan, 2006; Dietrich, Muller III & Riedl, 2007; Givoly, Hayn & Natarajan, 2007; Patatoukas & Thomas, 2011; Ball, Kothari & Nikolaev, 2013). Ademais, Dechow et al. (2010) e Wang, Hógartagh e Zijl (2009) mencionam que é a mais empregada na literatura empírica da área.

Mesmo com ampla utilização das métricas citadas, há severas críticas à validade delas. Duas pesquisas com críticas relevantes são as de Wang et al. (2009) e Callen (2013). Wang et al. (2009) estudaram cinco métricas de conservadorismo empregadas na literatura e testaram a coerência interna entre elas. Os autores concluíram que há baixa validade dos constructos utilizados nas pesquisas empíricas como *proxy* de conservadorismo. As críticas elencadas pelos autores podem ser assim resumidas: a) ausência de consenso na literatura a respeito de como o conservadorismo deveria ser captado; b) os constructos podem estar mensurando outras propriedades do lucro, não necessariamente conservadorismo; e c) em geral, os estudos empregam apenas uma métrica de conservadorismo. Wang et al. (2009) sugerem utilizar variáveis de controles nos modelos e, adicionalmente, empregar mais de uma forma de mensurar conservadorismo.

³⁷ Há outros estudos que tentam mensurar o conservadorismo. Exemplos são os de Beaver e Ryan (2000), Givoly e Hayn (2000) e, mais recentemente, Callen, Segal e Hope (2010) e Callen e Segal (2013).

Callen (2013) é mais incisivo em suas críticas e afirma que o modelo de Basu (1997) tem tanto apelo na literatura em razão, puramente, de sua simplicidade de operacionalização. A crítica de Callen (2013) não é exclusivamente direcionada às pesquisas desenvolvidas sobre conservadorismo, mas às pesquisas em contabilidade financeira como um todo, incluindo-se aí as realizadas a respeito do gerenciamento de resultados.

Nas subseções seguintes as quatro métricas são apresentadas.

3.2.1 Métrica 1

Basu (1997) apresenta quatro potenciais métricas para captar conservadorismo. Contudo, o Modelo de Regressão Reversa entre Lucro e Retorno, chamado para fins desta pesquisa de Métrica 1, é o mais empregado. Das quatro, duas serão empregadas nesta pesquisa. Abaixo, é apresentado o primeiro modelo. Na próxima subseção é apresentado o segundo.

O Modelo de Regressão Reversa entre Lucro e Retorno parte da premissa de que os resultados incorporam mais rapidamente as más notícias do que as boas notícias. Em complemento, os resultados irão reconhecer perdas e ganhos de forma assimétrica, sendo as perdas incorporadas de maneira mais tempestiva do que os ganhos. Para captar essa assimetria entre reconhecimento de boas e más notícias, Basu (1997) emprega o seguinte modelo empírico³⁸:

$$\frac{NI_{it}}{VM_{it-1}} = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 Re\ t_{it} + \beta_4 Re\ t_{it} D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

- i) NI_{it} : resultado líquido da empresa i no ano t ;
- ii) VM_{it-1} : valor de mercado das ações da empresa i no ano $t-1$;
- iii) Ret_{it} : retorno acionário da ação da empresa i no ano t ; e

³⁸ Originalmente, Basu (1997) utiliza o “lucro antes dos itens extraordinários”. Contudo, nos bancos de dados e nas demonstrações contábeis das companhias brasileiras não existe essa rubrica. Ainda, em relação ao retorno acionário, Basu (1997) utiliza algumas variações. Uma delas é que o autor utiliza tanto o retorno calculado para o exercício social como o retorno de março do ano $t-1$ até março do ano t . Essa última variação, segundo argumentação do autor, visaria a excluir os efeitos da publicação da demonstração contábil do ano anterior.

iv) D_{it} : variável binária que assume o valor 1 se o retorno acionário da ação da empresa i no ano t for negativo e 0, caso contrário.

Pelo modelo, boas notícias ocorrem quando acionário é positivo. Ao contrário, más notícias ocorrem quando Ret é negativo. Assim, se Ret for positivo, D será igual a 0 e o coeficiente β_3 representará a tempestividade do reconhecimento das boas notícias. Se Ret for negativo, então a variável binária D será igual a 1. A soma dos coeficientes β_4 e β_3 representará a tempestividade do reconhecimento das más notícias. O coeficiente β_4 indica o reconhecimento assimétrico das más notícias: quanto maior β_4 , maior o grau de conservadorismo.

A Métrica 1 será calculada da mesma forma que em Basu (1997), mas também levará em conta as contribuições de Roychowdhury e Watts (2007). Na pesquisa, os autores mostraram, empiricamente, que o desempenho do modelo original de Basu (1997) para o cálculo do conservadorismo melhora quando mensurado para períodos maiores. Assim, além de estimar o modelo original (para apenas um ano), as variáveis NI e Ret serão acumuladas durante dois e três anos. Essa é uma maneira de incrementar a robustez do modelo.

Os conceitos subjacentes ao modelo de Basu (1997) são simples e a sua utilização em trabalhos publicados nos principais periódicos da área contábil é generalizada, como citam Ryan (2006), Wang *et al.* (2009) e Dechow *et al.* (2010). Em Ryan (2006) há uma síntese dos pontos fortes do modelo: i) amplamente aplicado e por nove anos foi o único trabalho a operacionalizar o conservadorismo por meio do reconhecimento assimétrico de perdas; ii) uma série de trabalhos valendo-se de sua métrica produziram resultados consistentes com as previsões teóricas, o que aumentou a confiança dos pesquisadores tanto na teoria como na forma de mensurar conservadorismo em si; e iii) a métrica é bem adaptada para grandes amostras.

Naturalmente, críticas foram erigidas, com destaques para os trabalhos de Givoly *et al.* (2007), Dietrich *et al.* (2007), Patatoukas e Thomas (2011) e, mais recentemente, Callen (2013). Em síntese, as principais críticas são: i) baixo desempenho em análises por meio de séries temporais; ii) não produção de resultados quando agregada para um período de tempo;

iii) problemas de simultaneidade entre resultados contábeis e retornos acionários; iv) a métrica não é calculada no nível da firma; e v) problemas com a precificação das ações (baixa liquidez, por exemplo) pode reduzir a relevância do retorno como *proxy* para boas ou más notícias.

Ball et al. (2013) apresentaram formas de mitigar as limitações constantes do modelo originalmente desenvolvido por Basu (1997). Os autores demonstram empiricamente que a inserção de variáveis de controle ou efeitos fixos da empresa nas regressões elimina ou torna desprezíveis os vieses dos estimadores do modelo original de Basu (1997). Essas recomendações foram adotadas nos modelos empíricos dessa tese.

3.2.2 Métrica 2

A métrica 2 também é derivada de Basu (1997): Modelo dos Componentes Transitórios do Lucros. O modelo consta da equação 2:

$$\frac{\Delta NI_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 \Delta NI_{it-1} + \beta_4 \Delta NI_{it-1} D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

- i) ΔNI_{it} : variação do resultado da empresa i do período t-1 para t;
- ii) AT_{it-1} : ativo total da empresa i em t-1;
- iii) ΔNI_{it-1} : variação do resultado da empresa i do período de t-2 para t-1 e o valor é escalonado pelo AT em t-2; e
- iv) D_{it} : variável binária que assume valor 1 valor ΔNI_{it-1} for negativa.

A métrica 2 consiste na operacionalização da terceira predição contida em Basu (1997). Sob a premissa da existência de conservadorismo, as variações negativas tendem a ser revertidas mais rapidamente (são transitórias). Portanto, o coeficiente β_4 seria negativo e estatisticamente significativo na presença de conservadorismo.

3.2.3 Métrica 3

A métrica desenvolvida por Ball e Shivakumar (2005) é fundamentada em Basu (1997). A principal diferença é que esse modelo pode ser utilizado para identificar reconhecimento assimétrico de perdas em companhias não listadas em bolsas. Ball e Shivakumar (2005) valem-se das acumulações contábeis (*accruals*) para captar o conservadorismo. O modelo empírico desenvolvido pelos autores é o seguinte:

$$ACCRUALS_{it} = \beta_1 + \beta_2 DCFO_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 DCFO_{it} CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

- i) $ACCRUALS_{it}$: são as acumulações contábeis da empresa *i* no período *t*;
- ii) CFO_{it} : fluxo de caixa gerado ou consumido pelas atividades operacionais da empresa *i* no período *t*; e
- iii) $DCFO_{it}$: variável binária que assume valor 1 caso o fluxo de caixa operacional seja negativo e 0, caso contrário.

Tanto a variável $ACCRUALS$ como a variável CFO são escalonadas pelo valor do ativo total de *t*-1. Para o cálculo do $ACCRUALS$, foi utilizada a pesquisa de Hribar e Collins (2002). Nesta pesquisa, os autores levantaram uma série de crítica acerca da tentativa de outros trabalhos empíricos tentarem estimar os *accruals* pelas variações das contas do balanço patrimonial. Segundo os autores, esse procedimento leva a erros significativos de mensuração. Para mitigar tal problema, nessa tese o cálculo do $ACCRUALS$ é dado por:

$$ACCRUALS_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (4)$$

Em que:

- i) $ACCRUALS_{it}$: são as acumulações contábeis da empresa *i* no período *t*;
- ii) NI_{it} : resultado do período da empresa *i* no período *t*; e
- iii) CFO_{it} : fluxo de caixa gerado ou consumidos pelas atividades operacionais da empresa *i* no período *t*.

No modelo 3, o coeficiente β_4 mensura a presença do conservadorismo contábil. Se o coeficiente for positivo e significativo do ponto de vista estatístico, há indícios da presença de conservadorismo. Em essência, a ideia do modelo é a mesma de Basu (1997). Nessa métrica, CFO é a *proxy* para capturar boas ou más notícias.

3.2.4 Métrica 4

Khan e Watts (2009) estimaram uma métrica de conservadorismo no nível da firma chamada pelos autores de C_Score. Khan e Watts (2009) partiram do modelo de Basu (1997), apresentado na seção 3.2.1. Para estimar o coeficiente β_3 , que representa a tempestividade no reconhecimento das boas notícias (chamado pelos autores de G_Score), e o coeficiente β_4 , que representa a tempestividade do reconhecimento de más notícias em relação às boas (C_Score), os autores empregaram os modelos a seguir:

$$G_Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 MTB_i + \mu_4 Lev_i \quad (5)$$

$$C_Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 MTB_i + \lambda_4 Lev_i \quad (6)$$

Em que:

- i) $Size_i$: logaritmo natural do total de ativos;
- ii) MTB_i : preço da ação dividido pelo seu valor patrimonial; e
- iii) Lev_i : soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total.

Os coeficientes μ e λ (1-4) são constantes para todas as firmas em um ano, mas variam entre os anos, pois são estimados por meio de dados em seção cruzada. As equações 5 e 6 não são modelos de regressão e são substituídas na equação 1:

$$\frac{NI_{it}}{VM_{it-1}} = \beta_1 + \beta_2 D_i + Ret_i(\mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 MTB_i + \mu_4 Lev_i) + D_i Ret_i(\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 MTB_i + \lambda_4 Lev_i) + (\delta_1 Size_i + \delta_2 MTB_i + \delta_3 Lev_i + \delta_4 D_i Size_i + \delta_5 D_i MTB_i + \delta_6 D_i Lev_i) + \varepsilon_i$$

(7)

A equação 7 é resultado da substituição das equações 5 e 6 na equação 1. Da mesma forma que em Khan e Watts (2009, p. 136), também foi necessário incluir os termos dos últimos parênteses. Os termos surgem em razão da inclusão das variáveis Size, MTB e LEV e da interação dessas variáveis com D. A equação 7 foi estimada para os anos de 2010, 2011, 2012 e 2013 pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Foram estimados modelos robustos à heterocedasticidade. Os coeficientes associados a $\lambda_1 D_i Ret_i$, $\lambda_2 Size_i D_i Ret_i$, $\lambda_3 MTB_i D_i Ret_i$ e $\lambda_4 Lev_i D_i Ret_i$ foram utilizados para o cálculo do C_Score. Quanto maior o C_Score, mais conservadora a companhia.

3.3 Estrutura de propriedade

Inicialmente, frisa-se que no Apêndice B há uma série de exemplos acerca de como os dados foram coletados.

A pesquisa de referência para a coleta das variáveis de estrutura de propriedade foi Aldrighi e Mazzer Neto (2007). Tanto a participação direta como a indireta dos acionistas foram consideradas. Para o estudo dos efeitos da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil foram coletadas quatro variáveis:

- i) VOTE: direito de voto do Maior Acionista Último (MAU) ou bloco de controle formado por meio de um acordo entre acionistas;
- ii) DIV: divergência entre os direitos de voto e fluxo de caixa do MAU ou bloco de controle formado por meio de um acordo entre acionistas;
- iii) MAU_2: variável binária para indicar a presença de um segundo maior acionista último com 15% ou mais das ações com direito a voto e sem participação no acordo de acionistas (MAU_2); e

- iv) PYRAMIDAL: variável binária para indicar se a companhia é controlada por meio de estrutura piramidal de controle.

O documento utilizado para a coleta de dados a respeito da estrutura de propriedade das companhias foi o Formulário de Referência (FR). Especificamente, o campo 15.1/2. De acordo com o Art. 24 da Instrução Normativa 480 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o prazo para entrega do FR é de 5 meses contados a partir da data de encerramento do exercício social anterior. Por exemplo, as companhias podem arquivar o FR referente ao ano de 2013 até 31 de maio de 2014. Porém, não é claro se os dados de estrutura de propriedade constantes do FR sejam os referentes à posição exata de 31 de dezembro de 2013, pois as companhias o atualizam constantemente..

Em virtude dessa limitação, na coleta dos dados de estrutura de propriedade foi adotado o procedimento de sempre utilizar o primeiro FR arquivado no exercício social corrente e utilizá-lo como *proxy* para os dados de estrutura de propriedade do exercício social anterior. Por exemplo, para coletar os dados do exercício social de 2010, foram utilizados os primeiros FRs arquivados em de 2011.

A seguir, são explicados os procedimentos para a coleta de cada variável de estrutura de propriedade.

3.3.1 VOTE

O MAU é o acionista que possui, direta ou indiretamente, a maior participação no capital votante da companhia. O percentual de ações em posse do MAU (VOTE) foi utilizado na pesquisa para mensurar a concentração de controle. Para definir se o MAU é ou não o controlador, adotou-se como ponto de corte o percentual de 50%. Acima desse percentual, o MAU foi classificado como controlador.

A adoção de 50% como ponto de corte é uma necessidade prática para viabilizar a pesquisa. Contudo, o controle pode, de fato, ser exercido com percentual inferior. Para ilustrar essa afirmação, recorre-se ao pronunciamento contábil que trata da consolidação das

demonstrações contábeis, CPC 36 (R3). Para fins de consolidação, necessita-se, precipuamente, definir quem detém o controle de uma empresa qualquer. No item 6 desse documento consta uma definição de controle: “O investidor controla a investida quando está exposto a, ou tem direitos sobre, retornos variáveis decorrentes de seu envolvimento com a investida e tem a capacidade de afetar esses retornos por meio de seu poder sobre a investida.” Constata-se que o percentual de direito de voto não é, unicamente, o determinante para definir controle. O mesmo ocorre quando recorre-se à Lei 6.404/76. No Art. 116 consta que o acionista controlador pode ser uma pessoa, física ou jurídica, ou grupo de investidores vinculados por meio de um acordo que é “é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”.

Então, se um acionista detiver mais de 50% das ações votantes, provavelmente terá preponderância nas deliberações. Não obstante, nenhum dos dois documentos, CPC 36 (R3) ou Lei 6.404/76, mencionam que possuir mais de 50% das ações votantes é condição necessária para dizer que um acionista é controlador. Nesta pesquisa, sim.

Para a coleta da variável, inicialmente foram observados os acionistas diretos das companhias. Em seguida, quando os participantes diretos não eram pessoas físicas (PF), mas sim pessoas jurídicas (PJ), passou-se a análise da estrutura indireta de propriedade, até se chegar ao MAU.

Por exemplo, suponha que uma companhia A possua participação de 60% no capital votante da companhia B. Adicionalmente, suponha que uma PF detenha 53% do capital votante de A. Para os fins desta pesquisa, indiretamente a PF detém 60% do capital votante de B. Pelo fato de a PF deter o controle de A, supôs-se que ela também detém indiretamente o controle de B. O poder de voto da PF corresponde ao montante de ações com direito a voto que A detém de B.

Com base no mesmo exemplo, suponha que ao invés de possuir 53% das ações votantes de A o acionista detivesse apenas 40%. Nessas situação, seria necessário analisar se algum outro acionista detém a maioria dos direitos de voto. Supondo que nenhum acionista detivesse a maioria dos votos, o procedimento para obter o percentual de controle seria a multiplicação da

participação que a PF tem em A pela multiplicação do percentual de ações com direito a voto que A detém em B. Ou seja: $40\% \times 60\% = 24\%$.

No caso de famílias, somou-se a participação dos acionistas com o mesmo sobrenome. É um procedimento imperfeito, pois as famílias não correspondem, necessariamente, a grupos homogêneos de pessoas como o mesmo interesse. Contudo, também é uma maneira de simplificar a construção da base de dados necessária³⁹ à consecução da pesquisa.

Em síntese, o procedimento acima foi empregado para encontrar o percentual de ações em posse do MAU. Contudo, há companhias que possuem acordo de acionistas arquivados em sua sede. Nesse caso, o acordo entre acionistas também foi levado em consideração.

Suponha que uma companhia X listada em bolsa possua quatro acionistas e emita apenas ações ordinárias: V (20%), W (15%), Y (34%) e Z (10%). Suponha que o investidor V seja controlado pelo investidor P, que detém 51% das ações seu capital votante. Suponha que o investidor W não tenha um controlador definido. Os investidores Y e Z são PF. Ainda, leve em conta que os acionistas V e W formalizaram um acordo de acionistas.

Na situação exposta, o MAU é a PF Y, que detém 34% do capital votante de X. Então, esse dado foi coletado e inserido no banco de dados. Além disso, também foi coletado o VOTE quando leva-se em conta o acordo de acionistas. O procedimento adotado foi o seguinte: se o participante do acordo entre acionistas é controlado por outro investidor, o controlador é quem participa do acordo. Se o participante do acordo não possui controlador definido, o próprio participante será inserido no acordo. Assim, o MAU é representado pelo acordo de acionistas e os participantes são o investidor P (controlador de V) e W (não possui controlador). A soma das participações de ambos redonda em 35% (20% + 15%).

Em síntese, a coleta da variável VOTE foi feita levando-se em conta tanto a participação do MAU sem considerar os acordos entre acionistas e, também, levando-se em conta tal acordo.

³⁹ Uma exceção a tal procedimento foi considerar os investidores Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcelo Telles como um investidor único, como se fossem uma família.

3.3.2 DIV

Para calcular a DIV do MAU foram levadas em consideração as participações diretas e indiretas. A DIV corresponde à diferença entre direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN). Os direitos sobre o fluxo de caixa são aproximados pela participação do MAU no capital total (CT) da companhia sob análise. Teoricamente, corresponde aos direitos sobre os dividendos. Tal procedimento é uma *proxy*, pois o percentual de dividendos dependeria de conhecer os privilégios das diferentes espécies ou classes de ações (Aldrighi & Mazzer Neto, 2005, pp. 120-121).

Retomando o primeiro exemplo da seção anterior, o VOTE da PF era de 60%. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, o cálculo é o seguinte: $53\% \times 60\% = 31,80\%$. Então, o VOTE é de 60% e OWN é de 31,80%. Portanto, a DIV será de 28,20%.

Da mesma que forma que no caso do VOTE, os acordos entre acionistas foram levados em consideração para o cálculo do DIV.

Retomando o segundo exemplo da seção anterior, o VOTE de P e W somado correspondia a 35%. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, tem-se que o OWN de W será a sua própria participação (15%). Contudo, em relação a P, o OWN será dado por: $51\% \times 20\% = 10,20\%$. Portanto, a DIV, quando levada em conta o acordo entre acionistas, será de 9,80% ($35\% - 25,20\%$). Ainda nesse exemplo, quando o acordo de acionistas não é levado em consideração, a DIV é 0%, pois o MAU passa a ser o investidor Y, que é uma PF.

3.3.3 MAU_2

A fim de levar em conta o potencial efeito do monitoramento de um outro acionista relevante, também foi coletada informações acerca da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2). O procedimento para identificação de tal acionista foi similar ao descrito em 3.3.1.

Nos modelos empíricos, o MAU_2 será levada em conta por meio de uma variável binária. O critério para identifica-lo baseou-se na Lei 6.404/76; fez-se análise acerca dos percentuais que

concedem direitos aos não controladores. Por meio de tal pesquisa, chegou-se ao Quadro 1 a seguir:

Artigo da Lei 6.404/76	Percentual das ações	Direito
4-A	10% das ações em circulação	Solicitar revisão do valor da oferta em casos de cancelamento de negociação de ações no mercado
105	5% do capital total	Pedir a exibição dos registros contábeis (livros) integralmente
141	10% das ações votante	Solicitar a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de acumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários
141, § 4o, I	15% das ações com direito a voto	Eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia geral, excluído o acionista controlador
157	5% do capital total	Solicitar informações ao administrador da companhia (por exemplo, as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível)
159	5% do capital total	Propor ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.
161	10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto	Pedir a instalação do conselho fiscal
161, § 4º	Minoritário detentor de 10% das ações com direito a voto	Eleger membro do conselho fiscal
161, § 6º	5% do capital total	Solicitar informações ao conselho fiscal
277	5% das ações votantes ou preferenciais	Solicitar funcionamento de conselho fiscal das filiadas

Quadro 1 - Alguns direitos dos acionistas constantes da Lei 6.404/76 em função das ações detidas

Pelo Quadro 1, é possível inferir que um acionista que detenha 15% das ações direito a voto abarca praticamente todos os direitos possíveis para um acionista não controlador. Ademais, dado que o objetivo é captar o potencial de monitoramento do MAU_2, uma outra condição foi imposta: não fazer parte de acordo entre acionistas que envolva o MAU.

Postas estas duas condições, o critério para identificar o MAU_2, em síntese, foi o seguinte: ser o segundo maior acionista último, possuir 15% ou mais das ações com direito a voto e não fazer parte de acordos entre acionistas nos quais o MAU esteja presente, a fim de garantir a independência no monitoramento.

3.3.4 PYRAMIDAL

A mensuração de poder em estruturas que envolvem estruturas de controle piramidais é assunto de uma série de artigos empíricos e teóricos. Alguns exemplos são: Bertrand e Mullainathan (2003) e Levy (2009). Bertrand e Mullainathan (2003, p. 479) mencionam que a separação entre propriedade e controle em uma pirâmide gera grandes incentivos para o acionista último desviar recursos corporativos entre as diferentes firmas em uma pirâmide. Levy (2009, pp. 77-78) menciona que nas estruturas de propriedade das companhias, em algumas vezes não é trivial identificar quem é (são) o(s) atual(is) proprietário(s), principalmente em países nos quais haja complexas estruturas piramidais.

Nesta tese, estruturas de propriedades piramidais de controle (PYRAMIDAL) foram identificadas por meio de uma variável binária que assumiu o valor 1 quando a companhia era controlada por um acionista que valia-se de estrutura piramidal para exercer controle. Em linha com La Porta et al. (1999, p. 477-480), foram classificadas como piramidais as estruturas nas quais o MAU detinha controle na companhia sob análise e entre ele e a companhia sob análise havia pelo menos uma companhia listada em bolsa, também controlada pelo MAU. No Brasil, em quase três quartos das companhias listadas há investimento por meio de estrutura indireta, conforme Aldrighi e Mazzer Neto (2007) e Bortolon (2010). Contudo, a utilização de estruturas piramidais, seguindo a definição extraída de La Porta et al. (1999), é menos comum, como será apresentado nas estatísticas descritivas.

3.3.5. Dados adicionais coletados

Um objetivo secundário da tese foi apresentar uma panorama acerca da estrutura de propriedade e controle no Brasil para o período de 2010 a 2013. Esses dados reforçam a caracterização do principal problema de agência no Brasil. Para tanto, foram coletados alguns adicionais aos já apresentados. Salienta-se que esses dados não foram utilizados nos modelos empíricos, mas sim nas estatísticas descritivas.

Para fins de estatísticas descritivas, foram coletados dados de VOTE e DIV do segundo maior acionista último e também do terceiro maior acionista último. Esses dados também foram coletados levando-se em conta a estrutura direta e indireta de propriedade.

A identidade do maior acionista último, segundo maior acionista último e também do terceiro maior acionista último também foram coletadas. Foram levados em conta apenas acionistas com 5% ou mais do total de ações com direito a voto. As identidades definidas foram: i) Estado; ii) Estrangeiro; iii) Família ou indivíduo; iv) Fundo de investimento; v) Fundo de pensão; vi) Fundação; vii) Instituições Financeiras; e viii) Outros. As naturezas foram definidas com base em estudos prévios feitos no Brasil, principalmente Aldrighi e Mazzer Neto (2007). Há fundos de investimento, fundos de pensão e instituições financeiras que são estrangeiros, porém foram mantidos como estrangeiros apenas empresas, indivíduos e investimentos estatais. Então, os fundos de investimento e pensão e as instituições financeiras, mesmo quando sediadas fora do país, foram alocadas na respectiva categoria. Em “Outros” foram classificados, em grande parte, as empresas limitadas e sociedades por ações fechadas sem a abertura da respectiva estrutura de propriedade.

Outro dado adicional coletado foi a respeito do país de origem do maior, segundo e terceiro maiores acionista últimos. Conforme o parágrafo anterior, os fundos de investimento, fundos de pensão e instituições financeiras foram classificados conforme a respectiva identidade. Foram mantidos sob a rubrica "estrangeiros" apenas os investimentos estatais, famílias e demais pessoas jurídicas sem identificação. Contudo, a fim de proporcionar maiores informações acerca das participações dos estrangeiros nas companhias brasileiras da amostra, optou-se por elaborar um tabela contendo estatísticas para todos os estrangeiros, independentemente da classificação.

Foram coletados dados também acerca do número de intermediários controlados pelo maior acionista último entre ele e a empresa investida, bem como em quais desses intermediários a participação no capital total era inferior a 100%, um indício de tentativa de separar propriedade e controle.

Por fim, também foram coletados dados acerca da composição do capital social. Nas estatísticas acerca da estrutura de propriedade, optou-se por separar os dados de acordo com os segmentos de listagem (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Essa separação visa a atender a constatação de Gorga (2009). A autora conclui que o Novo Mercado abarca companhias com estruturas de propriedade diferentes.

Na seção seguinte, são apresentadas as variáveis de controle da pesquisa.

3.4 Variáveis de controle

Os estudos a respeito da relação entre conservadorismo e estrutura de propriedade revisados (e os estudos sobre conservadorismo de maneira geral) empregaram variáveis para controlar os resultados pelas características das companhias, em linha com as sugestões de Ball et al. (2013). Reforça-se que essa não é prática comum nos estudos sobre conservadorismo no Brasil, como pode ser constatado no Apêndice A.

Um dos problemas de não haver teoria sólida acerca da relação estudada é a dificuldade em selecionar quais variáveis de controle utilizar. Nessa pesquisa, as seguintes variáveis foram empregadas para controlar pelas características das companhias: tamanho (SIZE), endividamento (LEV), *market-to-book* (MTB), risco de litígio (LIT) e governança corporativa (GOV). A explicação do porquê incluir essas variáveis, exemplos de pesquisas que também o fizeram e a definição operacional são apresentadas a seguir:

a) Tamanho (SIZE): LaFond e Watts (2008, p. 475) argumentam que há pelo menos três motivos para relacionar tamanho com conservadorismo: i) custos políticos; ii) assimetria de informação; e iii) agregação de resultados e retornos entre vários segmentos. Os autores mencionam que o primeiro motivo prediz relação positiva entre tamanho e conservadorismo, enquanto os outros dois predizem relação negativa. Exemplos de pesquisas que controlaram por SIZE foram: Sánchez et al. (2011), Goh e Li (2011), Ramalingegowda e Yu (2012) e

Ahmed e Duellman (2013), Kravet (2014). A operacionalização da variável foi a seguinte: logaritmo natural do ativo total.

b) Endividamento (LEV): Watts (2003a, p. 212), Ahmed et al. (2002) e Zhang (2008) expõem que os credores irão se beneficiar do conservadorismo contábil e, provavelmente, o demandarão, a fim de que os acionistas não sejam remunerados em detrimento deles. Exemplos de pesquisas que incluíram LEV como controle são: LaFond e Watts (2008), Ettredge et al. (2012) e Cullinan et al. (2012). A operacionalização da variável foi a seguinte: soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo o ativo total.

c) *Market-to-Book ratio* (MTB): Roychowdhury e Watts (2007) estudaram a relação entre o reconhecimento tempestivo e assimétrico de perdas e o MTB, ambos são utilizados como *proxy* de conservadorismo em pesquisas empíricas. Os autores mostraram que a Métrica 1, de Basu (1997), quando calculada para apenas um período é afetada pela composição inicial do patrimônio líquido. Uma maneira de levar em conta o achado dos autores é incluir o MTB como um variável de controle nos modelos empíricos, assim como fizeram LaFond e Roychowdhury (2008). Outras pesquisas que incluem MTB como variável de controle são: Lara et al. (2007), LaFond e Watts (2008), Lara et al. (2009), Haw et al. (2012), Ramalingegowda e Yu (2012) e Ahmed e Duellman (2013). A variável foi operacionalizada da seguinte forma: divisão do valor de mercado das ações sobre o patrimônio líquido, ambos referentes ao final do período.

d) Risco de litígio (LIT): Watts (2003a, p. 216) expõe que uma possível explicação para o conservadorismo é o risco de litígio, dos executivos, conselheiros e auditores, em relação aos acionista e órgãos reguladores, em função de ser mais provável que litígios ocorram em situações nas quais os ativos estejam superavaliados do que nas situações em que estejam subavaliados. Exemplos de pesquisas que incluem o risco de litígio como variável de controle são: LaFond e Roychowdhury (2008), Goh e Li (2011), Haw et al. (2012) e Ramalingegowda e Yu (2012). A operacionalização da variável foi a seguinte: soma das provisões dos passivos circulante e não circulante dividida pelo passivo total. A operacionalização não é a mesma que a seguida pela a literatura internacional. Todavia, Watts (2003a) e Qiang (2007) sugerem que risco de litígio é uma variável relevante para explicar conservadorismo. Geralmente, a literatura aplica uma métrica de risco *ex ante*. Em razão de não haver no Brasil métrica semelhante, optou-se por construir uma métrica para tentar mensurar risco de litígio. As

provisões reconhecidas nas demonstrações contábeis referem-se a eventos já ocorridos. Portanto, a métrica aqui desenvolvida é *ex post*. A intuição da métrica é que companhias com maiores riscos de litígios também possuem maior nível de provisionamento (por isso a comparação com o passivo total) do que companhias com menores riscos de litígio. A escolha é criticável, porém defensável.

e) Governança corporativa (GOV): Lara et al. (2009) argumentam que práticas de governança corporativa consideradas de alta qualidade influenciam positivamente o reconhecimento assimétrico de perdas, principalmente pelo incremento nos controles internos das companhias, evidência que vai ao encontro de Goh e Li (2011). Watts (2003a, p. 214) argumenta que o conservadorismo apresenta sinais tempestivos acerca de projetos com valor presente líquido negativo e isso possibilita que acionistas não ligados à gestão ou bloco de controle tomem decisões com base nessas informações, os protegendo. Exemplos de pesquisas que utilizam governança corporativa como variável de controle são: Lara et al. (2007), Ahmed e Duellman (2007) e Lara et al. (2009). A operacionalização da variável foi a seguinte: divisão dos conselheiros classificados como independentes pelas companhias sobre o total de membros do conselho de administração. Assumiu-se que quanto maior o percentual de independentes, melhores as práticas de governança das companhias. Reconhece-se que a operacionalização é deveras simples, tendo em vista a complexidade e amplitude da variável “governança corporativa”. No entanto, em Bhagat, Bolton e Romano (2007) há ampla discussão acerca de como mensurar “governança corporativa”; os autores argumentam que uma métrica unívoca pode ser tão eficiente quanto índices amplos para mensurar a qualidade de governança corporativa.

Adicionalmente, foram incluídas variáveis binárias para cada ano (YEAR) do período estudado (2010 a 2013), com exceção de um.

O Quadro 2, a seguir, resume as principais variáveis do modelo.

Variável	Categoria	Descrição - Definição operacional	Principal(is) referência(s)	Fonte(s) do(s) dado(s)
VOTE	Estrutura de propriedade	Direito de voto do Maior Acionista Último (MAU) - percentual de ações com direito a voto em posse do MAU obtido observando-se tanto a participação direta como indireta no capital da companhia sob análise. Alternativamente, a variável também foi calculada levando-se em conta os acordos entre acionistas. Nesse caso, o acrônimo utilizado foi VOTE_AA. Quando o MAU ou bloco de acionistas detinham mais de 50% das ações com direito a voto, foi definido que também eram controladores da companhia sob análise.	La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007)	Formulário de Referência, campos 15.1 e 15.5
DIV	Estrutura de propriedade	Divergência entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa - diferença entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa do MAU ou bloco de acionistas formado por meio de acordo entre acionistas. Nesse caso, o acrônimo utilizado foi DIV_AA.	La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007)	Formulário de Referência, campos 15.1 e 15.5
MAU_2	Estrutura de propriedade	Presença de um segundo maior acionista - variável binária que assumiu o valor 1 quando havia a presença de um segundo maior acionista último. Considerou-se que havia um segundo maior acionista quando possuía 15% ou mais das ações com direito a voto e não fazia parte de acordos entre acionistas nos quais o MAU esteja presente, a fim de garantir a independência no monitoramento.	La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007)	Formulário de Referência, campos 15.1 e 15.5 e Lei 6.404/76
PYRAMIDAL	Estrutura de propriedade	Estruturas piramidais de controle - variável binária que assumiu o valor 1 quando a companhia era controlada por um acionista que valia-se de estrutura piramidal para exercer controle. Foram classificadas como piramidais as estruturas nas quais o MAU detinha controle na companhia sob análise e entre ele e a companhia sob análise havia pelo menos uma companhia listada em bolsa, também controlada pelo MAU.	La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007)	Formulário de Referência, campos 15.1 e 15.5
NI	Conservadorismo	Resultado do período - resultado do período de um ano (NI_1), acumulado para dois anos (R_2) e acumulado para três anos (R_3). A acumulação do resultado do período para dois e três anos segue o artigo de Roychowdhury e Watts (2007)	Basu (1997); Roychowdhury e Watts (2007)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)

Continua...

...Continuação

Variável	Categoria	Descrição – Definição operacional	Principal(is) referência(s)	Fonte(s) do(s) dado(s)
R	Conservadorismo	Retorno acionário - retorno acionário das ações em um ano (R_1), acumulado para dois anos (R_2) e acumulado para três anos (R_3). A acumulação do retorno para dois e três anos segue o artigo de Roychowdhury e Watts (2007)	Basu (1997); Roychowdhury e Watts (2007)	Economática
ΔNI	Conservadorismo	Variação do resultado do período - diferença entre o resultado do período do ano t em relação ao ano t-1	Basu (1997)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
CFO	Conservadorismo	Fluxo de caixa operacional - fluxo de caixa gerado ou consumido pelas atividades operacionais. Dado extraído da Demonstração dos Fluxos de Caixa.	Ball e Shivakumar (2005)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
ACCRUALS	Conservadorismo	Accruals - diferença entre NI e CFO.	Ball e Shivakumar (2005)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
C_Score	Conservadorismo	C_Score - métrica de conservadorismo ao nível da firma e calculada com base em SIZE, MTB e LEV.	Khan e Watts (2009)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
Size	Controle	Tamanho - logaritmo natural do ativo total.	Watts (2003a) e LaFond e Watts (2008)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
LEV	Controle	Endividamento - soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo o ativo total.	Ahmed et al. (2002) e Zhang (2008)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
MTB	Controle	Market to book - divisão do valor de mercado das ações sobre o patrimônio líquido, ambos referentes ao final do período.	Roychowdhury e Watts (2007)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)

Continua...

...Continuação

Variável	Categoria	Descrição - Definição operacional	Principal(is) referência(s)	Fonte(s) do(s) dado(s)
GOV	Controle	Governança corporativa - divisão dos conselheiros classificados como independentes pelas companhias sobre o total de membros do conselho de administração.	Ahmed e Duellman (2007), Lara et al. (2007) e Lara et al. (2009)	Formulário de Referência, campos 12.6/8
LIT	Controle	Risco de litígio - soma das provisões dos passivos circulante e não circulante dividida pelo passivo total.	Watts (2003a)	Economática e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)
YEAR	Controle	Ano - variáveis binárias para cada ano do período estudado (2010 a 2013), com exceção de um.	N.A.	N.A.

Quadro 2 – Principais variáveis do estudo

3.5 Modelos empíricos

Os modelos empíricos utilizados para responder a questão de pesquisa enunciada na seção 1.2 são apresentados a seguir. As variáveis referentes aos modelos originais de conservadorismo foram apresentadas em 3.2.1, 3.2.2, 3.2.3 e 3.2.4. As variáveis de estrutura de propriedade (OWNERSHIP) foram discutidas em 3.3.1, 3.3.2, 3.3.3 e 3.3.4. As variáveis de controle (CONTROLES) constam da seção 3.4. Nos modelos, a variável OWNERSHIP refere-se as quatro variáveis de estrutura de propriedade: VOTE, DIV, MAU_2 e PYRAMIDAL. Os modelos foram estimados para cada variável. A variável CONTROLES sumariza as variáveis de controle: SIZE, LEV, MTB, LIT e GOV. A variável binária YEAR refere-se a cada ano de 2010 a 2013, com exceção de um.

Todos os modelos foram adaptados para contemplar as variáveis de estrutura de propriedade e as variáveis de controle.

O modelo 8 representa a adaptação da Métrica 1:

$$\begin{aligned} \frac{NI_{it}}{VM_{it-1}} = & \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 Re t_{it} + \beta_4 Re t_{it} * D_{it} + \beta_5 OWNERSHIP_{it} + \beta_6 OWNERSHIP_{it} * Re t_{it} \\ & + \beta_7 OWNERSHIP_{it} * D_{it} + \beta_8 OWNERSHIP_{it} * D_{it} * Re t_{it} + \beta_9 CONTROLES_{it} + \beta_{10} CONTROLES_{it} * Re t_{it} \\ & + \beta_{11} CONTROLES_{it} * D_{it} + \beta_{12} CONTROLES_{it} * D_{it} * Re t_{it} + YEAR_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

O modelo 9 representa a adaptação da Métrica 2:

$$\begin{aligned} \frac{\Delta NI_{it}}{AT_{it-1}} = & \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 \Delta NI_{it-1} + \beta_4 \Delta NI_{it-1} * D_{it} + \beta_5 OWNERSHIP_{it} + \beta_6 OWNERSHIP_{it} * \Delta NI_{it-1} \\ & + \beta_7 OWNERSHIP_{it} * D_{it} + \beta_8 OWNERSHIP_{it} * D_{it} * \Delta NI_{it-1} + \beta_9 CONTROLES_{it} + \beta_{10} CONTROLES_{it} * \Delta NI_{it-1} \\ & + \beta_{11} CONTROLES_{it} * D_{it} + \beta_{12} CONTROLES_{it} * D_{it} * \Delta NI_{it-1} + YEAR_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

O modelo 10 representa a adaptação da Métrica 3:

$$\begin{aligned} ACC_{it} = & \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 CFO_{it} * D_{it} + \beta_5 OWNERSHIP_{it} + \beta_6 OWNERSHIP_{it} * CFO_{it} \\ & + \beta_7 OWNERSHIP_{it} * D_{it} + \beta_8 OWNERSHIP_{it} * D_{it} * CFO_{it} + \beta_9 CONTROLES_{it} + \beta_{10} CONTROLES_{it} * CFO_{it} \\ & + \beta_{11} CONTROLES_{it} * D_{it} + \beta_{12} CONTROLES_{it} * D_{it} * CFO_{it} + YEAR_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (10)$$

Por fim, o modelo 11 representa a adaptação da Métrica 4:

$$C_Score_{it} = \beta_1 + \beta_2 OWNERSHIP_{it} + \beta_3 CONTROLES_{it} + YEAR_t + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Nos modelos 8, 9 e 10 referentes às métricas 1, 2 e 3, respectivamente, a principal variável de interesse é a atrelada ao coeficiente β_8 . No modelo 11, que é referente à métrica 4, a variável de interesse é a atrelada ao coeficiente β_2 . O Quadro 3 apresenta o comportamento esperado desses coeficientes para confirmar as hipóteses.

	Métrica 1	Métrica 2	Métrica 3	Métrica 4
Coefficiente principal de interesse	β_8	β_8	β_8	β_2
Hipótese 1a	-	+	-	-
Hipótese 1b	-	+	-	-
Hipótese 2a	-	+	-	-
Hipótese 2b	-	+	-	-
Hipótese 3	+	-	+	+
Hipótese 4	-	+	-	-

Quadro 3 – Comportamento esperado dos coeficientes de interesse.

3.6 Tratamento estatístico

Todas as variáveis contínuas, com exceção de VOTE e DIV, sofreram winsorização de 1%. Os modelos foram estimados por meio da abordagem de dados em painel. Para a validação, foram adotados métodos convencionalmente utilizados para a averiguação dos pressupostos, a fim de identificar potenciais violações e métodos de correção adequados. Além da falta de normalidade, testes preliminares apresentaram evidências de heterocedasticidade e autocorrelação serial. Para corrigir os dois últimos problemas econométricos, foram estimados painéis robustos a heterocedasticidade e as observações foram agrupadas por firma. Esse procedimento está em linha com a recomendação de Barros (2005) e Ramalingegowda e Yu (2012). A referência para ambos os autores foi a pesquisa de Petersen (2009) e também serviu de referência para esta tese.

Ball et al. (2013) sugerem estimar modelos de painel com efeito fixo para mitigar problemas de viés em modelos que visam a mensurar conservadorismo. A recomendação foi seguida e todos os modelos apresentados são os estimados por meio de painel com efeito fixo, tanto nas unidades como no tempo.

No próximo capítulo são apresentados os resultados obtidos.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O objetivo desse capítulo é apresentar os principais resultados da pesquisa. Inicialmente, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis empregadas na pesquisa. Em seguida, apresenta-se um breve panorama acerca da estrutura de propriedade e controle no Brasil, para o período de 2010 a 2013. Por fim, são apresentados os testes das hipóteses.

4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos testes empíricos, divididas em três painéis: a) variáveis originais de conservadorismo, b) variáveis de estrutura de propriedade; e c) variáveis de controle.

Quanto às variáveis originais de conservadorismo, o resultado médio do período em t escalonado pelo valor do mercado em $t-1$ foi de 0,0356, 0,1474 e 0,2669, para um ano, acumulado para dois e três anos, respectivamente. A variação do resultado do período de t para $t-1$, escalonada pelo ativo total em $t-1$, foi, em média, negativa em -0,0047. Os ACCRUALS também apresentaram comportamento médio negativo (-0,0153). O C_Score médio foi de 0,1726; o retorno acionário para um ano (0,0668), acumulado para dois anos (0,4716) e acumulado para três anos (0,4930) também apresentaram comportamento médio positivo. O fluxo de caixa das operações médio foi de 0,0657. Isoladamente, as variáveis originais do modelo de conservadorismo não servem para tirar conclusões acerca da relação com outras variáveis, dada a natureza dos modelos.

Em relação às variáveis de estrutura de propriedade, em média o MAU detém quase 50% das ações com direito a voto e a divergência de direito é de, aproximadamente, 15%. Quando o acordo entre acionistas é considerado, os percentuais são elevados para 58,94% e 16,07%, respectivamente. O uso de estruturas piramidais é baixo, cerca de 6%. Além disso, apenas 16% das companhias, aproximadamente, possui um segundo maior acionista que não participe do acordo entre acionistas.

Por fim, em relação às variáveis de controle, o endividamento (LEV) médio das companhias é 0,55 (isso indica maior utilização, em média, de capital de terceiros). O valor de mercado das ações da empresa sobre o patrimônio líquido (MTB) apresentou média de 2,35. As provisões (LIT) representam, em média, 8% do passivo total das empresa. Quase 20% dos conselheiros são membros independentes (GOV), conforme informação das companhias publicada no FR.

A Tabela 5 apresenta a correlação entre as variáveis da pesquisa. Não é possível tirar nenhuma conclusão definitiva a respeito da tabela, mas alguns resultados interessantes são comentados a seguir.

As variáveis VOTE, VOTE_AA, DIV e DIV_AA apresentaram o seguinte comportamento em relação às variáveis: i) correlação negativa e estatisticamente significativa com RET_1, RET_2 e RET_3; ii) correlação negativa e estatisticamente significativa com CFO (exceto DIV_AA); iii) correlação negativa e estatisticamente significativa com GOV. Esse último resultado apresentou correlação negativa relativamente alta em comparação com as demais correlações, indicando que a concentração de direitos de voto e divergência entre direitos de voto e direitos o fluxo de caixa apresentam relação correlação negativa com a presença de conselheiros independentes no conselho.

As variáveis de controle SIZE, LEV, MTB, LIT e GOV apresentaram baixa correlação entre si. Esse é um indício que, provavelmente, não ocorra problemas de multicolinearidade nos modelos empíricos da pesquisa.

Na seção 4.2 são apresentadas mais alguns estatísticas descritivas, porém específicas quanto à estrutura de propriedade das companhias.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das principais variáveis da pesquisa

Variável	N	Proporção	Média	Desvio-padrão	Quartis		
					25%	50%	75%
Painel A: variáveis originais dos modelos de conservadorismo							
NI_1	887	N.A.	0,0356	0,1814	0,0107	0,0583	0,1042
NI_2	852	N.A.	0,1474	0,3325	0,0373	0,1457	0,2703
NI_3	600	N.A.	0,2669	0,4943	0,0635	0,2431	0,4361
ΔNI	652	N.A.	-0,0047	0,0624	-0,0220	0,0012	0,0179
ACCRUALS	886	N.A.	-0,0153	0,0935	-0,0663	-0,0231	0,0247
C_SCORE	887	N.A.	0,1726	0,9814	-0,5973	0,1994	0,8843
RET_1	887	N.A.	0,0668	0,3908	-0,1998	0,0113	0,2926
RET_2	846	N.A.	0,4716	1,0936	-0,1851	0,2340	0,7674
RET_3	806	N.A.	0,4930	1,1683	-0,2461	0,1886	0,9095
ΔNI_{it-1}	652	N.A.	0,0015	0,0581	-0,0211	0,0034	0,0239
CFO	886	N.A.	0,0657	0,1014	0,0127	0,0634	0,1192
Painel B: variáveis de estrutura de propriedade							
VOTE	887	N.A.	49,71%	27,58%	25,40%	50,18%	68,41%
VOTE_AA	887	N.A.	58,94%	27,63%	37,96%	59,80%	81,46%
DIV	887	N.A.	15,32%	19,98%	0,00%	4,19%	28,69%
DIV_AA	887	N.A.	16,07%	20,72%	0,00%	3,75%	31,74%
MAU_2	887	15,78%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
PYRAMIDAL	887	5,86%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Painel C: variáveis de controle							
SIZE	887	N.A.	14,7955	1,6259	13,7584	14,8478	15,8918
LEV	887	N.A.	0,5509	0,1994	0,4280	0,5620	0,6870
MTB	887	N.A.	2,3478	2,9520	0,8500	1,4600	2,5800
LIT	887	N.A.	0,0795	0,1244	0,0123	0,0380	0,0902
GOV	887	N.A.	0,1936	0,2005	0,0000	0,1667	0,3333

Nota: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis da pesquisa. **NI_1**, **NI_2** e **NI_3** = resultados do período acumulados durante um, dois e três anos, respectivamente, divididos pelo valor de mercado das ações no período inicial de acumulação. **ΔNI** = diferença do lucro em t em relação t-1 dividida pelo ativo total no início do período. **ACCRUALS** = diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa operacional líquido (CFO) dividido pelo ativo total no início do período. **C_SCORE** = métrica de conservadorismo calculada conforme a seção 3.2.4. **RET_1**, **RET_2** e **RET_3** = retornos das ações acumulados para um, dois e três anos, respectivamente. **ΔNI_{it-1}** = diferença do resultado do período entre t-1 e t-2 dividida pelo ativo total no início do período t-2. **CFO** = fluxo de caixa operacional líquido dividido pelo ativo total no início do período. **VOTE** = direito de voto do Maior Acionista Último (MAU) sem levar em consideração os acordos entre acionistas. **VOTE_AA** = direito de voto do Maior Acionista Último (MAU) ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e fluxo de caixa (OWN) do MAU, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. **DIV_AA** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e fluxo de caixa (OWN) do MAU ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. **MAU_2** = variável binária que assume o valor 1 a companhia possui um segundo maior acionista último com 15% ou mais de ações com direito a voto. **PYRAMIDAL** = variável binária que assume o valor 1 se a companhia é controlada por meio de estrutura piramidal de controle. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LIT** = soma das provisões constantes dos passivos circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia.

Tabela 5 – Correlação entre variáveis

Variáveis	VOTE	VOTE_ AA	DIV	DIV_AA	MAU_2	PYRAMI DAL	NI_1	NI_2	NI_3	Δ NI	Accruals	C_SCORE	RET_1	RET_2	RET_3	Δ NI _{t-1}	CFO	SIZE	LEV	MTB	LIT	GOV
VOTE	-																					
VOTE_AA	0,80***	-																				
DIV	0,64***	0,55***	-																			
DIV_AA	0,57***	0,57***	0,94***	-																		
MAU_2	-0,07**	-0,18***	-0,04	-0,04	-																	
PYRAMIDAL	0,21***	0,17***	0,40***	0,36***	-0,02	-																
NI_1	-0,04	-0,01	-0,04	-0,02	0,02	-0,04	-															
NI_2	-0,01	0,04	-0,07**	-0,06*	0,01	-0,08**	0,72***	-														
NI_3	0,01	0,01	-0,07*	-0,06	-0,01	-0,07*	0,57***	0,71***	-													
Δ NI	-0,08**	-0,07*	-0,02	-0,01	0,05	-0,02	0,50***	0,18***	0,11***	-												
Accruals	0,05	-0,04	-0,05*	-0,05	0,10***	0,01	0,35***	0,28***	0,31***	0,33***	-											
C_SCORE	0,02	0,01	0,03	0,03	0,01	-0,01	0,05	0,03	0,01	0,01	0,02	-										
RET_1	-0,07**	-0,06*	-0,09***	-0,07**	0,03	-0,02	0,33***	0,35***	0,18***	0,25***	0,07**	0,23***	-									
RET_2	-0,09***	-0,11***	-0,15***	-0,14***	0,02	-0,05	0,28***	0,51***	0,38***	0,23***	0,16***	-0,01	0,59***	-								
RET_3	-0,13***	-0,12***	-0,18***	-0,17***	0,01	-0,09**	0,25***	0,28***	0,56***	0,11***	0,10***	0,02	0,35***	0,30***	-							
Δ NI _{t-1}	-0,08**	-0,06	-0,07*	-0,05	0,04	0,04	0,25***	0,41***	0,15***	-0,16***	0,17***	-0,06	0,12***	0,25***	0,24***	-						
CFO	-0,18***	-0,07*	-0,07**	-0,04	-0,11***	0,07**	0,20***	0,19***	0,13***	0,19***	-0,60***	-0,04	0,26***	0,17***	0,25***	0,12***	-					
SIZE	-0,23***	-0,10***	-0,08**	-0,05	-0,21***	0,05	0,03	0,07**	0,07*	0,04	0,11***	0,01	-0,03	-0,03	0,02	-0,02	0,12***	-				
LEV	0,03	0,06*	0,07**	0,08**	-0,02	-0,02	-0,21***	-0,22***	-0,21***	-0,01	-0,15***	0,10***	-0,12***	-0,10***	-0,11***	-0,18***	-0,13***	0,19***	-			
MTB	-0,15***	-0,11***	-0,12***	-0,09***	-0,07**	0,04	0,01	-0,02	-0,04	0,10**	0,06*	0,01	0,21***	0,19***	0,22***	0,08**	0,35***	-0,02	0,24***	-		
LIT	0,09***	0,07**	0,02	0,05	0,03	-0,01	0,04	-0,01	-0,02	0,04	0,01	-0,02	-0,05	-0,06*	-0,04	-0,01	-0,01	-0,12***	-0,18***	-0,05	-	
GOV	-0,36***	-0,44***	-0,32***	-0,33***	-0,01	-0,03	-0,07**	-0,05	-0,01	-0,03	0,06*	-0,04	-0,01	0,07**	0,13***	0,03	-0,02	0,16***	0,08**	0,12***	-0,15***	-

Nota: Esta tabela apresenta as correlações entre as variáveis da pesquisa. **VOTE** = direito de voto do Maior Acionista Último (MAU) sem levar em consideração os acordos entre acionistas. **VOTE_AA** = direito de voto do Maior Acionista Último (MAU) ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e fluxo de caixa (OWN) do MAU, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. **DIV_AA** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e fluxo de caixa (OWN) do MAU ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. **MAU_2** = variável binária que assume o valor 1 a companhia possui um segundo maior acionista último com 15% ou mais de ações com direito a voto. **PYRAMIDAL** = variável binária que assume o valor 1 se a companhia é controlada por meio de estrutura piramidal de controle. **NI_1**, **NI_2** e **NI_3** = resultados do período acumulados durante um, dois e três anos, respectivamente, divididos pelo valor de mercado das ações no período inicial de acumulação. **Δ NI** = diferença do lucro em t em relação t-1 dividida pelo ativo total no início do período. **Accruals** = diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa operacional líquido (FCO) dividido pelo ativo total no início do período. **C_SCORE** = métrica de conservadorismo calculada conforme a seção 3.2.4. **RET_1**, **RET_2** e **RET_3** = retornos das ações acumulados para um, dois e três anos, respectivamente. **Δ NI_{t-1}** = diferença do resultado do período entre t-1 e t-2 dividida pelo ativo total no início do período t-2. **CFO** = fluxo de caixa operacional líquido dividido pelo ativo total no início do período. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LIT** = soma das provisões constantes dos passivos circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. ***, ** e * denotam a significância estatística das correlações nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

4.2 Estrutura de propriedade e controle no Brasil

Nesta seção dos resultados, apresenta-se um dos subprodutos da coleta de dados para a estruturação da base dados para a tese. Em função de ter sido necessário estudar profundamente as estruturas de propriedades das companhias para a composição das quatro principais variáveis da pesquisa (VOTE, DIV, MAU_2 e PYRAMIDAL), houve condições de traçar um panorama recente acerca da estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras. Esta seção soma-se, principalmente, às pesquisas de Valadares e Leal (2000), Leal et al. (2002), Leal e Silva (2008), Aldrighi e Mazzer Neto (2005, 2007), Gorga (2009) e Bortolon (2010).

Na Tabela 6, são apresentados os dados acerca da identidade dos três maiores acionistas últimos das companhias. Reforça-se que foram levados em conta na coleta apenas acionistas que detivessem, direta e/ou indiretamente, mais de 5% do capital votante da companhias sob análise. As famílias ou indivíduos são os principais acionistas em, praticamente, 63% das companhias da amostra. O Estado é o segundo principal maior acionista (10,37%). O resultado é similar ao Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 138), que, para o período de 1997 a 2002, encontraram que as famílias eram os maiores acionistas em 54,6% das companhias. Bortolon (2010, p. 75) para os anos de 2004 e 2006 encontrou que o maior acionista último era uma família ou pessoa física em, aproximadamente, 48% das companhias analisadas. Apesar das variações entre as pesquisas, conclui-se que as famílias ou pessoas físicas são os principais acionistas das companhias abertas no Brasil.

Estendendo as pesquisas até então empreendidas no Brasil, a identidade do segundo e terceiros maiores acionistas também foi coletada. Posto que diversas pesquisas permitem concluir que a estrutura de propriedade no Brasil é concentrada, conhecer a identidade de outros acionistas relevantes auxilia no entendimento da distribuição de poder nas companhias. As famílias (32,55%) e os fundos de investimento (29,42%) são os principais segundos maiores acionistas últimos das companhias. Quando analisam-se os terceiros maiores acionistas últimos, as famílias (24,10%) e fundos de investimentos (44,87%) continuam a ser os principais acionistas, porém em posições invertidas.

Tabela 6 - Identidade do maior, segundo e terceiro acionistas últimos

Identidade dos acionistas	Maior acionista último	Segundo maior acionista último	Terceiro maior acionista último	Total
Estado	10.37%	13.15%	4.62%	10.13%
Estrangeiro ^a	8.34%	2.97%	3.08%	5.48%
Família ou indivíduo	62.68%	32.55%	24.10%	44.78%
Fundo de investimento	9.92%	29.42%	44.87%	23.54%
Fundo de pensão	4.40%	10.64%	9.74%	7.57%
Fundação	0.90%	1.72%	1.54%	1.30%
Instituição financeira	1.13%	2.97%	6.15%	2.77%
Outros ^b	2.25%	6.57%	5.90%	4.44%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Nota: A tabela apresenta a identidade do maior, segundo e terceiro acionistas últimos. Foram levados em conta apenas acionistas com 5% ou mais do total de ações com direito a voto. Também foram levadas em consideração as participações direta e indireta. As identidades são: i) Estado; ii) Estrangeiro; iii) Família ou indivíduo; iv) Fundo de investimento; v) Fundo de pensão; vi) Fundação; vii) Instituições Financeiras; e viii) Outros. As naturezas foram definidas com base em estudos prévios feitos no Brasil, principalmente Aldrich e Mazzer Neto (2007).

a: Há fundos de investimento, fundos de pensão e instituições financeiras que são estrangeiros, porém foram mantidos como estrangeiros apenas empresas, indivíduos e investimentos estatais. Os fundos de investimento e pensão e as instituições financeiras, mesmo quando sediadas fora do país, foram alocadas na respectiva categoria.

b: Nesta categoria foram classificados, em grande parte, as empresas limitadas e sociedades por ações fechadas sem a abertura da respectiva estrutura de propriedade.

A Tabela 7, pioneiramente, apresenta informações acerca da origem dos acionistas estrangeiros. Na Tabela 6, foram mantidos como estrangeiros apenas empresas e indivíduos. Contudo, na Tabela 7 essa classificação é desfeita e todos os estrangeiros, mesmo quando classificados como fundos de investimento ou pensão, por exemplo, são considerados. Assim, é possível ter melhor ideia do tipo de acionista estrangeiro que investe nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa.

O painel A mostra que a participação efetiva de estrangeiros quando os três principais acionista das companhias estudados é de 19,10%. Desses acionistas, o painel B mostra que a maioria é composta por fundos de investimentos (60,38%). Investimentos feitos por outros governos representa o segundo principal tipo de estrangeiro (9,29%). O painel C mostra que os principais países de origem são os EUA (45,96%) e Reino Unido (13,37%). A presença de fundos de investimentos estrangeiros, principalmente dos EUA e Reino Unido, pode ser

acompanhada de demanda por melhores informações contábeis, como constataram Ramalingegowda e Yu (2012). O efeito desse tipo de acionista não foi nvestido nessa tese, mas pode ser uma potencial linha de investigação para futuros trabalhos.

Tabela 7 – Detalhamento da participação dos investidores estrangeiros

	Maior acionista último	Segundo maior acionista último	Terceiro maior acionista último	Total
<i>Painel A: Presença efetiva de acionistas estrangeiros</i>				
Número de acionistas estrangeiros	141	125	100	366
Número total de acionistas	887	639	390	1916
Participação dos estrangeiros (%)	15.90%	19.56%	25.64%	19.10%
<i>Painel B: Identidade dos estrangeiros</i>				
Estado	15.60%	6.40%	4.00%	9.29%
Família ou indivíduo	12.06%	0.00%	2.00%	5.19%
Fundo de investimento	39.72%	66.40%	82.00%	60.38%
Fundo de pensão	0.71%	8.00%	2.00%	3.55%
Instituição financeira	7.09%	10.40%	4.00%	7.38%
Outro	24.82%	8.80%	6.00%	14.21%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<i>Painel C: Principais países de origem</i>				
Canadá	5.22%	5.6%	0.00%	3.90%
Espanha	8.21%	3.2%	2.00%	4.74%
Estados Unidos	28.36%	58.4%	54.00%	45.96%
França	8.96%	4.8%	1.00%	5.29%
Itália	11.94%	0.8%	1.00%	5.01%
México	5.22%	0.8%	0.00%	2.23%
Reino Unido	8.21%	10.4%	24.00%	13.37%
Outros países	23.88%	16.0%	18.00%	19.50%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Nota: A tabela mostra a participação efetiva dos estrangeiros nas companhias abertas da amostra (Painel A), a identidade (Painel B) e os países de origem (Painel C). Em todo o restante do trabalho, os fundos de investimento, fundos de pensão e instituições financeiras foram classificados conforme a respectiva identidade. Foram mantidos sob a rubrica "estrangeiros" apenas os investimentos estatais, famílias e demais pessoas jurídicas sem identificação. Contudo, a fim de proporcionar maiores informações acerca das participações dos estrangeiros nas companhias brasileiras da amostra, optou-se por elaborar essa tabela.

A Tabela 8 apresenta em quais companhias há um acionista majoritário único ou bloco de controle formado por acordo entre acionistas.

O painel A mostra que 51,18% das companhias da amostra possuem um acionista majoritário único. De 2010 para 2013 aparentemente há tendência de queda; a presença de um acionista majoritário único é de 55,45% e 49,33%, respectivamente. Leal et al. (2002, p. 15) analisaram dados referentes a 1998 e concluíram que 69%, aproximadamente, das companhias possuíam um acionista majoritário único. Em Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 140), o percentual era de 77,3%, para dados de 1997 a 2002. Gorga (2009), com dados referentes a 2006, conclui que havia um controlador em 63% das companhias analisadas.

Quando a análise é estratificada pelo segmento de listagem, nota-se um comportamento interessante: aproximadamente, apenas 1/3 das companhias listadas no Novo Mercado (NM) apresentam um acionista majoritário único. A diferença em relação aos demais segmentos é significativa. Os resultados estão em linha com Gorga (2009). Na pesquisa da autora, a disposição da presença de controlador entre os segmentos de listagem era a seguinte: Novo Mercado (29,35%), Nível 2 (70%), Nível 1 (70,45%) e Tradicional (72,68%). Os dados são similares aos dessa tese. Aparentemente, há uma tendência de desconcentração, principalmente por causa do Novo Mercado.

O painel B apresenta os mesmos dados, contudo levando-se em os acordos entre acionistas. A premissa simplificadora aqui é que os participantes do acordo irão votar em conjunto. Na prática, isso pode não ser verdade. Quando o acordo de acionistas também é levado em consideração, o percentual de companhias com um acionista majoritário único ou bloco de controle sobe para 68,21%. Por esse resultado, vê-se que levar em conta os acordos entre acionistas é relevante para estudar as estruturas de propriedade.

O painel C da Tabela 8 apresenta a identidade dos acionistas das companhias com um majoritário único, sem levar em conta os acordos entre acionistas. As famílias ou pessoas físicas (77,53%) compõem o principal grupo controlador. O painel D apresenta a identidade dos controladores quando leva em conta os acordos entre acionistas. Quando isso ocorre, quase 1/4 dos controladores é representado pelo acordo entre acionistas.

Tabela 8 - Companhias com controlador majoritário único ou bloco de controle por meio de acordo de acionistas

	2010	2011	2012	2013	Total
<i>Painel A: Companhias com controlador majoritário único</i>					
Tradicional	69,07%	64,71%	63,29%	66,67%	66,08%
Nível 1	83,33%	83,33%	86,96%	77,27%	82,80%
Nível 2	66,67%	46,15%	46,15%	50,00%	52,00%
Novo mercado	31,03%	32,65%	29,91%	31,86%	31,36%
Todos os segmentos	55,45%	51,36%	48,65%	49,33%	51,18%
<i>Painel B: Companhias com controlador majoritário ou bloco de controle formalizado por acordo de acionistas</i>					
Tradicional	79,38%	77,65%	79,75%	80,77%	79,35%
Nível 1	95,83%	95,83%	100,00%	95,45%	96,77%
Nível 2	100,00%	92,31%	84,62%	91,67%	92,00%
Novo mercado	47,13%	51,02%	47,66%	51,33%	49,38%
Todos os segmentos	69,55%	68,64%	66,67%	68,00%	68,21%
<i>Painel C: Identidade dos controladores (das companhias com controlador majoritário único)</i>					
Estado	11,48%	12,39%	13,89%	13,51%	12,78%
Estrangeiro	6,56%	6,19%	4,63%	4,50%	5,51%
Família ou indivíduo	77,87%	77,88%	77,78%	76,58%	77,53%
Fundo de investimento	0,82%	0,88%	0,93%	0,90%	0,88%
Fundo de pensão	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fundação	1,64%	1,77%	1,85%	1,80%	1,76%
Instituição financeira	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Outros	1,64%	0,88%	0,93%	2,70%	1,54%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>Painel D: Identidade dos controladores (das companhias com controlador majoritário ou bloco de controle)</i>					
Estado	9,15%	9,27%	10,14%	9,80%	9,59%
Estrangeiro	5,23%	4,64%	3,38%	3,27%	4,13%
Família ou indivíduo	62,09%	58,28%	56,76%	55,56%	58,18%
Fundo de investimento	0,65%	0,66%	0,68%	0,65%	0,66%
Fundo de pensão	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fundação	1,31%	1,32%	1,35%	1,31%	1,32%
Instituição financeira	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Outros	1,31%	0,66%	0,68%	1,96%	1,16%
Acordo de acionistas ^a	20,26%	25,17%	27,03%	27,45%	24,96%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Nota: A tabela visa a apresentar as companhias que possuem controlador majoritário único ou aquelas com bloco de controle formalizado por meio de acordo entre acionistas. Considera-se controlador o acionista que sozinho ou por meio de acordo de acionistas detenha mais de 50% do capital votante, seja direta ou indiretamente. A amostra total da pesquisa é formada por 887 observações: 220 (2010); 220 (2011); 222 (2012); 225 (2013). O Painei A apresenta o percentual de companhias com um controlador majoritário e o percentual de majoritários por segmento de listagem. Por exemplo, das companhias do Novo Mercado, apenas 31,36% possuem controlador majoritário único. O Painei B apresenta o percentual de companhias com um controlador majoritário único ou com um bloco de controle formalizado por meio de acordo entre acionistas. Quando os acordos de acionistas são levados em consideração, o percentual de companhias com controle definido salta de 51,18% para 68,21%. O Painei C mostra a identidade dos controladores das companhias com controladores majoritários únicos. Por exemplo, 77,53% dos controladores são famílias ou indivíduos. Por fim, o Painei D mostra a identidade dos controladores nas companhias em que há um controlador majoritário único ou um bloco de controle formalizado por meio de acordo entre acionistas.

a: Categoria utilizada apenas quando não havia um controlador majoritário único e o controle foi obtido por meio do acordo entre acionistas. Quando já havia controlador, independentemente do acordo entre acionistas, a identidade mantida foi a do controlador.

A Tabela 9 apresenta dados a respeito da divergência entre direitos de voto e fluxo de caixa (DIV). Pesquisas como as de La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000), Bebchuck et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007) argumentam que quanto maior a DIV, maior a separação entre propriedade e controle; isso tende a exacerbar os problemas de agência.

O painel A mostra que os direitos de voto do MAU são de 49,71% e os direitos sobre o fluxo de caixa são de 34,39%. Com isso, a DIV média de toda a amostra é de 15,32%. Contudo, quando a análise é estratificada pelos segmentos de listagem, tem-se que os segmentos Tradicional, Nível 1 e Nível 2 apresentam DIV acima de 20% e o Novo Mercado apresenta DIV média em torno de 4,23%. Ademais, os direitos de voto médio do MAU são superiores a 50% nos segmentos Tradicional, Nível 1 e Nível 2 e de 35,60% no Novo Mercado. Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 139), para dados de 1997 a 2002, chega a uma DIV de 24,30%, sendo que os direitos de voto eram de 70,70% e os direitos sobre o fluxo de caixa de 46,40%. Leal e Silva (2008, p. 303), para dados de 2002, chegaram a DIV de, aproximadamente, 23%, sendo os direitos de voto de 65% e os direitos sobre o fluxo de caixa de 42%. Com exceção dos dados das companhias do Novo Mercado, a DIV mantém um comportamento semelhante, mesmo com amostra, períodos e critérios de aferir dos direitos de voto e fluxo de caixa levemente diferente entre as pesquisas.

Nos painéis B e C são apresentadas a DIV do segundo e terceiro maiores acionistas últimos. Nota-se que nesses casos a DIV é bastante reduzida em relação ao MAU. O painel D apresenta a DIV levando-se em conta o acordo entre acionistas. A média é de 16,07%, sendo os direitos de voto de 58,94% e os direitos de fluxo de caixa de 42,87%. Novamente, quando

a DIV é estratificada pelos segmentos de listagem constata-se a diferença do Novo Mercado para os demais: Tradicional (22,47%), Nível 2 (39,03%), Nível 1 (30,43%) e Novo Mercado (3,67%).

Tabela 9 - Direitos de voto e fluxo de caixa e desvio de direitos dos três maiores acionistas últimos e do maior acionista levando-se em conta os acordos entre acionistas

Segmentos	Companhias com controlador ou bloco de controle			Companhias sem controlador ou bloco de controle			Todas das companhias		
	Direito de votos	Direito de fluxo de caixa	Desvio de direitos	Direito de votos	Direito de fluxo de caixa	Desvio de direitos	Direito de votos	Direito de fluxo de caixa	Desvio de direitos
<i>Painel A: Maior Acionista Último</i>									
Tradicional	79,37%	49,33%	30,04%	27,49%	22,62%	4,87%	61,77%	40,27%	21,50%
Nível 1	72,84%	32,59%	40,26%	27,96%	16,00%	11,96%	65,12%	29,73%	35,39%
Nível 2	69,55%	34,13%	35,42%	36,18%	20,57%	15,61%	53,53%	27,62%	25,91%
Novo mercado	60,56%	53,50%	7,05%	24,19%	21,25%	2,94%	35,60%	31,37%	4,23%
Todos os segmentos	72,44%	46,79%	25,65%	25,87%	21,39%	4,49%	49,71%	34,39%	15,32%
<i>Painel B: Segundo Maior Acionista Último</i>									
Tradicional	18,38%	17,32%	1,06%	16,38%	12,72%	3,67%	17,40%	15,06%	2,34%
Nível 1	18,53%	13,01%	5,52%	16,26%	11,00%	5,26%	18,02%	12,56%	5,46%
Nível 2	21,45%	12,31%	9,13%	18,57%	14,90%	3,66%	19,91%	13,70%	6,22%
Novo mercado	10,50%	10,50%	0,00%	13,12%	12,81%	0,31%	12,46%	12,22%	0,24%
Todos os segmentos	15,90%	13,55%	2,34%	14,30%	12,84%	1,46%	14,93%	13,12%	1,81%
<i>Painel C: Terceiro Maior Acionista Último</i>									
Tradicional	9,30%	10,29%	-1,00%	12,18%	10,93%	1,25%	11,20%	10,71%	0,49%
Nível 1	9,12%	5,44%	3,68%	10,89%	5,20%	5,69%	10,18%	5,30%	4,89%
Nível 2	9,26%	4,67%	4,59%	13,77%	12,14%	1,63%	12,46%	9,97%	2,49%
Novo mercado	6,81%	6,81%	0,13%	8,54%	8,44%	0,11%	8,27%	8,18%	0,11%
Todos os segmentos	8,14%	7,58%	0,62%	9,71%	9,01%	0,71%	9,36%	8,69%	0,69%
<i>Painel D: Levando-se em conta os acordos entre os acionistas</i>									
Tradicional	81,76%	54,63%	27,13%	25,05%	20,48%	4,58%	70,05%	47,58%	22,47%
Nível 1	78,58%	38,55%	40,03%	32,63%	23,43%	9,20%	77,09%	38,06%	39,03%
Nível 2	80,66%	49,48%	31,18%	37,77%	16,04%	21,73%	77,23%	46,81%	30,43%
Novo mercado	61,51%	56,12%	5,39%	25,38%	23,39%	1,99%	43,22%	39,55%	3,67%
Todos os segmentos	74,51%	52,34%	22,17%	25,55%	22,56%	2,99%	58,94%	42,87%	16,07%

Nota: A tabela apresenta os valores médios dos direitos de voto e fluxo de caixa e desvio entre direito de voto e fluxo de caixa dos três maiores acionistas últimos e também dos maiores acionistas levando-se em consideração os acordos entre acionistas. Os percentuais foram obtidos por meio das participações direta e indireta.

A Tabela 10 visa a mostrar o comportamento da divergência de direitos de voto e fluxo de caixa conforme o número de intermediários controlados pelo MAU aumenta. Bebchuck et al. (2000) explicam que o investimento por meio de intermediários é uma maneira de aumentar a

separação entre propriedade e controle, refletida pela DIV. Nota-se que quando são comparadas as divergências da participação direta com a divergência em situações nas quais haja um ou dois intermediários entre os segmentos de listagem, parece que a DIV não varia tanto. A exceção, claro, são as companhias do Novo Mercado, pois não podem emitir ações sem direito a voto. Então, a participação indireta sempre apresentará desvios de direito maior do que participações diretas nos casos das companhias do Novo Mercado. Os resultados indicam que, aparentemente, as participações indiretas não são utilizadas com fins de aumentar a DIV. É provável que a emissão de ações preferenciais cumpra esse objetivo. Esse raciocínio está em linha com Leal et al. (2002, pp. 16-17). Todavia, Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 147) associam a utilização de estruturas indiretas à tentativa de aumentar a DIV.

A Tabela 11 apresenta um panorama acerca das participações indiretas e das estruturas de propriedades piramidais de controle.

No painel A consta que, da amostral total, o MAU faz uso de participações indiretas em, aproximadamente, 77% das companhias. A estratificação por segmento é a seguinte: Tradicional (85%), Nível 1 (77%), Nível 2 (78%) e Novo Mercado (69%). Em praticamente metade dos casos (441 de 887), o MAU controla, no máximo, dois intermediários entre ele e a companhia sob análise. Com dados de 1998, Leal et al. (2002, p. 16) apresentaram dados demonstrando que os controladores participavam indiretamente nas companhias em 78% dos casos. Bortolon (2010, p. 75), com dados de 2004 e 2006, mostrou que há participação indireta em 77% da amostra. É possível concluir que desde 1998 a proporção de MAU que vale-se de participação indireta manteve-se razoavelmente estável, em torno de 3/4 das companhias.

O painel B mostra que o número médio de intermediários controlados pelo MAU entre ele e a companhia listada é de 1,95. A estatística baseou-se apenas nos casos em que MAU tinha participação indireta. O dado é bastante similar ao de Aldrighi e Mazzer Neto (2007, p. 144). Os autores encontraram 2,06 intermediários.

O Painel C mostra que em apenas 0,68 dos intermediários a participação no capital total é inferior a 100%. Se o objetivo da utilização de estruturas indiretas fosse aumentar a DIV, esperava-se observar participação no capital total inferior a 100% em quase todas as

intermediárias. Conforme o painel D, isso ocorre em apenas 35% dos intermediários. Esse dado reforça o comentário anterior de que, provavelmente, as participações indiretas não tenham o propósito de expropriação dos minoritários via divergência de direitos.

O painel E apresenta um dado acerca das estruturas piramidais de controle. Nessa pesquisa, considerou-se que uma companhia valia-se de estrutura piramidal de controle apenas quanto entre o MAU e a companhia sob análise havia uma companhia listada em bolsa também controlada pelo MAU. Por esse critério, o percentual é de 6%. Conclui-se que no Brasil são comuns participações indiretas, porém participações por meio de estruturas piramidais de controle não são comuns.

Tabela 10 - Direito de voto, fluxo de caixa e desvio em função dos intermediários controlados pelo Maior Acionista Último (MAU)

Intermediários controlados pelo MAU	Tradicional				Nível 1				Nível 2				Novo mercado				Todos os segmentos			
	n	Voto	Fluxo de caixa	Desvio	N	Voto	Fluxo de caixa	Desvio	N	Voto	Fluxo de caixa	Desvio	N	Voto	Fluxo de caixa	Desvio	n	Voto	Fluxo de caixa	Desvio
Participação direta	51	61%	44%	17%	21	70%	39%	31%	11	64%	27%	37%	125	25%	25%	0%	208	41%	31%	9%
0	38	13%	10%	3%	0	-	-	-	4	29%	16%	13%	24	20%	18%	2%	66	17%	14%	3%
1	100	71%	47%	23%	12	71%	49%	22%	22	52%	31%	21%	136	40%	36%	4%	270	54%	40%	13%
2	72	70%	50%	21%	24	60%	24%	37%	10	55%	26%	30%	65	41%	37%	4%	171	57%	40%	17%
3	26	66%	32%	34%	21	66%	25%	41%	0	-	-	-	25	51%	38%	13%	72	60%	32%	29%
4	36	70%	41%	30%	8	74%	19%	55%	2	66%	33%	33%	7	31%	22%	9%	53	66%	35%	31%
5	10	64%	31%	33%	3	12%	8%	4%	0	-	-	-	12	59%	32%	27%	25	56%	29%	27%
6	2	91%	27%	64%	1	77%	14%	63%	0	-	-	-	2	60%	29%	31%	5	76%	25%	51%
7	3	25%	8%	17%	0	-	-	-	1	30%	10%	20%	4	44%	34%	10%	8	35%	21%	14%
8	0	-	-	-	1	50%	21%	29%	0	-	-	-	5	30%	20%	10%	6	33%	20%	13%
9	1	26%	10%	16%	1	93%	24%	69%	0	-	-	-	0				2	60%	17%	43%
10	0	-	-	-	1	50%	24%	26%	0	-	-	-	0				1	50%	24%	26%
Total	339	62%	40%	22%	93	65%	30%	35%	50	54%	28%	26%	405	36%	31%	4%	887	50%	34%	15%

Nota: A tabela apresenta os direitos de voto e fluxo e o desvio de direito separados pelos segmentos de listagem e em função do número de intermediários controlados pelo Maior Acionista Último. A categoria "Participação direta" significa que o maior acionista não utiliza intermediário. A categoria "0" significa que o maior acionista último investe indiretamente, porém sem controlar qualquer intermediário até a companhia listada. Consequentemente, nenhum outro acionista controla tal intermediário. A interpretação das demais categorias segue a mesma lógica: intermediários entre a companhia listada e o maior acionista último controlados por ele. Os direitos de voto e fluxo de caixa foram calculados levando-se em consideração a estrutura de propriedade direta e indireta.

Tabela 11 - Panorama das participações indiretas e piramidais

Segmentos	2010	2011	2012	2013	Total
<i>Painel A: Companhias com participação indireta do maior acionista último</i>					
Tradicional	84%	85%	85%	87%	85%
Nível 1	79%	75%	78%	77%	77%
Nível 2	75%	77%	77%	83%	78%
Novo mercado	69%	73%	69%	65%	69%
Todos os segmentos	77%	78%	76%	75%	77%
<i>Painel B: Intermediários controlados pelo maior acionista último até a companhia listada (A)^a</i>					
Tradicional	1,95	1,96	1,94	1,90	1,94
Nível 1	2,68	3,00	2,94	2,65	2,82
Nível 2	1,78	1,00	1,20	1,90	1,46
Novo mercado	1,87	1,85	1,76	1,81	1,82
Todos os segmentos	1,99	1,97	1,92	1,93	1,95
<i>Painel C: Intermediários nos quais a participação no capital total é inferior a 100% (B)^a</i>					
Tradicional	0,93	0,89	0,80	0,83	0,86
Nível 1	0,68	0,72	0,72	0,76	0,72
Nível 2	0,38	0,38	0,33	0,40	0,37
Novo mercado	0,50	0,54	0,53	0,54	0,53
Todos os segmentos	0,71	0,69	0,64	0,67	0,68
<i>Painel D: B/A</i>					
Tradicional	48%	45%	41%	44%	45%
Nível 1	25%	24%	25%	29%	26%
Nível 2	21%	38%	28%	21%	25%
Novo mercado	27%	29%	30%	30%	29%
Todos os segmentos	36%	35%	34%	34%	35%
<i>Painel E: Companhias controladas por meio de pirâmides^b</i>					
Tradicional	10%	9%	9%	8%	9%
Nível 1	8%	8%	9%	5%	8%
Nível 2	0%	0%	0%	0%	0%
Novo mercado	3%	4%	3%	4%	3%
Todos os segmentos	7%	6%	5%	5%	6%

Nota: A tabela visa a apresentar um panorama acerca das participações indiretas, intermediários controlados pelo Maior Acionista Último (MAU) e controle por meio de estruturas piramidais. O Painel A mostra o percentual de companhias nas quais o maior acionista último possui participação indireta. O Painel B mostra, para as companhias nas quais o MAU possui participação indireta, o número de intermediários controlados pelo MAU. O Painel C capta em quais intermediários controlados pelo MAU a participação é inferior a 100% do capital total. O Painel D visa a mostrar em quantos intermediários a participação do MAU é menor do que 100% do capital total. O Painel E apresenta o percentual de companhias listadas controladas por meio de uma pirâmide.

a: Das companhias que possuem participação indireta do MAU.

b: Consideram-se pirâmides as companhias listadas controladas por um MAU e que entre os intermediários haja uma companhia também listada em bolsa e controlada pelo MAU.

Na Tabela 12, constam informações acerca da composição do capital social. Bebchuck et al. (2000) citam que a emissão de ações com diferentes poderes políticos também é uma forma de separar propriedade e controle, daí a importância de analisar a composição do capital social. Das companhias listadas nos segmentos que permitem a emissão de ações preferenciais (Tradicional, Nível 1 e Nível 2), a grande maioria o faz: Tradicional (79%), Nível 1 (97%) e Nível 2 (98%). Quando todos os segmentos foram levados em conta, apenas 46% emitem ações preferenciais, dado inferior a Aldrichi e Mazzer Neto (2007, p. 114). Os autores constatarem que 72% das companhias da amostra emitiram ações preferenciais. Os dados vão de 1997 a 2002. Os dados permitem concluir que Novo Mercado contribuiu para o alinhamento entre uma ação e um voto.

Tabela 12 - Composição do capital social

Ações	Segmentos	2010	2011	2012	2013	Total
<i>Painel A: Emissoras de ações preferenciais</i>						
	Tradicional	84%	78%	76%	78%	79%
	Nível 1	96%	96%	100%	95%	97%
	Nível 2	100%	100%	92%	100%	98%
	Todos os segmentos	53%	46%	43%	42%	46%
<i>Painel B: Composição do capital social</i>						
Ordinárias	Tradicional	60%	63%	64%	63%	62%
	Nível 1	51%	48%	46%	47%	48%
	Nível 2	51%	51%	56%	52%	52%
	Todos os segmentos	74%	77%	79%	79%	77%
Preferenciais	Tradicional	40%	37%	36%	37%	38%
	Nível 1	49%	52%	54%	53%	52%
	Nível 2	49%	49%	44%	48%	48%
	Todos os segmentos	26%	23%	21%	21%	23%

Nota: A tabela visa a mostrar a composição do capital social. De maneira proposital, omitiu-se a composição do capital social das companhias do Novo Mercado, em razão de, pelas regras de listagem de tal segmento, não ser permitida a emissão de ações preferenciais. Contudo, a estatística de "Todos os segmentos" engloba a composição do capital social das companhias listadas no Novo Mercado.

Os dados apresentados e as comparações feitas ajudam a caracterizar ainda mais o principal problema de agência no Brasil. As comparações mostram que a concentração de direitos de voto e a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa ainda são elevadas no Brasil, apesar da redução observada, muito em função de as companhias listadas no Novo Mercado não poderem emitir ações preferenciais.

Na próxima seção são apresentados os testes das hipóteses da pesquisa.

4.3 Testes das hipóteses

4.3.1 Efeito do VOTE

Essa seção apresenta os resultados do teste da primeira hipótese da pesquisa, que foi dividida em duas partes. A Hipótese 1a é que quanto maior a concentração de direitos de voto do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo da companhia. A Hipótese 1b é que quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a participação nos direitos de voto afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.

No texto principal optou-se por apresentar os resultados das estimações para a Métrica 1 de conservadorismo. Os testes para as demais métricas constam do Apêndice C, que engloba as tabelas de 31 a 39. Em todas as estimações foram inseridas as variáveis de controle, conforme os estudos correlatos. Ademais, em todos os testes para a Métrica 1 foi utilizada a sugestão de Roychowdhury e Watts (2007) e o modelo de Basu (1997) foi estimado com o resultado do período e retorno das ações acumulados para um, dois e três anos.

As Tabela 13 e 14 foram utilizadas para testar a Hipótese 1a. Na Tabela 13, consta a estimação dos efeitos da concentração de direitos de voto do MAU sobre o conservadorismo contábil para a toda a amostra, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 1a esperava-se que o coeficiente $VOTE*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que quanto maior a concentração de direitos de voto do MAU, menor o conservadorismo contábil. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 13 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 31, 34 e 37 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $VOTE*D*\Delta NIt-1$, $VOTE*D*CFO$ e $VOTE$. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

Quanto à Métrica 2, a Hipótese 1a foi confirmada. O coeficiente foi positivo (1,6190) e apresentou significância estatística a 10%. Todavia, o resultado foi enfraquecido pelo

coeficiente da Métrica 3 apresentar sinal contrário ao esperado. Esperava-se um coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Porém, foi positivo (0,9440) a 10%. A Métrica 4 não apresentou significância estatística.

Na Tabela 14 consta a estimação dos efeitos da concentração de direitos de voto do MAU sobre o conservadorismo contábil para a toda a amostra, porém levando-se em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 1a esperava-se que o coeficiente $VOTE*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 14 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 31, 34 e 37 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $VOTE*D*\Delta NIt-1$, $VOTE*D*CFO$ e $VOTE$. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

Apenas para a Métrica 2 houve significância do coeficiente estudado. A Hipótese 1a não foi confirmada. O coeficiente foi positivo (1,3880) e apresentou significância estatística a 5%.

Os resultados não rejeitaram parcialmente a Hipótese 1a. Os coeficientes estudados das Métricas 1 e 4 não apresentaram significância estatística. O coeficiente da Métrica 3 apresentou comportamento contrário ao esperado quando o direito de voto foi calculado sem levar em conta os acordos entre acionistas. Por seu turno, os coeficiente da Métrica 2 confirmaram a Hipótese 1a em ambas as estimações.

Esses resultados sugerem que quanto maior o direito de voto do MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor é a velocidade com que a companhia reverte as perdas, uma das *proxies* de conservadorismo extraída de Basu (1997).

Tabela 13 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil da amostra total sem considerar o acordo entre os acionistas

Regressores	Variável dependente = NI					
	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,7900***	(0,8220)	-6,2810***	(1,1450)	-5,283***	(2,0140)
D	-0,4160**	(0,1870)	-0,6080**	(0,3060)	0,3470	(0,4870)
RET	0,0425	(0,2650)	0,1620	(0,2210)	0,6910	(0,4920)
RET*D	-0,826	(0,7710)	-2,5850***	(0,9640)	-0,9510	(1,0570)
VOTE	0,0743	(0,1600)	0,1690	(0,2840)	-0,3630	(0,5300)
VOTE*D	0,1340*	(0,0704)	0,0152	(0,1360)	0,0480	(0,1890)
VOTE*RET	0,1500**	(0,0744)	0,0796	(0,0706)	0,2740**	(0,1240)
VOTE*D*RET	0,3130	(0,3250)	0,3040	(0,5690)	0,0149	(0,4680)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		845		592	
R ² total	32,90%		49,00%		50,10%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = corresponde à soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 14 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil da amostra total levando-se em consideração o acordo entre acionistas

Regressores	Variável dependente = NI					
	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,6280***	(0,7970)	-6,1310***	(1,1370)	-5,2830**	(2,0810)
D	-0,3670**	(0,1790)	-0,6410**	(0,2860)	0,3100	(0,4350)
RET	-0,0059	(0,2690)	0,2040	(0,2300)	0,7550	(0,4930)
RET*D	-0,6960	(0,7150)	-2,8100***	(0,9480)	-1,2230	(1,0990)
VOTE	-0,0265	(0,1120)	0,1000	(0,1670)	-0,1880	(0,3340)
VOTE*D	0,0995	(0,0744)	0,1130	(0,1490)	0,0899	(0,1620)
VOTE*RET	0,1620**	(0,0811)	0,0474	(0,0730)	0,2260**	(0,1130)
VOTE*D*RET	0,2800	(0,3320)	0,6760	(0,5870)	0,4360	(0,5010)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		845		592	
R ² total	32,70%		48.80%		50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante dividida e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Para testar a Hipótese 1b, foram utilizadas as Tabelas 15, 16, 17 e 18. Na Tabela 15 consta a estimação dos efeitos da concentração de direitos de voto do MAU sobre o conservadorismo contábil apenas para as companhias em que não há um controlador definido, porém sem levar em consideração os acordos entre acionistas para definir se há ou não um controlador. Pela Hipótese 1b esperava-se que o coeficiente $VOTE*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, porém maior do que nas situações em que há um controlador. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 15 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 32, 35 e 38 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $VOTE*D*\Delta NIt-1$, $VOTE*D*CFO$ e $VOTE$. Para a confirmação das hipóteses, esperava-se que os coeficientes fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente. Ademais, que o efeito negativo sobre o conservadorismo fosse menos proeminente do que nos casos em que a companhia tinha um controlador definido ou bloco de controle. Em nenhum dos modelos os coeficientes estudados apresentaram significância estatística.

Na Tabela 16 consta a estimação dos efeitos da concentração de direitos de voto do MAU sobre o conservadorismo contábil para as companhias em que há um controlador definido, porém sem levar em consideração os acordos entre acionistas para definir se há ou não um controlador. Pela Hipótese 1b esperava-se que o coeficiente $VOTE*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, porém menor do que nas situações em que não há um controlador. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 16 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 32, 35 e 38 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $VOTE*D*\Delta NIt-1$, $VOTE*D*CFO$ e $VOTE$. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficientes fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente. Ademais, que o efeito negativo sobre o conservadorismo fosse mais proeminente do que nos casos em que a companhia não tinha um controlador definido. Em nenhum dos modelos os coeficientes estudados apresentaram significância estatística.

Tabela 15 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem um controlador majoritário e sem levar em conta os acordos entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,3310***	-1,1690	-4,8060***	-1,2550	-4,8510*	-2,6380
D	-0,1290	-0,1900	-0,5710*	-0,3050	0,5580	-0,6110
RET	0,4030	-0,2450	-0,4150	-0,2900	-0,7660	-0,4750
RET*D	-0,5000	-0,8750	-1,2240	-1,2860	2,7140	-2,5150
VOTE	0,3480*	-0,2010	0,4990	-0,3580	-0,3910	-0,7490
VOTE*D	0,1750	-0,1930	0,1800	-0,2850	0,3590	-0,4220
VOTE*RET	-0,4110*	-0,2260	0,1580	-0,1950	0,8590**	-0,3910
VOTE*D*RET	0,7200	-0,7400	-0,0807	-1,0500	-1,9940	-1,7670
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		408		289	
R ² total	32,90%		57,20%		56,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para as companhias sem um controlador majoritário sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 16 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias com um controlador majoritário e sem levar em conta os acordos entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-4,7640***	(1,2780)	-6,9080***	(1,7790)	-5,6300**	(2,3970)
D	-0,8190**	(0,3730)	-0,9490	(0,7000)	0,5100	(0,8400)
RET	-1,4760	(1,3060)	0,1660	(0,3670)	1,6630**	(0,7550)
RET*D	-0,1650	(0,6600)	-3,6320*	(1,8700)	-2,7250	(1,8900)
VOTE	-0,2170	(0,4280)	-0,4630	(0,7800)	-1,5900	(1,1030)
VOTE*D	0,2580	(0,1630)	0,2930	(0,3980)	0,3840	(0,5380)
VOTE*RET	0,1280	(0,2020)	0,3200*	(0,1840)	0,5080	(0,3650)
VOTE*D*RET	0,6900	(0,8070)	0,5640	(1,2360)	0,8390	(1,1170)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	454		437		303	
R ² total	41,10%		52,40%		64,70%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para as companhias com um controlador majoritário sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = corresponde ao retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Na Tabela 17 consta a estimação dos efeitos da concentração de direitos de voto do MAU sobre o conservadorismo contábil apenas para as companhias em que não há um controlador definido, porém levando-se em consideração os acordos entre acionistas para definir se há ou não um controlador. Pela Hipótese 1b esperava-se que o coeficiente $VOTE*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, porém maior do que nas situações em há um controlador ou bloco de controle definido. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 17 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 33, 36 e 39 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $VOTE*D*\Delta NIt-1$, $VOTE*D*CFO$ e $VOTE$. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente. Ademais, que o efeito negativo sobre o conservadorismo fosse menos proeminente do que nos casos em que a companhia tinha um controlador definido ou bloco de controle. Em nenhum dos modelos os coeficientes estudados apresentaram significância estatística.

Na Tabela 18 consta a estimação dos efeitos da concentração de direitos de voto do MAU sobre o conservadorismo contábil apenas para as companhias em que há um controlador definido ou bloco de controle formado por acordo entre acionistas, levando-se em consideração os acordos entre acionistas para definir se há ou não um controlador. Pela Hipótese 1b esperava-se que o coeficiente $VOTE*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, porém maior do que nas situações em que há um controlador ou bloco de controle definido. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 18 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 33, 36 e 39 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $VOTE*D*\Delta NIt-1$, $VOTE*D*CFO$ e $VOTE$. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente. Ademais, que o efeito negativo sobre o conservadorismo fosse mais proeminente do que nos casos em que a companhia não tinha um controlador definido ou bloco de controle. Apenas para a métrica 3 o coeficiente de interesse apresentou significância estatística a 10%. Contudo, o sinal foi positivo (1,9290), contrário ao resultado esperado. Esse resultado indica que em companhias com um controlador definido

ou bloco de controle há reconhecimento assimétrico entre boas e más notícias quando o fluxo de caixa operacional é utilizado como *proxy*. Esse resultado invalidou a Hipótese 1b.

Os resultados rejeitaram a Hipótese 1a. Apesar de o coeficiente da Métrica 2 comportar-se como esperado, o coeficiente da Métrica 3 apresentou significância estatística em apenas um dos testes e o comportamento foi diverso do esperado. Nenhum dos coeficientes estudados das Métricas 1 e 4 apresentaram significância estatística.

Quanto à Hipótese 1b, os direitos de votos do controlador não apresentaram relação negativa mais proeminente com o conservadorismo em nenhum dos testes feitos. Por sinal, em um dos testes (Métrica 3, Tabela 36), o comportamento do coeficiente foi diferente do esperado.

É notável que apenas métricas de conservadorismo construídas com base em dados internos às companhias (Métricas 2 e 3) terem apresentado algum tipo de significância estatística, ainda que erradamente. Uma potencial explicação é o fato de esses dados estarem mais sujeitos aos desmandamentos dos maiores acionistas.

Tabela 17 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem um controlador majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,0870*	(1,7840)	-3,6290**	(1,6000)	-4,2980	(4,9170)
D	-0,2990	(0,5120)	-1,1130	(0,8470)	0,0438	(1,0800)
RET	0,0581	(0,4770)	-0,6230	(0,4660)	-1,8680*	(1,0770)
RET*D	0,2020	(1,9290)	-2,6650	(2,4100)	0,2300	(3,7860)
VOTE	0,0487	(0,3290)	-0,2970	(0,4720)	-1,2550	(0,9830)
VOTE*D	0,2530	(0,3130)	0,4190	(0,4690)	0,5790	(0,5400)
VOTE*RET	-0,2440	(0,2670)	0,2280	(0,2310)	1,0330	(0,6250)
VOTE*D*RET	0,5970	(0,9450)	-0,6200	(1,0770)	-1,6020	(2,5300)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		264		183	
R ² total	32,10%		55,50%		61,60%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para as companhias sem um acionista majoritário ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou de um bloco de acionistas e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante pelo dividida ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = corresponde à soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 18 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil das companhias com um controlador majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-4,0150***	(1,0030)	-6,5670***	(1,5000)	-3,6560*	(2,1600)
D	-0,7630***	(0,2790)	-0,7690	(0,4980)	0,0593	(0,5860)
RET	-0,2130	(0,4030)	0,3940	(0,3490)	0,9560*	(0,5200)
RET*D	-1,6380	(1,0250)	-3,4640**	(1,3840)	-1,4940	(0,1597)
VOTE	-0,3260	(0,3510)	-0,3970	(0,5570)	-1,3620	(1,1370)
VOTE*D	0,3090**	(0,1380)	0,2580	(0,3230)	0,0674	(0,3730)
VOTE*RET	0,2130	(0,1310)	-0,0083	(0,1670)	0,3390	(0,3180)
VOTE*D*RET	0,8970	(0,6680)	1,3300	(0,9900)	0,3200	(1,0570)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	605		581		409	
R ² total	38,40%		50,50%		56,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para as companhias com um acionista majoritário ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou de um bloco de controle e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

4.3.2 Efeito da DIV

Essa seção apresenta os resultados do teste da segunda hipótese da pesquisa, que foi dividida em duas partes. A Hipótese 2a é que quanto maior a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo apresentado pela companhia. A Hipótese 2b é que quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.

No texto principal optou-se por apresentar os resultados das estimações para a Métrica 1 de conservadorismo. Os testes para as demais métricas constam do Apêndice D, que engloba as tabelas de 40 a 48. Em todas as estimações foram inseridas variáveis de controle, conforme os estudos correlatos. Ademais, em todos os testes para a Métrica 1 foi utilizada a sugestão de Roychowdhury e Watts (2007) e o modelo de Basu (1997) foi estimado com o resultado do período e retorno das ações acumulados para um, dois e três anos.

Para testar a Hipótese 2a, foram utilizadas as Tabelas 19 e 20. Na Tabela 19, consta a estimação dos efeitos da divergência de direitos do MAU sobre o conservadorismo contábil para a toda a amostra, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 2a esperava-se que o coeficiente $DIV*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que quanto maior a divergência de direitos do MAU, menor o conservadorismo contábil. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 19 o coeficiente da variável apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 40, 43 e 46 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $DIV*D*\Delta NIt-1$, $DIV*D*CFO$ e DIV . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente. Em nenhum dos modelos os coeficientes de interesse apresentaram significância estatística.

Na Tabela 20, consta a estimação dos efeitos da divergência de direitos do MAU sobre o conservadorismo contábil para a toda a amostra, levando-se em consideração os acordos entre

acionistas. Pela Hipótese 2a esperava-se que o coeficiente $DIV \cdot D \cdot RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que quanto maior a divergência de direitos do MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo contábil. Todavia, em nenhum dos modelos da Tabela 20 o coeficiente da variável de interesse apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 40, 43 e 46 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $DIV \cdot D \cdot \Delta NI_{t-1}$, $DIV \cdot D \cdot CFO$ e DIV . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

Apenas para a Métrica 2 o coeficiente apresentou significância estatística. Contudo, o sinal foi negativo (-2,6000) e significativo a 1%. Esse resultado é contrário à hipótese 2a. O comportamento desse coeficiente indica que quanto maior a divergência de direitos do MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, maior a velocidade de reversão das perdas nos resultados, pressupondo maior conservadorismo. É um resultado surpreendente e vai de encontro às evidências empíricas de que a divergência de direitos tende a reduzir a qualidade da informação contábil.

Tabela 19 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil para amostra total e sem levar o acordo de acionistas em consideração

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,7900***	(0,7930)	-6,0310***	(1,0710)	-4,3560***	(1,6370)
D	-0,2650	(0,1740)	-0,4790*	(0,2450)	0,2710	(0,4280)
RET	0,1590	(0,2720)	0,3000	(0,2200)	0,7060*	(0,4040)
RET*D	-0,5210	(0,6400)	-2,1590***	(0,7140)	-0,8850	(1,1050)
DIV	0,0952	(0,1280)	-0,0588	(0,2790)	-0,9920	(0,7000)
DIV*D	-0,0323	(0,0863)	-0,2580*	(0,1440)	0,5850**	(0,2910)
DIV*RET	0,1150	(0,1550)	0,0687	(0,1290)	0,6900**	(0,2660)
DIV*D*RET	-0,3730	(0,3070)	-0,8080	(0,5700)	-0,0539	(0,6100)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		845		592	
R ² total	32%		48,80%		51,40%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil para amostra total e sem levar o acordo de acionistas em consideração. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 20 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil para amostra total levando-se em em consideração o acordo entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,7670***	(0,7910)	-6,2810***	(1,1030)	-4,5090**	(1,7360)
D	-0,2770	(0,1730)	-0,5730**	(0,2610)	0,3330	(0,4270)
RET	0,1250	(0,2720)	0,2790	(0,2180)	0,7090	(0,4530)
RET*D	-0,5410	(0,6390)	-2,5330***	(0,7660)	-0,7050	(1,1270)
DIV	0,0935	(0,1010)	0,1350	(0,2320)	-0,5970	(0,5300)
DIV*D	-0,0441	(0,0840)	0,3320	(0,3180)	0,5970**	(0,2730)
DIV*RET	0,1010	(0,1240)	-0,0152	(0,1340)	0,5380**	(0,2270)
DIV*D*RET	-0,3620	(0,2890)	-0,0324	(0,1090)	0,0380	(0,5820)
CONTROLES	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*D	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*RET	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
N	887		845		592	
R ² total	32,10%		48,20%		50,40%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil para amostra total levando-se em em consideração o acordo entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

As Tabelas 21, 22, 23 e 24 foram utilizadas para testar a Hipótese 2b. Na Tabela 21, consta a estimação dos efeitos da divergência de direitos do MAU sobre o conservadorismo contábil para as companhias sem um controlador definido, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 2b esperava-se que o coeficiente $DIV*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, contudo maior do que nas situações em que havia um controlador. Isso indicaria que quanto maior a divergência de direitos do MAU, menor o conservadorismo contábil, sendo que o efeito negativo seria mais forte na presença de um controlador. O coeficiente apresentou o comportamento esperado quando o resultado do período e os retornos das ações foram acumulados por três exercícios, conforme Roychowdhury e Watts (2007). O coeficiente foi negativo (-7,55) e estatisticamente significativo a 10%.

Nas Tabelas 41, 44 e 47 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $DIV*D*\Delta NIt-1$, $DIV*D*CFO$ e DIV . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficientes fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

O coeficiente de interesse da Métrica 3 foi o único a apresentar significância estatística. O sinal foi positivo (8,312) e significativo a 5%. Esse resultado é contraditório quanto ao comportamento esperado para confirmação da hipótese.

Na Tabela 22, consta a estimação dos efeitos da divergência de direitos do MAU sobre o conservadorismo contábil para as companhias com um controlador definido, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 2b esperava-se que o coeficiente $DIV*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, contudo menor do que nas situações em que não havia um controlador. Isso indicaria que quanto maior a divergência de direitos do MAU, menor o conservadorismo contábil, sendo que o efeito negativo seria mais forte na presença de um controlador. O coeficiente apresentou o comportamento esperado quando o resultado do período e os retornos das ações foram acumulados por dois exercícios, conforme Roychowdhury e Watts (2007). O coeficiente foi negativo (-1,92) e estatisticamente significativo a 10%. Contudo, não é possível concluir se o efeito negativo quando há um controlador é mais proeminente, tendo em vista que no teste sem um controlador definido o coeficiente que apresentou significância estatística foi o acumulado para três exercícios.

Nas Tabelas 41, 44 e 47 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $DIV \cdot D \cdot \Delta NI_{t-1}$, $DIV \cdot D \cdot CFO$ e DIV . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

O coeficiente de interesse da Métrica 2 foi o único a apresentar significância estatística. O sinal foi negativo (-4,676) e significativo a 1%. Esse resultado é contraditório quanto ao comportamento esperado para confirmação da hipótese.

Tabela 21 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem um acionista majoritário e sem levar em consideração os acordos entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,2110***	(1,1570)	-3,9010***	(1,1490)	-1,0090	(1,4620)
D	-0,0166	(0,1920)	-0,3540	(0,2990)	1,5930**	(0,6390)
RET	0,3980	(0,2710)	-0,1550	(0,1960)	-0,3390	(0,3290)
RET*D	-0,1890	(1,1720)	-1,3730	(1,4450)	2,8850	(2,2090)
DIV	0,3100	(0,3810)	-0,5290	(0,6200)	-2,6590***	(0,8340)
DIV*D	-0,2440	(0,2740)	0,1530	(0,3750)	1,5250	(1,1210)
DIV*RET	-0,2410	(0,4630)	0,7800**	(0,3720)	2,9660***	(0,9370)
DIV*D*RET	-1,7250	(1,3420)	-2,8290	(1,9080)	-7,5500*	(3,8710)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		408		289	
R ² total	28%		59,60%		64%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem um acionista majoritário e sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 22 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil com um acionista majoritário e sem levar em consideração os acordos entre acionistas

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-5,1410***	(1,2360)	-7,1750***	(1,5920)	-6,2380**	(2,4330)
D	-0,4770*	(0,2640)	-0,3410	(0,4430)	0,7550	(0,6100)
RET	0,1050	(0,4770)	0,7070**	(0,3250)	2,4080***	(0,5130)
RET*D	-0,4260	(0,7730)	-1,8350	(1,6990)	-2,0520	(1,7260)
DIV	0,1190	(0,2790)	0,0771	(0,5530)	-1,0130	(0,9520)
DIV*D	-0,1730	(0,1160)	-0,4340***	(0,1610)	0,8170**	(0,4120)
DIV*RET	-0,0139	(0,1580)	0,0302	(0,1200)	0,3000	(0,2640)
DIV*D*RET	-0,8610	(0,5400)	-1,9200*	(1,0830)	0,6900	(0,8630)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	454		437		303	
R ² total	41,50%		52,60%		62,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil com um acionista majoritário e sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Na Tabela 23, consta a estimação dos efeitos da divergência de direitos do MAU sobre o conservadorismo contábil para as companhias sem um controlador definido, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 2b esperava-se que o coeficiente $DIV*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, contudo maior do que nas situações em havia um controlador. Isso indicaria que quanto maior a divergência de direitos do MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo contábil, sendo que o efeito negativo seria mais forte na presença de um controlador. O coeficiente de interesse não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos.

Nas Tabelas 42, 45 e 48 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $DIV*D*\Delta NIt-1$, $DIV*D*CFO$ e DIV . Para a não rejeição da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

O coeficiente de interesse da Métrica 2 foi o único a apresentar significância estatística. O sinal foi negativo (-3,34) e significativo a 10%. Esse resultado é contraditório quanto ao comportamento esperado para a não rejeição da hipótese.

Na Tabela 24, consta a estimação dos efeitos da divergência de direitos do MAU sobre o conservadorismo contábil para as companhias com um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 2b esperava-se que o coeficiente $DIV*D*RET$ apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo, contudo menor do que nas situações em que não havia um controlador. Isso indicaria que quanto maior a divergência de direitos do MAU, menor o conservadorismo contábil, sendo que o efeito negativo seria mais forte na presença de um controlador. O coeficiente de interesse não apresentou significância estatística em nenhum dos testes.

Nas Tabelas 42, 45 e 48 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $DIV*D*\Delta NIt-1$, $DIV*D*CFO$ e DIV . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente.

Novamente, o coeficiente de interesse da Métrica 2 foi o único a apresentar significância estatística. O sinal foi negativo (-4,168) e significativo a 1%. Esse resultado é contraditório quanto ao comportamento esperado para a não rejeição da hipótese.

Em síntese, os resultados quanto à Hipótese 2a foram inconclusivos, pois apenas em um dos testes o coeficiente de interesse da Métrica 2 apresentou significância estatística e diversa do esperado. Nos coeficientes de interesse das demais métricas não houve significância estatística.

Quanto à Hipótese 2b, os resultados das Tabelas 21, 22, 41, 44 e 47, que não levam em conta os acordos entre acionistas, foram inconclusivos, pois o comportamento dos coeficientes não foi sistemático e em linha com a hipótese. A Métrica 1 apresentou comportamento esperado quanto ao sinal negativo em alguns dos modelos, contudo as Métricas 2 e 3 apresentaram comportamento diverso. Em relação às Tabelas 23, 24, 42, 45 e 48, que levam em conta os acordos entre acionistas, apenas o coeficiente de interesse da Métrica 2 apresentou significância estatística e com comportamento diverso ao esperado; os resultados indicaram que quanto maior a DIV, maior o reconhecimento assimétrico de perdas e esse efeito é maior, medido apenas pela comparação da magnitude dos coeficientes, quando há um controlador.

Prudentemente, opta-se por afirmar que os resultados são inconclusivos. Porém, os resultados despertam interesse acerca do efeito da DIV sobre a informação contábil. Pode-se especular que apesar de no Brasil normalmente tomar-se como pressuposto que os acionistas minoritários não demandarão informação contábil conservadora, pode ser que nas situações em que a DIV seja elevada e haja um controlador, o risco de expropriação gere demanda por informação conservadora. Esse efeito é difícil de identificar, mas pode ser uma avenida para pesquisas.

Tabela 23 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem acionista majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas.

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,5930**'	(1,6020)	-3,3380**	(1,5580)	1,8340	(2,3260)
D	0,1630	(0,3520)	-0,8450	(0,6350)	1,1870	(0,9880)
RET	0,3990	(0,3970)	-0,4190	(0,3230)	-1,4050**	(0,6580)
RET*D	1,3000	(1,8720)	-3,4830	(2,2070)	-0,3890	(2,3550)
DIV	0,4320	(0,5960)	-1,2980	(0,7850)	-2,5030***	(0,8050)
DIV*D	-0,6070	(0,4440)	0,8690	(1,5360)	2,0830*	(1,1500)
DIV*RET	-0,8520**	(0,4160)	1,1070*	(0,6530)	4,4880*	(2,4330)
DIV*D*RET	-3,2670	(2,4710)	0,8020	(0,6850)	-3,4340	(5,5200)
CONTROLES	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*D	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*RET	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A	SIM	N.A	SIM	N.A
N	282		264		183	
R ² total	37,10%		57,10%		69,10%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil das companhias sem acionista majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 24 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil das companhias com acionista majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas.

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-4,5850***	(0,9680)	-7,0840***	(1,3660)	-4,0950**	(2,0030)
D	-0,4120**	(0,2050)	-0,6090*	(0,3110)	-0,0065	(0,5090)
RET	0,0797	(0,3620)	0,3830	(0,2830)	1,1390**	(0,5660)
RET*D	-0,6560	(0,5720)	-2,3880**	(0,9220)	-0,6620	(1,4380)
DIV	0,1530	(0,1620)	0,3110	(0,3490)	-0,3620	(0,8080)
DIV*D	-0,0979	(0,0958)	0,3710	(0,3240)	0,5870	(0,3720)
DIV*RET	0,0015	(0,0911)	-0,0444	(0,1530)	0,3910*	(0,2280)
DIV*D*RET	-0,4100	(0,3390)	-0,1090	(0,1140)	-0,1720	(0,6530)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	605		581		409	
R ² total	36,90%		49,70%		55,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil das companhias com acionista majoritário ou bloco de controle e levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

4.3.3 Efeito do MAU_2

Essa seção apresenta os resultados do teste da terceira hipótese da pesquisa: a presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, bloco de controle ou ao maior acionista último afeta positivamente o conservadorismo das companhias.

No texto principal optou-se por apresentar os resultados das estimações para a Métrica 1 de conservadorismo. Os testes para as demais métricas constam do Apêndice E, que engloba as tabelas de 49 a 57. Em todas as estimações foram inseridas variáveis de controle, conforme os estudos correlatos. Ademais, em todos os testes para a Métrica 1 foi utilizada a sugestão de Roychowdhury e Watts (2007) e o modelo de Basu (1997) foi estimado com o resultado do período e retorno das ações acumulados para um, dois e três anos.

Na Tabela 25, consta a estimação dos efeitos da presença do MAU_2 sobre o conservadorismo contábil para a toda a amostra. Pela Hipótese 3 esperava-se que o coeficiente $MAU_2 * D * RET$ apresentasse sinal positivo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que a presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, afetaria positivamente o conservadorismo contábil. Contudo, o resultado apresentou comportamento diverso ao esperado. O coeficiente foi negativo (-0,501) e estatisticamente significativo a 1% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante um exercício social e negativo (-0,50) e estatisticamente significativo a 5% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante três exercícios sociais. Por esses resultados, a presença de um segundo maior acionista último afeta negativamente a qualidade dos lucros para a amostra total.

Nas Tabelas 49, 52 e 55 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $MAU_2 * D * \Delta NI_{t-1}$, $MAU_2 * D * CFO$ e MAU_2 . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem negativo, positivo e positivo, respectivamente. Em nenhum dos modelos os coeficientes de interesse apresentaram significância estatística.

Tabela 25 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil

Regressores	Variável dependente = NI					
	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-3,6720***	(0,7710)	-6,1580***	(1,0740)	-5,5850***	(2,1030)
D	-0,2430	(0,1770)	-0,4750*	(0,2680)	0,4520	(0,4730)
RET	0,1390	(0,2920)	0,2930	(0,2240)	0,9460	(0,6260)
RET*D	-0,2570	(0,6510)	-2,0740**	(0,8360)	-0,4870	(1,2200)
MAU_2	-0,0377	(0,0332)	-0,0053	(0,0520)	-0,1390	(0,0842)
MAU_2*D	-0,0563	(0,0472)	-0,0531	(0,0847)	0,0474	(0,1180)
MAU_2*RET	0,0251	(0,0539)	-0,0241	(0,0346)	0,0481	(0,0708)
MAU_2*D*RET	-0,5010***	(0,1680)	-0,3050	(0,2290)	-0,5000**	(0,2320)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		845		592	
R ² total	33,30%		48,50%		48,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um, dois ou três anos. MAU_2 é uma variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Na Tabela 26, consta a estimação dos efeitos da presença do MAU_2 sobre o conservadorismo contábil para as companhias sem um controlador definido, sem levar em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 3 esperava-se que o coeficiente $MAU_2 * D * RET$ apresentasse sinal positivo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que a presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, afetaria positivamente o conservadorismo contábil. Contudo, o resultado apresentou comportamento diverso ao esperado. O coeficiente foi negativo (-0,4730) e estatisticamente significativo a 10% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante um exercício social. Por esses resultados, a presença de um segundo maior acionista último afeta negativamente a qualidade dos lucros para as companhias sem um controlador definido, em linha com os resultados da Tabela 25.

Nas Tabelas 50, 53 e 56 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $MAU_2 * D * \Delta NI_{t-1}$, $MAU_2 * D * CFO$ e MAU_2 . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem negativo, positivo e positivo, respectivamente. Em nenhum dos modelos os coeficientes de interesse apresentaram significância estatística.

Na Tabela 27, consta a estimação dos efeitos da presença do MAU_2 sobre o conservadorismo contábil para as companhias com um controlador definido, levando-se em consideração os acordos entre acionistas. Pela Hipótese 3 esperava-se que o coeficiente $MAU_2 * D * RET$ apresentasse sinal positivo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que a presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, afetaria positivamente o conservadorismo contábil. Contudo, o resultado apresentou comportamento diverso ao esperado. O coeficiente foi negativo (-0,5130) e estatisticamente significativo a 5% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante um exercício social e negativo (-0,557) e estatisticamente significativo a 5%. Por esses resultados, a presença de um segundo maior acionista último afeta negativamente a qualidade dos lucros para as companhias sem um controlador definido, em linha com os resultados das Tabelas 25 e 26.

Nas Tabelas 50, 53 e 56 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Nenhum coeficiente apresentou significância estatística.

Tabela 26 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-2,9510***	(1,1230)	-4,2950***	(1,2090)	-2,8950	(1,9780)
D	0,0570	(0,2400)	-0,4080	(0,3680)	0,6850	(0,6590)
RET	0,4170	(0,3500)	-0,3190	(0,3270)	-0,6840	(0,4780)
RET*D	0,2920	(1,2450)	-0,7990	(1,3900)	1,8920	(2,1660)
MAU_2	-0,0439	(0,0443)	0,0436	(0,1080)	-0,2720	(0,2390)
MAU_2*D	-0,0393	(0,0765)	-0,1170	(0,1350)	0,0240	(0,1800)
MAU_2*RET	0,0040	(0,0801)	0,0165	(0,0551)	0,2430*	(0,1350)
MAU_2*D*RET	-0,4730*	(0,2840)	-0,5010	(0,4320)	-0,7690	(0,5340)
CONTROLES	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N	433		408		289	
R ² total	29,20%		57%		52,90%	

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 27 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-5,0870***	(1,1990)	-7,4650***	(1,6520)	-6,3860**	(2,5340)
D	-0,5200**	(0,2430)	-0,5220	(0,4330)	0,7490	(0,6870)
RET	0,0629	(0,4340)	0,6800**	(0,2780)	2,7000***	(0,5140)
RET*D	-0,7250	(0,7630)	-0,5220	(0,4330)	-2,3060	(1,5900)
MAU_2	-0,0062	(0,0552)	-0,0254	(0,0638)	-0,1480	(0,1160)
MAU_2*D	-0,0723	(0,0659)	-0,0202	(0,1150)	0,0994	(0,1680)
MAU_2*RET	0,0213	(0,0514)	-0,0335	(0,0308)	-0,0403	(0,0510)
MAU_2*D*RET	-0,5130**	(0,2090)	-0,2620	(0,2150)	-0,5570**	(0,2750)
CONTROLES	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies YEAR	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N	454		437		303	
R ² total	41,10%		51,30%		62,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. **RET** = retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Na Tabela 28, consta a estimação dos efeitos da presença do MAU_2 sobre o conservadorismo contábil para as companhias sem um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em conta o acordo entre acionistas. Pela Hipótese 3 esperava-se que o coeficiente $MAU_2 * D * RET$ apresentasse sinal positivo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que a presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, afetaria positivamente o conservadorismo contábil. Contudo, o resultado apresentou comportamento diverso ao esperado. O coeficiente foi negativo (-0,672) e estatisticamente significativo a 5% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante um exercício social e negativo (-0,9950) e estatisticamente significativo a 5% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante três exercícios sociais. Por esses resultados, a presença de um segundo maior acionista último afeta negativamente a qualidade dos lucros para a amostra total. Os resultados estão em linha com os obtidos nas Tabelas 25, 26 e 27.

Nas Tabelas 51, 54 e 57 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $MAU_2 * D * \Delta NI_{t-1}$, $MAU_2 * D * CFO$ e

MAU_2. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem negativo, positivo e positivo, respectivamente. Em nenhum dos modelos os coeficientes de interesse apresentaram significância estatística.

Na Tabela 29, consta a estimação dos efeitos da presença do MAU_2 sobre o conservadorismo contábil para as companhias com um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em conta o acordo entre acionistas. Pela Hipótese 3 esperava-se que o coeficiente $MAU_2 * D * RET$ apresentasse sinal positivo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que a presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, MAU ou bloco formado por acordo entre acionistas, afetaria positivamente o conservadorismo contábil. Contudo, o resultado apresentou comportamento diverso ao esperado. O coeficiente foi negativo (-0,535) e estatisticamente significativo a 1% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante um exercício social e negativo (-0,733) e estatisticamente significativo a 1% quando o resultado do período e o retorno das ações foram acumulados durante três exercícios sociais. Por esses resultados, a presença de um segundo maior acionista último afeta negativamente a qualidade dos lucros para a amostra total. Os resultados estão em linha com os obtidos nas Tabelas 25, 26, 27 e 28. Nas Tabelas 51, 54 e 57 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $MAU_2 * D * \Delta NI_{t-1}$, $MAU_2 * D * CFO$ e MAU_2 . Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficiente fossem negativo, positivo e positivo, respectivamente. Em nenhum dos modelos os coeficientes de interesse apresentaram significância estatística.

Sistematicamente, os resultados da Métrica 1 apontaram para uma relação negativa entre a presença de um segundo maior acionista último e conservadorismo contábil. No caso das demais métricas de conservadorismo, nenhum coeficiente de interesse apresentou significância estatística. Não obstante, afirma-se que, pela Métrica 1, é possível rejeitar parcialmente a Hipótese 3. E aqui pode haver uma interessante linha de pesquisas. A variável binária para captar se na companhia havia um segundo maior acionista último relevante levou em conta Lei 6.404/76 e também impôs a exigência de que o acionista não tivesse ligação com o bloco controlador (pelo menos, explicitamente). Então, esta variável capta o efeito de um acionista relevante e, teoricamente, independente do maior acionista último, seja ou não um controlador. Uma potencial explicação é que por ser relevante esse acionista está menos

sujeito à assimetria de informação em relação ao maior acionista último. Assim, talvez demande menos informações contábeis conservadoras. Contudo, é uma especulação a partir de um resultado pouco intuitivo em relação à literatura. Por exemplo, Cullinan et al. (2012) testaram variáveis semelhante, mas não obteve resultado estatisticamente significativo para essa variável. Haw et al. (2012) encontraram resultados que sugerem haver efeito positivo de um segundo maior acionista relevante sobre o conservadorismo. Compreender o canal pelo qual o resultado ocorre não é trivial e constitui-se em interessante desafio empírico.

Tabela 28- Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-2,7960*	(1,5070)	-3,3120**	(1,5340)	0,1160	(2,9780)
D	0,1520	(0,3990)	-0,4270	(0,6750)	1,6640**	(0,6700)
RET	-0,0118	(0,5990)	-0,5540	(0,4830)	-1,4080	(0,8610)
RET*D	2,3710	(2,0630)	-1,4240	(2,4340)	1,8390	(2,4210)
MAU_2	-0,0972	(0,0641)	-0,0463	(0,1070)	-0,3300	(0,2420)
MAU_2*D	-0,0714	(0,0899)	-0,1420	(0,1350)	-0,2150	(0,1780)
MAU_2*RET	0,0036	(0,0924)	0,03250	(0,0618)	0,2630	(0,1840)
MAU_2*D*RET	-0,6720**	(0,3050)	-0,5910	(0,4150)	-0,9950**	(0,4210)
CONTROLES	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N	282		264		183	
R ² total	36,70%		55,80%		60,40%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência de um acionista controlador definido ou bloco de controle, considerando-se os acordos de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. D é um variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. RET corresponde ao retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. MAU_2 é uma variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. MTB corresponde à divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. LEV corresponde à soma dos passivos circulante e não circulante pelo ativo total. SIZE é o logaritmo natural do ativo total. LIT corresponde à soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. GOV corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. YEAR corresponde aos anos; foram inseridas variáveis para cada ano, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. Os erros-padrão foram calculados, para todas estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 29 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle

Variável dependente = NI						
Regressores	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-4,4580***	(0,9330)	-6,9210***	(1,3490)	-4,3680**	(1,8800)
D	-0,3820**	(0,1900)	-0,5600*	(0,2960)	0,2110	(0,5070)
RET	0,0421	(0,3490)	0,3980	(0,2760)	1,4440**	(0,6550)
RET*D	-0,5650	(0,5780)	-2,1780**	(0,9600)	-0,8750	(1,3430)
MAU_2	-0,0101	(0,0459)	0,0002	(0,0633)	-0,1330	(0,1030)
MAU_2*D	-0,1060	(0,0651)	-0,0475	(0,1110)	-0,0453	(0,1660)
MAU_2*RET	0,0044	(0,0467)	-0,0376	(0,0320)	-0,0327	(0,0632)
MAU_2*D*RET	-0,5350***	(0,1910)	-0,2980	(0,2020)	-0,7330***	(0,2710)
CONTROLES	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CONTROLES*D*RET	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies YEAR	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
N	605		581		409	
R ² total	37,20%		49,70%		54,60%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na presença de um acionista controlador definido ou bloco de controle, considerando-se os acordos de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. D é um variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. RET corresponde ao retorno das ações acumulado durante um ano, dois ou três anos. MAU_2 é uma variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. MTB corresponde à divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. LEV corresponde à soma dos passivos circulante e não circulante pelo ativo total. SIZE é o logaritmo natural do ativo total. LIT corresponde à soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. GOV corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. YEAR corresponde aos anos; foram inseridas variáveis para cada ano, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. Os erros-padrão foram calculados, para todas estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

4.3.4 Efeito da PYRAMIDAL

Essa seção apresenta os resultados do teste da quarta hipótese da pesquisa: o controle exercido por meio de estruturas piramidais afeta negativamente o conservadorismo das companhias.

No texto principal optou-se por apresentar os resultados das estimações para a Métrica 1 de conservadorismo. Os testes para as demais métricas constam do Apêndice F, que engloba as tabelas de 58 a 60. Em todas as estimações foram inseridas variáveis de controle, conforme os estudos correlatos. Ademais, em todos os testes para a Métrica 1 foi utilizada a sugestão de Roychowdhury e Watts (2007) e o modelo de Basu (1997) foi estimado com o resultado do período e retorno das ações acumulados para um, dois e três anos.

Na Tabela 30, consta a estimação da variável PYRAMIDAL sobre o conservadorismo contábil para a toda a amostra. Pela Hipótese 4 esperava-se que o coeficiente PYRAMIDAL*D*RET apresentasse sinal negativo e estatisticamente significativo. Isso indicaria que companhias

controladas por meio de estruturas piramidais de controle apresentariam menor conservadorismo do que as demais. Todavia, o coeficiente de interesse não apresentou significância estatística.

Nas Tabelas 58, 59 e 60 há os testes equivalentes para as Métricas 2, 3 e 4, respectivamente. Os coeficientes de interesse são, respectivamente, $PYRAMIDAL * D * \Delta NI_{t-1}$, $PYRAMIDAL * D * CFO$ e $PYRAMIDAL$. Para a confirmação da hipótese, esperava-se que os coeficientes fossem positivo, negativo e negativo, respectivamente. Apenas o coeficiente de interesse da Métrica 3 apresentou significância estatística. Contudo, o sinal foi positivo (1,2260) e significativo a 1%. Esse comportamento do coeficiente vai de encontro à hipótese. O resultado indica que quando uma companhia é controlada por meio de estrutura piramidal, há maior reconhecimento assimétrico de perdas. Assim como no caso da DIV, uma potencial explicação para o resultado reside na demanda dos demais acionistas por informação conservadora, em razão do maior risco de expropriação nesse tipo de estrutura de controle. Alternativamente, a explicação pode ser que os próprios controladores reconheçam mais tempestivamente as perdas como forma de sinalizar a intenção de não expropriação dos minoritários, como sugere Wang (2006). No entanto, saber qual é a explicação correta não é trivial. Ademais, as outras métricas não apontaram para a mesma direção.

Tabela 30 - Efeitos do controle por meio de estruturas de controle piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total

Regressores	Variável dependente = NI					
	Um ano		Dois anos		Três anos	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Err-padrão
Intercepto	-3,7040***	(0,7870)	-6,1900***	(1,0840)	-5,7770***	(2,1170)
D	-0,3040*	(0,1680)	-0,5530**	(0,2580)	0,4800	(0,4760)
RET	0,1200	(0,2410)	0,2700	(0,2090)	0,9430	(0,5900)
RET*D	-0,5970	(0,6360)	-2,4210***	(0,7820)	-0,7890	(1,1250)
PYRAMIDAL	0,0684	(0,1250)	0,2350*	(0,1370)	0,3680**	(0,1730)
PYRAMIDAL*D	-0,0017	(0,0813)	-0,1180	(0,1130)	0,0474	(0,1530)
PYRAMIDAL*RET	0,1810	(0,1970)	-0,1680	(0,1650)	-0,3640**	(0,1740)
PYRAMIDAL*D*RET	-0,3820	(0,2330)	0,0086	(0,3590)	-0,0547	(0,3300)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*RET	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		845		592	
R ² total	32,30%		48,60%		48,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos do controle por meio de estruturas de controle piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Regressão Reversa entre o Lucro e o Retorno (Métrica 1). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. As colunas "Um ano", "Dois anos" e "Três anos" referem-se ao período de acumulação do resultado do período e retorno das ações, conforme o estudo de Roychowdhury e Watts (2007). A variável dependente é o resultado do período (NI) acumulado durante um, dois ou três anos. No modelo, tal variável foi inserida após a sua divisão pelo valor de mercado das ações da companhia no início do período de acumulação. D é um variável binária que assume o valor 1 quando o retorno das ações (RET) no período de acumulação é negativo e 0 caso contrário. RET corresponde ao retorno das ações acumulado durante um, dois ou três anos. PYRAMIDAL é uma variável binária que assume valor 1 quando a companhia é controlada por meio de uma estrutura piramidal de controle; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e RET foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. MTB corresponde à divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. LEV corresponde à soma dos passivos circulante e não circulante pelo ativo total. SIZE é o logaritmo natural do ativo total. LIT corresponde à soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. GOV corresponde ao percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. YEAR corresponde aos anos; foram inseridas variáveis para cada ano, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

4.3.5 Resumo dos testes das hipóteses

O Quadro 4 apresenta um panorama das hipóteses testadas e dos resultados encontrados por cada uma das métricas de conservadorismo. Nos testes em que não houve resultado foi utilizado “Rejeitada”. Nos casos em que o sinal do coeficiente foi significativo e conforme o esperado utilizou-se “Não rejeitada”. Nos casos em que o sinal do coeficiente foi significativo e inverso ao esperado utilizou-se “Rejeitada*”.

#	Hipóteses	Métrica 1	Métrica 2	Métrica 3	Métrica 4
Hipótese 1a	Quanto maior a participação do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas nos direitos de voto, menor o conservadorismo apresentado pela companhia.	Rejeitada	Não rejeitada	Rejeitada*	Rejeitada
Hipótese 1b	Quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a participação nos direitos de voto afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.	Rejeitada	Rejeitada	Rejeitada*	Rejeitada
Hipótese 2a	Quanto maior a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo apresentado pela companhia.	Rejeitada	Rejeitada*	Rejeitada	Rejeitada
Hipótese 2b	Quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.	Não rejeitada	Rejeitada*	Rejeitada*	Rejeitada
Hipótese 3	A presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, bloco de controle ou ao maior acionista último afeta positivamente o conservadorismo das companhias.	Rejeitada*	Rejeitada	Rejeitada	Rejeitada
Hipótese 4	O controle exercido por meio de estruturas piramidais afeta negativamente o conservadorismo das companhias.	Rejeitada	Rejeitada	Rejeitada*	Rejeitada

Quadro 4 – Resumo das hipóteses e resultados

5 CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo geral analisar o efeito da estrutura de propriedade sobre o conservadorismo contábil e tentou responder a seguinte questão de pesquisa: A estrutura de propriedade das companhias brasileiras listadas em bolsa afeta o conservadorismo contábil?

Em razão de o termo “estrutura de propriedade” poder ser utilizado para se referir a diversas características da estrutura de propriedade de uma companhia, nessa pesquisa foram selecionadas características consideradas relevantes pela literatura empírica relacionada, principalmente La Porta et al. (1998), La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Valadares e Leal (2000), Faccio e Lang (2002), Maury e Pajuste (2005), Aldrighi e Mazzer Neto (2007) e Laeven e Levine (2008): i) concentração de direitos de voto; ii) divergência entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa; iii) presença de um segundo maior acionista último; e iv) estruturas piramidais de controle. Os dados acerca da estrutura de propriedade foram coletados observando-se tanto a participação direta como a indireta dos acionistas no capital das companhias constantes da amostra. Os acordos entre os acionistas, uma forma de coordenação de votos entre acionistas relativamente comum no Brasil, também foi levada em conta na coleta. (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Leal & Silva, 2008; Gorga, 2009; Carvalhal, 2012).

O conservadorismo foi mensurado por meio de quatro métricas extraídas das pesquisas de Basu (1997), Ball e Shivakumar (2005) e Khan e Watts (2009). Da pesquisa de Basu (1997) foram extraídas duas métricas para mensurar o conservadorismo. A primeira foi chamada de Modelo de Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Métrica 1). A segunda foi chamada de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). De Ball e Shivakumar (2005), foi extraída a terceira métrica: Modelo de *Accruals* (Métrica 3). Por fim, de Khan e Watts (2009) foi extraída a métrica C_SCORE (Métrica 4).

A pesquisa soma-se às de LaFond e Roychowdhury (2008), Shuto e Takada (2010), Kung et al. (2010), Sarlo Neto et al. (2010), Sánchez et al. (2011), Ramalingegowda e Yu (2012), Haw et

al. (2012), Cullinan et al. (2012), Chan e Hsu (2013), Cheng et al. (2013), Yu (2013), Chen et al. (2013) e Lin (2014), que investigaram temática semelhante.

Para a formulação das hipóteses, levou-se em consideração o problema de agência prevalente no Brasil, entre acionistas controladores e minoritários, conforme pesquisas de Valadarel e Leal (2000), Leal et al. (2002), Aldrighi e Mazzer Neto (2005, 2007). As pesquisas de Ball et al. (2000), Ball et al. (2003), Ball e Shivakumar (2005) e Bushman e Piotroski (2006), acerca do efeito do ambiente institucional sobre o conservadorismo contábil, também foram levadas em conta na formulação das hipótese (além dos estudos específicos da linha de pesquisa).

As hipóteses formuladas e testadas foram as seguintes:

Hipótese 1a: Quanto maior a participação do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas nos direitos de voto, menor o conservadorismo apresentado pela companhia.

Hipótese 1b: Quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a participação nos direitos de voto afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.

Hipótese 2a: Quanto maior a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas, menor o conservadorismo apresentado pela companhia.

Hipótese 2b: Quando o maior acionista último ou bloco formado por acordo entre acionistas detém o controle, a divergência entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo afeta mais negativamente o conservadorismo da companhia.

Hipótese 3: A presença de um segundo maior acionista último não ligado ao controlador, bloco de controle ou ao maior acionista último afeta positivamente o conservadorismo das companhias.

Hipótese 4: O controle exercido por meio de estruturas piramidais afeta negativamente o conservadorismo das companhias.

Os resultados rejeitaram a Hipótese 1a. Apesar de o coeficiente da Métrica 2 comportar-se como esperado, o coeficiente da Métrica 3 apresentou significância estatística em apenas um dos testes e o comportamento foi diverso do esperado. Nenhum dos coeficientes estudados das Métricas 1 e 4 apresentaram significância estatística.

Quanto à Hipótese 1b, os direitos de votos do controlador não apresentaram relação negativa mais proeminente com o conservadorismo em nenhum dos testes feitos. Por sinal, em um dos testes com a Métrica 3 o comportamento do coeficiente foi diferente do esperado.

A principal referência de comparação para a Hipótese 1 é o trabalho de Sarlo Neto et al. (2010), também empreendido no Brasil. Os resultados dos autores indicaram que a concentração de direitos de votos afeta negativamente o conservadorismo. Contudo, os resultados dessa tese não apresentaram o mesmo comportamento, rejeitando a hipótese formulada.

Os resultados quanto à Hipótese 2a foram inconclusivos, pois apenas em um dos testes o coeficiente de interesse da Métrica 2 apresentou significância estatística e diversa do esperado. Nos coeficientes de interesse das demais métricas não houve significância estatística. Assim, a hipótese foi rejeitada.

Quanto à Hipótese 2b, a Métrica 1 apresentou comportamento esperado quanto ao sinal negativo em alguns dos modelos, contudo as Métricas 2 e 3 apresentaram comportamento diverso; os resultados indicaram que quanto maior a DIV, maior o reconhecimento assimétrico de perdas e esse efeito é maior, medido pela comparação da magnitude dos coeficientes, quando há um controlador. Pela divergência de resultados das métricas, não há um resultado claro. A hipótese foi formulada assumindo-se a premissa que quanto maior a DIV, maior risco de expropriação dos minoritários. Pelo ambiente brasileiro, supõe-se que o efeito sobre a qualidade da informação contábil será negativo, em razão do potencial entrincheiramento do maior acionista último, que em muitos casos é o controlador. Todavia, Wang (2006) pondera que em razão do potencial risco de expropriação, os controladores

podem escolher apresentar informações contábeis de maior qualidade, como forma de sinalizar a intenção de não expropriar os acionistas minoritários. Outra explicação, também com base em Wang (2006), é que dado o risco de expropriação, os acionistas poderiam demandar informações de maior qualidade. Identificar o canal pelo qual esse efeito ocorre não é trivial. Além disso, o resultado vai de encontro a Sánchez et al. (2011). Na Espanha, os autores encontraram que a DIV afeta negativamente o reconhecimento assimétrico de perdas.

Em relação à terceira hipótese, os resultados da Métrica 1 apontaram para uma relação negativa entre a presença de um segundo maior acionista último e conservadorismo contábil, resultado contrário ao esperado. No caso das demais métricas de conservadorismo, nenhum coeficiente de interesse apresentou significância estatística. A variável binária para captar se na companhia havia um segundo maior acionista último relevante foi construída com base na Lei 6.404/76; havia a exigência de que o acionista não tivesse ligação com o bloco controlador (pelo menos, explicitamente); além de considerar a posse de, no mínimo, 15% das ações com direito a voto. Teoricamente esta variável capta o efeito de um acionista relevante e independente do maior acionista último, seja ou não um controlador. Uma potencial explicação para o resultado observado é que por ser relevante esse acionista está menos sujeito à assimetria de informação em relação ao maior acionista último. Assim, pode ser que não demande resultados contábeis conservadores. Levando-se em conta os melhores esforços de revisão da literatura, o emprego dessa variável em pesquisas empíricas no Brasil é inédita. Então, a correta interpretação do efeito do segundo maior acionista último ainda depende de mais evidências.

Quanto à quarta hipótese, apenas o coeficiente de interesse da Métrica 3 apresentou significância estatística. Contudo, o sinal foi inverso ao esperado. O resultado indicou que companhias controladas por meio de estruturas piramidais apresentam conservadorismo contábil superior às demais. Uma explicação para o resultado reside na demanda dos demais acionistas por informação contábil conservadora, em razão de haver maior risco de expropriação dos minoritários nesse tipo de estrutura de controle. Alternativamente, a explicação pode ser que os próprios controladores reconheçam mais tempestivamente as perdas como forma de sinalizar a intenção de não expropriar os minoritários, como sugere Wang (2006). Destrinchar qual efeito direciona os resultados depende de mais pesquisas.

Além dos resultados apresentados, essa pesquisa traz algumas contribuições. Em relação às contribuições originais, essa tese inova, dentro da linha de pesquisa, ao considerar os acordos entre acionistas para calcular a concentração de direitos de votos, divergência entre direitos de votos e direitos sobre o fluxo de caixa. Os estudos empreendidos internacionalmente não levaram em conta essa possibilidade de coordenação entre os acionistas nos cálculos, apesar de esse tipo de contrato ser parte da estrutura de propriedade de diversos países. A outra contribuição foi com relação ao estudo das estruturas piramidais de controle sobre o reconhecimento assimétrico de perdas. La Porta et al. (1999), Bebchuck et al. (2000), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e Aldrighi e Mazzer Neto (2007) sugerem que esse tipo de estrutura pode exacerbar os problemas de agência. Com relação à literatura nacional, as contribuições vão desde o fornecimento de um panorama atualizado sobre a estrutura de controle e propriedade das companhias listadas na BM&FBovespa até a utilização inédita de variáveis em pesquisas sobre estrutura de propriedade no Brasil (presença de um segundo maior acionista último relevante).

É necessário frisar que os resultados possuem algumas limitações. A primeira delas refere-se à amostra: critério de seleção, tamanho e período escolhido para o estudo. Pelas limitações da amostra, os resultados referem-se apenas ao conjunto de dados dessa pesquisa. Apesar da proeminência para essa pesquisa, não há um consenso sobre como mensurar o conservadorismo na contabilidade. O uso de quatro métricas se propôs a reduzir essa limitação, como sugerido por Ryan (2006), Wang et al. (2009) e Ball et al. (2013). As variáveis de controle empregadas também podem ser uma fonte de limitação; menos pela forma de operacionalização e mais pela ausência de teoria formal sobre quais são os determinantes do conservadorismo. Os métodos econométricos utilizados também podem não ter corrigidos todos os problemas com os dados. Talvez o principal deles seja a endogeneidade dos dados contábeis.

Em grande parte dos modelos estimados os coeficientes de interesse não apresentaram significância estatística e em outros os coeficientes foram diferentes dos previstos. Em poucos casos não foi possível rejeitar a hipótese formulada. Porém, isso não necessariamente representa fraqueza da linha de pesquisa como um todo. Conjuntamente, os resultados indicaram que certas características da estrutura de propriedade afetam o conservadorismo;

todavia, não necessariamente em linha com as hipóteses formuladas. Isso pode significar que as hipóteses formuladas não captaram a complexidade do relacionamento entre as variáveis.

REFERÊNCIAS

- Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One Share – One Vote: The Empirical Evidence. *Review of Finance*, v. 12, pp. 51-91.
- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Harris-Stanford, M. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review*, v. 77, n. 4, pp. 867-890.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, v. 43, n. 2-3, pp. 411-437.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, v. 51, pp. 1-30.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, v. 62, n. 5, pp. 777-795.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1973). The Property Right Paradigm. *The Journal of Economic History*, v. 33, n. 1, pp. 16-27.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 2, pp. 115-137.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Votos das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, pp. 129-152.
- Aldrighi, D. M.; & Postali, F. A. S. (2011). Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil. *Revista Economia*, v. 12, n. 1, pp. 27-48.
- Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & Costa, F. M. (2008). Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 2, n. 2, pp. 118-131.
- Almeida, J. E. F., Sarlo Neto, A., Bastianello, R. F., & Monegue, Z. (2012). Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 23, n. 58, pp. 65-75.
- Amaral, J. V., Riccio, E. L., & Sakata, M. C. G. (2012). Conservadorismo contábil ainda é discutido? *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 1, pp. 70-85.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, pp. 81-106.

- Antunes, G. A., Teixeira, J. C., Costa, F. M., & Nossa, V. (2010). Efeitos da adesão aos níveis de governança da bolsa de valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 3, n. 1, pp. 109-138.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of informational reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2-3, pp. 179-234.
- Attig, N., Fischer, K. P., & Gadhoun, Y. (2004). On the Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests. Recuperado em abril de 2014, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=434201.
- Badertscher, B. A., Katz, S. P., & Rego, S. O. (2013). The separation of ownership and control and corporate tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 56, n. 2-3, pp. 228-250.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robbin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 29, n. 1, pp. 1-51.
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J.S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, v. 36, pp. 235-270.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, n. 1, pp. 83-128.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research*, v. 44, n. 2, pp. 207-242.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Nikolaev, V. (2013). On Estimating Conditional Conservatism. *The Accounting Review*, v. 88, n. 3, pp. 755-787.
- Barrionuevo Filho, A. (1987). A separação entre propriedade acionária e controle administrativo - revisitando os clássicos. *Revista de Administração de Empresas*, v. 27, n. 4, pp. 31-37.
- Barth, M. E., Landsman, R. W., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, v. 46, n. 3, pp. 467-498.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 24, n.1, pp.3-37.
- Basu, S. (2005). Discussion of Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, v. 10, n. 2-3, pp. 311-321.
- Basu, S. (2009). Conservatism Research: Historical Development and Future Prospects. *China Journal of Accounting Research*, v. 2, n. 1, pp. 1-20.

- Beatty, A., Weber, J., & Yu, J. J. (2008). Conservatism and Debt. *Journal of Accounting and Economics*, v. 45, n. 2-3, pp. 154-174.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, v. 10, pp. 269-309.
- Bebchuck, L.A., Kraakman, R., & Triantis G. G. (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity. *Concentrated Corporate Ownership*.
- Belot, F. (2010). Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms. Recuperado em outubro de 2014, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1282144.
- Bennedsen, M., & D. Wolfenzon (2000), "The Balance of Power in Closely Held Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 113-139.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Mac Millan, New York, N.Y.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Pyramids. *Journal of the European Economic Association*, v. 1, n. 2-3, pp. 478-483.
- Beuren, I. M., Theiss, V., & Sant`Ana, S. V. (2013). Conservadorismo Contábil no Reconhecimento de Ativos Intangíveis em Fase de Pesquisa e Desenvolvimento: Um Estudo de Empresas da BM&FBovespa. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 16, n. 1, pp. 98-111.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, pp. 296-343.
- Bhagat, S., Bolton, B., & Romano, R.(2007). *The promise and peril of corporate governance indices. Law Working Paper N° 89/2007*, 2007. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1019921>. Acesso em: 05/06/2014.
- Bortolon, P. M. (2010). *Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações*. Tese de doutorado, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Brito, G. A. S., Lopes, A. B., & Coelho, A. C. D. (2012). Conservadorismo nos Lucros Contábeis dos Bancos no Brasil: A influência do controle estatal. *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 4, pp. 19-39.
- Brito, G. A. S., & Martins, E. (2013). Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil. *Brazilian Business Review*, v. 10, n. 3, pp. 27-48.
- Bukart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 112, n. 3, pp. 693-728.

- Bukart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1998). Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 1, pp. 172-204.
- Burns, N., Kedia, S. & Lipson, M. (2010). Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting. *Journal of Corporate Finance*, v. 16, n. 4, pp. 443-455.
- Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 1-2, pp. 107-148.
- Calen, J. L. (2013). A selective critical review of financial accounting research. *Critical Perspectives on Accounting*, v. 26, pp. 157-167.
- Callen, J. L., Segal, D. (2013). An Analytical and Empirical Measure of the Degree of Conditional Conservatism. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, v. 28, n. 3, pp. 215-242
- Callen, J. L., Segal, D., & Hope, O. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, v. 15, pp. 145-178.
- Campos, G. M., Sarlo Neto, A., & Almeida, J. E. F. (2010). A Influência da Tributação no Grau de Conservadorismo das Empresas. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 5, n. 2, pp. 39-51.
- Carvalho, A. L. S., & Leal, R. P. C. (2006). Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. *Corporate Ownership & Control*, v. 4, n. 1, pp. 300-308.
- Carvalho, A. (2012). Do Shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n. 4, pp. 919-933.
- Chan, A. L-C., & Hsu, A. W. (2013). Corporate Pyramids, Conservatism and Cost of Debt: Evidence From Taiwan. *The International Journal of Accounting*, v. 48, n. 3, pp. 390-413.
- Chau, G. K., & Gray, J., S. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, v. 37, n. 2, pp. 247-265.
- Chen, S., Chen, X. & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*. v. 46, n. 3, pp. 499-536.
- Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2013) Conservatism and Equity Ownership of the Founding Family. *European Accounting Review*
- Cheng, C. S.A., Huang, H. H., & Li, Y. (2013). Hedge Fund Intervention and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 2013.

- Chi, W., & Wang, C. (2010). Accounting conservatism in a setting of information Asymmetry between majority and minority shareholders. *The International Journal of Accounting*, v. 45, n. 4, pp. 465-489.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, pp. 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, pp. 2741-2772.
- Coelho, A.C. D. (2007) Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo
- Coelho, A. C. D., & Lima, I. S. (2007). Qualidade Informacional e Conservadorismo nos Resultados Contábeis Publicados no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 18, n. 45, pp. 38-49.
- Coelho, A. C. D., & Lima, I. S. (2008a). Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e companhias de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, v. 4, n. 2, pp. 22-41.
- Coelho, A. C. D., & Lima, I. S. (2008b). Segmentos de governança Bovespa: diferença nos graus de conservadorismo condicional na divulgação de resultados contábeis. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 1, n. 1, pp. 17-32.
- Coelho, A. C. D., & Lima, I. S. (2009). Conservadorismo condicional: requisito para a qualidade dos lucros e para a eficiência informacional da Contabilidade. *Revista Eletrônica de Administração*, v. 15, n. 3, pp. 627-652.
- Coelho, A. C. D., Sales, J. N., & Lima, I. S. (2010). Conservadorismo condicional na divulgação de lucros em companhias abertas brasileiras: diferenças entre emissoras e não emissoras de ADR e entre sistemas contábeis. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 11, n. 1, pp. 117-149.
- Costa, F. M., Costa, A. C. O., & Lopes, A. B. (2006). Conservadorismo em cinco países da América do Sul. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 17, n. 41, pp.7-20.
- Costa, R. A., Costa, F. M., Amorim, G., & Baptista, E. C. S. (2009). O impacto da regulação no conservadorismo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 12, n. 3, pp. 28-37.
- Crama, Y., & Leruth, L. (2007). Control and voting power in corporate networks: concepts and computational aspects. *European Journal of Operational Research*, v. 178, n. 3, pp. 879-893.

- Cullinan, C. P., Wang, F., Wang, P., & Zhang, J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, v. 21, n. 1, pp. 1-16.
- Dantas, J. A., Paulo, E., & Medeiros, O. R. (2013). Conservadorismo Condicional na Indústria Bancária Brasileira em Situações de Maior Percepção de Risco. *Revista Universo Contábil*, v. 9, n. 2, pp. 83-103.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*, v. 48, pp. 1085-1142.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, v. 18, pp. 3-42.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2-3, pp. 344-401.
- DeFond, M. L. (2010). Earnings quality research: Advances, challenges and future research. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2-3, pp. 402-409.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, pp. 375-390.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: causes and consequence. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, pp. 209-233.
- Dhaliwal, D. S., Salamon, G. L., & Smith, D. (1982). The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics*, v. 4, n. 1, pp. 41-53.
- Dietrich, J. R., Muller III, K. A., & Riedll, E. J. (2007). Asymmetric timeliness tests of accounting conservatism. *Review of Accounting Studies*, v. 12, n. 1, pp. 95-124.
- Ding, Y., Zhang, H. & Zhang, J. (2007). Private vs State Ownership and Earnings Management: evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, v. 15, n. 2, pp. 223-238.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K., Miller, D. P., & Stulz, R. M. (2009). Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 1, pp. 425-466.
- Dutra, E. S., & Costa, F. M. (2014). A Relação entre Gerenciamento de Resultados e Conservadorismo Contábil em Companhias Abertas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 7, n. 1, pp. 149-170.

- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: an international comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, pp. 537-600.
- Edwards, J. S. S., & Weichenrieder, A. J. (2009). Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration. *Journal of Economic Behavior & Organization*, v. 72, n. 1, pp. 489-508.
- Eldenburg, L. G., & Krishnan, R. (2008). The Influence of Ownership on Accounting Information Expenditures. *Contemporary Accounting Research*, v.25, n. 3, pp. 739-772.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 65, n. 3, pp. 365-395.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, pp. 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, pp. 301-325.
- Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*. v. 33, n. 3, pp. 401-425.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, pp. 329-360.
- Gigler, F. B., & Hemmer, T. (2001). Conservatism, Optimal Disclosure Policy, and the Timeliness of Financial Reports. *The Accounting Review*, v. 76, n. 4, pp. 471-493.
- Giner, B., & Ress, W. (2001). On the Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and The United Kingdom. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 28, n. 9, pp. 1285-1331.
- Givoly, D., Hayn, C. K., & Natarajan, A. (2007). Measuring Reporting Conservatism. *The Accounting Review*, v. 82, n. 1, pp. 65-106.
- Goh, B. W., & Li, D. (2011) Internal Controls and Conditional Conservatism. *The Accounting Review*, v. 86, 3, pp. 975-1005.
- Gonzaga, R. P., & Costa, F. M. (2009). A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre a política de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 50, pp. 95-109.
- Gorga, E. (2009). Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, pp. 439-554.

- Grossman, S. J. and O. Hart, 1980, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Gugler, K., Ivanova, N., & Zechner, J. (2014). Ownership and Control in Central and Eastern Europe. *Journal of Corporate Finance*, v. 26, pp. 145-163.
- Guthrie, K. & Sokolowsky, J. (2010). Large shareholders and the pressure to manage earnings. *Journal of Corporate Finance*, v. 16, n. 3, pp. 302-319.
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate Governance: voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics*, v. 20, pp. 203-235.
- Hart, O. D. (1989). An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. *Columbia Law Review*, v. 89, pp. 1757-1774.
- Haw, I., Hu, B., Hwang, L. & Wu, W. (2004). Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions. *Journal of Accounting Research*, v. 42, n. 2, pp. 423-462.
- Haw, I., Ho, S., Tong, J. Y., & Zhang, F. (2012) Ownership Structures and Accounting Conservatism. Recuperado em abril de 2014, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1478641.
- Hendriksen, E. S. e Van Breda, M. F. Teoria da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2007
- Holderness, C. G. (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, pp. 51-64.
- Holthausen, R. W. influence the outcome of financial reporting in an international setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 36, pp. 271-283.
- Hope, O. (2013). Large Shareholders and accounting research. *China Journal of Accounting Research*. v. 6, n. 1, pp. 3-20.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, pp. 5-50.
- Jiang, L., & Kim, J. (2000). Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan. *The International Journal of Accounting*, v. 35, n. 1, pp. 85-98.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Association*, v. 90, n. 2, pp. 22-27.
- Jung, K., & Kwon, S. Y. (2002). Ownership structure and earning informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*. v. 37, n. 3, pp. 301-325.

- Kaizer, C. V. C., Nossa, S. N., Teixeira, J. C., Baptista, E. C. S., & Nossa, V. (2009). O impacto da regulamentação contábil sobre o conservadorismo nas empresas do setor elétrico do Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 3, n. 1, pp. 1-24.
- Katz, S. P. (2009). Earnings Quality and Ownership Structure: The Role of Private Equity Sponsors. *The Accounting Review*, v. 84, n. 3, pp. 623-658.
- Khalil, S. K., Cohen, J. R., & Trompeter, G. M. (2011). Auditor Resignation and Firm Ownership Structure. *Accounting Horizons*, v. 25, n. 4, pp. 703-727.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, v. 48, n. 2-3 pp. 132-150.
- Kraakman, R., Davies, P., Hansman, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E. (2004) *The Anatomy of Corporate Law*. 1. ed. Oxford University Press, 2004. 231p. caps. 2 e 3. p. 21-70.
- Kung, F., Cheng, C., & James K. (2010). The Effects of Corporate Ownership Structure on Earnings Conservatism: Evidence from China. *Asian Journal of Finance & ounting*, v. 2, n. 1, pp. 47-67.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 3, pp. 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, v. 46, n. 2, pp. 285-332.
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex Ownership Structures and Corporate Valuations. *The Review of Financial Studies*, v. 21, n. 2, pp. 579-604.
- LaFond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial Ownership and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, v. 2008, n. 1, pp. 101-135.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, v. 83, n. 2, pp. 447-478.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2007). Board of Directors Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence. *European Accounting Review*, v. 16, n. 4, pp. 727-755.

- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, v. 14, pp. 161-201.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2011). Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, v. 16, pp. 247-271.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2014). Information Consequences of Accounting Conservatism. *European Accounting Review*, v. 23, pp. 173-198.
- Leal, R. P. C., Silva, A. C., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, pp. 7-18.
- Leal, R. P. C., & Silva, A. L. C., (2008). Controle Compartilhado e Valor das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea Eletrônica*, v. 2, n. 2, pp. 296-310.
- Lemmons, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, v. 58, n. 4, pp. 1445-1468.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, pp. 505-527.
- Levy, M. (2009). Control in Pyramidal Structures. *Corporate Governance: an international review*, v. 17, n. 1, pp. 77-89.
- Lins, K. V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, pp. 159-184.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). "CEO Overconfidence and Corporate Investment." *Journal of Finance* 60 (2005): 2661-700.
- Maltby, J. (2000). The origins of prudence in accounting. *Critical Perspectives on Accounting*, v. 11, n. 1, pp. 51-70.
- Marques, A. E. C., Correio, A. P. H., & Coelho, A. C. D. (2012). Qualidade Informacional dos Lucros e Firmas de Auditoria: Evidências no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 5, n. 2, pp. 157-180.
- Masulis, R. W., & Xie, C. W. F. (2009). Agency Problems at Dual-Class Companies. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 4, pp. 1697-1727.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, v. 29, n. 7, pp. 1813-1834.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, v. 27, pp. 595-612.

- Mendonça, M. M., Costa, F. M., Galdi, F. C., & Funchal, B. (2010). O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 21, n. 52, pp. 1-24.
- Monahan, S. J (2008). Discussion of "Is financial reporting shaped by equity markets or debt markets? Na international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, v. 13, pp. 206-215.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, pp. 293-315.
- Moreira, R. L., & Colauto R. D. (2010). Conservadorismo Condicional: Estudo a Partir do Reconhecimento Antecipado de Perdas Econômicas no Resultado. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v.21, n. 4, pp. 157-187.
- Moreira, R. L., Colauto, R. D., & Amaral, H. F. (2010). Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, v 21, n. 54, pp. 64-84.
- Musacchio, A. (2008). Laws versus Contratcts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950. *Business History Review*, v. 82, pp. 445-473.
- Okimura, R. T., Silveira, A. M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC - Eletrônica*, v. 1, n. 1, pp. 119-135.
- Pagano, M., & Roell, A. (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to go Public. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 113, n.1, pp. 187-225.
- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex Ownership and Capital Structure. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n. 4, pp. 701-716.
- Patatoukas, P. N., & Thomas, J. (2011). More Evidence of Bias in the Differential Timeliness Measure of Conditional Conservatism. *The Accounting Review*, v. 86, n. 5, pp. 1765, 1793.
- Paulo, E., Antunes, M. T. P., & Formigoni, H. (2008). Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. *Revista de Administração e Economia*, v. 48, n. 3, pp. 46-60.
- Paulo, E., Cavalcante, P. R. N., & Melo, I. S. L. (2012). Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, v. 9, n. 1, pp. 1-26.
- Paulo, I. I. S. L., Cavalcante, P. R. N., & Paulo, E. (2013). Relação entre Qualidade da Auditoria e Conservadorismo Contábil nas Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 7, n. 3, pp. 305-327.

- Penman, S. H. & Zhang, X. (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Return. *The Accounting Review*, v. 77, n. 2, pp. 237-264.
- Pope, P. F., & Walker, M. (1999). International Differences in the Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings. *Journal of Accounting Research*, v. 37, pp. 53-87.
- Procianoy, J. L. (1994). Os 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. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 58, n. 1, pp. 121-146.
- Qiang, X. (2007). The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross Sectional Evidence at the firm-level. *The Accounting Review*, v. 82, n. 3, pp. 759-796.
- Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2012). Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, v. 53, n. 1-2, pp. 98-114.
- Rocha, B. A., Lima, A. V., Carvalho, F. A., & Machado Neto, M. M. (2012). Um estudo empírico sobre o conservadorismo contábil no Brasil - período de 1995 a 2010. *Pensar Contábil*, v. 14, n. 55, pp. 52-59.
- Roychowdhury, S. & Watts, R. L. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 44, n. 1-2, pp. 2-31.
- Ryan, S. G. (2006). Identifying Conditional Conservatism. *European Accounting Review*, v. 15, n. 4, pp. 511-525.
- Sánchez, C. B., Alemán, J. P., & Martín, D. J. S. (2011). Ultimate Ownership and Earnings Conservatism. *European Accounting Review*, v. 20, n. 1, pp. 57-80.
- Sánchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2007). Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. *Corporate Governance: An International Review*, v. 15, n. 4, pp. 677-691.
- Santos, L. P. G. S., Lima, G. A. S. F., Freitas, S. C., & Lima, I. S. (2011). Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 5, n. 2, pp. 39-51.
- Santos, L. S. R., & Costa, F. M. (2008). Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, v.19, n. 48, pp. 27-36.

- Sarlo Neto, A. (2009). Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Sarlo Neto, A., Lopes, A. B., & Dalmácio, F. Z. (2010). A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v.7, n. 4, pp. 301-314.
- Sarlo Neto, A., Rodrigues, A., & Almeida, J. E. F. (2010). Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 21, n. 54, pp. 6-22.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, v. 94, n. 3, pp. 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, pp. 737-783.
- Shuto, A., & Takada, T. (2010). Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A test management entrenchment effect. *Accounting*, v. 45, pp. 465-489.
- Siffert Filho, N. (1998). Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil dos anos 90. *Revista do BNDES*, v. 5, n. 1, pp. 1-23.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2008). Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, pp. 51-66.
- Silveira, A. D. M., Lanzana, A. P., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2008). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4, pp. 362-372.
- Siqueira, T. V. (1998). Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*, v. 5, n. 10, pp. 37-62.
- Smith, E.D., (1976). The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions. *Accounting Review*, v. 51, n. 4, pp. 707-723.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial Control of Voting Rights: financing policies and the market for corporate control
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante*, v. 3, n. 1, pp. 29-56.
- Velury, U., & Jenkins, D. S. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, v. 59, n. 9, pp. 1043-1051.

- Wang, D. (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, v. 44, n. 3, pp. 619-656.
- Wang, R. Z., Hógartaigh C. Ó., Zijl, T. V. (2009). Measures of Accounting Conservatism: A construct validity perspective. *Journal of Accounting Literature*, v. 28, pp. 165-203.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, L. K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 20, n. 1, pp. 61-91.
- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in Accounting Part I: Explanation and Implications. *Accounting Horizons*, v. 17, n. 3, pp. 207-221.
- Watts, R. L. (2003b). Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, v. 17, n. 2, pp. 287-231.
- Wruck, K. H. (1989). Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings. *Journal of Financial Economics*, v. 23, pp. 3-28.
- Wysocki, P. D. (2004). Discussion of Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions. *Journal of Accounting Research*, v. 42, n. 2, pp. 463-474.
- Xu, W., Wang, K., & Anandarajan, A. (2012). Quality of reported earnings by Chinese firms: the influence of ownership structure. *Advances in Accounting, Incorporating Advance in International Accounting*, v. 28, n. 1, pp. 193-199.
- Yeo, G. H. H., Tan, P. M. S., Ho, K. W. & Chen, S. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 29, n. 7-8, pp. 1023-1046.
- Yu, K. (2013) Block Ownership and Accounting Conservatism.
- Zerni, M., Kallunki, J., & Nilsson, H. (2010). The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms, and Firm Value. *Contemporary Accounting Research*, v. 27, pp. 1169-1206.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, v. 45, pp. 27-54.
- Zingales, L. (1994). The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange. *The Review of Financial Studies*, v. 7, n. 1 pp. 125-148.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Estudos sobre conservadorismo contábil publicados em periódicos no Brasil

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (pesquisa de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Santos, Lima, Freitas e Lima (2011)	Alteração nos padrões contábeis	Investigar se a promulgação da Lei 11.638/2007 alterou o grau de conservadorismo contábil condicional das companhias listadas na BM&FBovespa	1800 observações / 2005 a 2009	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Variável binária para indicar a alteração do padrão contábil em razão da Lei 11.638/2007 (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foi constatada a presença de conservadorismo condicional na amostra, nem antes e nem após a Lei 11.638/2007
Beuren, Theiss e Sant'Ana (2013)	Ativos intangíveis	Examinar se há conservadorismo contábil no reconhecimento de ativos intangíveis em fase de pesquisa e desenvolvimento, em companhias listadas na BM&FBovespa	236 empresas / 2009 a 2010	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997; Ball & Shivakumar, 2005)	Não há uma variável independente principal, mas sim um critério para estudar empresas que possuem ativos intangíveis em fase de desenvolvimento (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foram encontrados indícios da relação entre ativos intangíveis em fase de desenvolvimento e conservadorismo condicional
Marques, Correio e Coelho (2012)	Auditoria	Investigar se há diferença no conservadorismo condicional dos resultados de companhias brasileiras listadas em bolsa e auditadas pelas <i>Big Four</i> em comparação com as auditadas pelas demais firmas de auditoria	3147 observações/ 2001 a 2010	Componentes Transitórios dos Lucros e Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária para indicar se a companhia é ou não auditada por uma das <i>Big Four</i> (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foram identificadas diferenças, em relação ao conservadorismo, entre companhias auditadas por uma das <i>Big Four</i> e companhias auditadas por outras empresas
Paulo, Cavalcante e Paulo (2013)	Auditoria	Verificar a influência de características das firmas de auditoria sobre a qualidade da informação contábil	1502 observações/ 2000 a 2011	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997; Ball & Shivakumar, 2005)	Variáveis das firmas de auditoria: tamanho da firma; tipo de cliente; tempo de prestação de serviço; tempo de emissão do relatório; importância do cliente; e especialização (tamanho; retorno sobre o ativo; alavancagem; fluxo de caixa operacional; perdas contábeis)	Tamanho da firma: firmas maiores de auditoria apresentam relação positiva com o conservadorismo; tempo de prestação de serviço: quanto maior o tempo contínuo de serviço, menor o conservadorismo; tempo de emissão do relatório: quanto o maior o tempo, menor o conservadorismo; importância do cliente: não foram obtidas evidências; especialização: não foram obtidas evidências

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (pesquisa de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Coelho e Lima (2008a)	Companhias abertas e companhias fechadas	Investigar se há demanda diferenciada por resultados conservadores entre os usuários de informações contábeis de empresas de capital aberto e de empresas de capital fechado	2883 empresas / 1995 a 2004	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária para diferenciar empresas abertas e fechadas (não foram utilizadas variáveis de controle)	Os resultados publicados pelas empresas não aparentam conter o conservadorismo condicional, tanto no caso das empresas fechadas como abertas
Paulo, Antunes e Formigoni (2008)	Companhias abertas e companhias fechadas	Identificar se há diferenças significativas entre companhias abertas e fechadas quanto ao reconhecimento assimétrico de perdas	1384 observações / 2000 a 2004	Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária para diferenciar empresas abertas e fechadas (não foram utilizadas variáveis de controle)	As companhias fechadas apresentam menor probabilidade de reconhecimento oportuno de perdas e, por isso, possuem menor nível de conservadorismo nas demonstrações contábeis em relação às companhias abertas
Brito e Martins (2013)	Custo de crédito	Investigar se o conservadorismo condicional afeta o custo de crédito bancário das empresas no Brasil	4045 e 4363 observações / 2000 a 2009	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997); Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005); Acumulações Contábeis não Operacionais (Givoly & Hayn, 2000); Assimetria na Distribuição de Lucros (Givoly & Hayn, 2000); medida composta pelos modelos anteriores (Beatty et al., 2008)	Diferentemente de todos os outros estudos, as métricas de conservadorismo são utilizadas como variáveis independentes (tamanho da empresa; rentabilidade; endividamento; fluxo de caixa operacional; risco; companhia aberta; governança corporativa; ADR; prazo das operações; número de bancos; origem de capital dos bancos; tamanho dos bancos; especialização dos bancos; <i>dummies</i> de ano)	A adoção de práticas contábeis conservadoras não leva à redução no custo de crédito bancário das empresas no Brasil

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (pesquisa de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (Variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Costa, Costa e Lopes (2006)	Detecção de conservadorismo	Verificar como o resultado contábil incorpora o retorno das ações na Argentina, Brasil, Colômbia, Peru e Venezuela	7165 observações / 1995 a 2001	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Não foram utilizadas variáveis de controle, pois o artigo visa a aferir a presença/ausência de conservadorismo	Identificada baixa tempestividade dos resultados contábeis; reconhecimento assimétrico de perdas apenas para Brasil e Argentina
Coelho e Lima (2007)	Detecção de conservadorismo	Verificar se os resultados publicados pelas sociedades por ações apresentam conservadorismo condicional	2883 empresas / 1995 a 2004	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Não foram utilizadas variáveis de controle, pois o artigo visa a aferir a presença/ausência de conservadorismo	Não foi identificado conservadorismo condicional na amostra
Rocha, Lima, Carvalho e Machado Neto (2012)	Detecção de conservadorismo	Verificar se na amostra há presença de conservadorismo condicional	1676 observações / 1995 a 2010	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997) e Acumulações Contábeis não Operacionais (Givoly & Hayn, 2000)	Não foram utilizadas variáveis de controle, pois o artigo visa a aferir a presença/ausência de conservadorismo	Resultados indicaram haver reconhecimento assimétrico de perdas na amostra
Moreira, Colauto e Amaral (2010)	Detecção de conservadorismo; governança corporativa	Detectar a presença de conservadorismo condicional na amostra e, também, verificar a influência dos segmentos de listagem da BM&FBovespa sobre a presença ou não de tal propriedade dos resultados contábeis	288 observações / 2005 a 2007	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997) e C_Score (Khan & Watts, 2009)	Foram estimadas regressões separadas; a variável utilizada para tal separação foi o segmento de listagem das empresas (não foram utilizadas variáveis de controle; endividamento, tamanho e <i>market-to-book</i> utilizados para estimar o modelo de Khan e Watts (2009) não são propriamente controles, mas sim meios de obter os parâmetros para estimar o C_Score, <i>proxy</i> de conservadorismo condicional)	Identificou indícios de conservadorismo condicional na amostra, porém em relação à diferenciação quanto ao segmento de listagem não foram obtidos resultados conclusivos

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (trabalho de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (Variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010)	Estrutura de propriedade	Investigar a relação entre conservadorismo e concentração de votos e presença de acordo de acionistas.	617 observações / 2000 a 2008	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Percentual de ações votantes detido pelo maior acionista controlador e uma variável binária para indicar se a empresa possui ou não acordo entre acionistas (não foram utilizadas variáveis de controle)	Quanto maior concentração de votos do acionista controlador, menor o reconhecimento assimétrico de perdas; a presença de acordo entre os acionistas aumenta o reconhecimento assimétrico das perdas
Dutra e Costa (2014)	Gerenciamento dos resultados	Avaliar se há relação entre gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil	1997 a 2007	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Foram estimadas regressões separadas; o critério utilizado para separar as regressões foram os resultados gerenciados e não gerenciados (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foram encontradas diferenças entre o grau de conservadorismo do resultado divulgado em comparação ao resultado não gerenciado
Coelho e Lima (2008b)	Governança corporativa	Examinar se há diferença no grau de conservadorismo condicional das companhias listadas em bolsa em função do segmento de listagem	331 empresas / 1993 a 2005	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária que indica o segmento de listagem na BM&FBovespa (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foi identificado conservadorismo condicional na amostra e nem entre os segmentos de listagem
Almeida, Scalzer e Costa (2008)	Governança corporativa	Examinar se existe diferença no grau de conservadorismo condicional das companhias listadas em bolsa em função do segmento de listagem	1351 observações / 2000 a 2004	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Foram estimadas regressões separadas; a variável utilizada para separação foi o segmento de listagem das empresas (não foram utilizadas variáveis de controle)	Empresas listadas em segmentos mais exigentes em termos de governança corporativa apresentaram resultados contábeis mais conservadores

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (trabalho de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (Variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Antunes, Teixeira, Costa e Nossa (2010)	Governança corporativa	Verificar se as práticas de governança corporativa afetam a oportunidade, relevância e conservadorismo dos resultados contábeis	407 observações / 1996 a 2006	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno e Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997)	Variável binária para indicar o segmentos de listagem na BM&FBovespa (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foi identificada a presença de conservadorismo condicional na amostra estudada e nem entre os segmentos de listagem
Moreira e Colauto (2010)	Governança corporativa	Detectar a presença de conservadorismo condicional e verificar a influência dos segmentos de listagem da BM&FBovespa sobre tal propriedade dos resultados contábeis	288 observações / 2005 a 2007	Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Foram estimadas regressões separadas; a variável utilizada para tal separação foi o segmento de listagem (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foram obtidos indícios de conservadorismo condicional na amostra
Dantas, Paulo e Medeiros (2013)	Instituições financeiras	Verificar se os resultados contábeis dos bancos brasileiros apresentam evidências de conservadorismo condicional e, mais especificamente, se essa prática pode ser associada a situações de maior percepção de risco	5915 observações / 2001 a 2010	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997; Ball & Shivakumar, 2005)	<i>Proxies</i> para percepção de risco (tamanho e variável binária para indicar se o controle do banco é público ou privado)	Existência de assimetria no reconhecimento das boas e más notícias; não foi confirmada a hipótese de que em períodos de risco sistêmico a assimetria no reconhecimento das boas e más notícias seja acentuada

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (trabalho de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (Variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Brito, Lopes e Coelho (2012)	Instituições financeiras; Identidade do acionista controlador	Examinar se os resultados reportados pelos bancos apresentam atributos de conservadorismo condicional e se essa característica varia entre bancos estatais privados	260 instituições financeiras / 1997 a 2010	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária para indicar se o banco é ou não controlado pelo Estado (não foram utilizadas variáveis de controle)	Os resultados contábeis reportados pelos bancos no Brasil apresentam características de conservadorismo condicional; as evidências obtidas sugerem que os lucros contábeis reportados pelos bancos estatais apresentam maiores níveis de conservadorismo condicional do que os lucros reportados pelos bancos privados
Santos e Costa (2008)	Listagem cruzada	Aferir se há diferença no reconhecimento assimétrico de perdas quanto às demonstrações contábeis elaboradas segundo os princípios contábeis brasileiros e estadunidenses de companhias brasileiras emissoras de ADRs níveis II e III	118 observações / 1999 a 2004	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Foram estimadas regressões separadas para os resultados elaborados segundo os princípios contábeis brasileiros e estadunidenses (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não há diferença no reconhecimento assimétrico de perdas dos resultados reportados segundo os princípios contábeis brasileiros ou estadunidenses
Coelho, Cia e Lima (2010)	Listagem cruzada	Verificar se o processo de listagem cruzada afeta o reconhecimento assimétrico de perdas econômicas na apuração dos resultados contábeis das sociedades por ações emissoras de ADRs	309 observações / 1999 a 2005	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária que indica se a companhia é ou não emissora de ADR (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não há diferenças entre o grau de conservadorismo dos resultados reportados por companhias emissoras de ADRs em relação às demais

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (trabalho de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (Variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Mendonça, Costa, Galdi e Funchal (2010)	Listagem cruzada	Investigar o impacto da Lei Sarbanes & Oxley (SOX) na qualidade do resultado das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002	660 observações / 1996 a 2006	Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997) e Modelo de Acumulações Contábeis (Ball & Shivakumar, 2005)	Variável binária que indica se a companhia é ou não emissora de ADRs (não foram utilizadas variáveis de controle)	Pelo modelo de Ball e Shivakumar (2005) não foram encontrados indícios de reconhecimento assimétrico de perdas; por meio do modelo de Basu (1997) foi identificado incremento no reconhecimento assimétrico de perdas para as emissoras de ADR, porém o mesmo comportamento foi observado nas demais empresas da amostra
Paulo, Cavalcante e Melo (2012)	Ofertas públicas	Investigar se a qualidade da informação contábil é afetada pela oferta pública de ações e debêntures	436 observações / 2000 a 2006	Componentes Transitórios dos Lucros (Ball & Shivakumar, 2005)	Foram estimadas regressões separadas dois anos antes, um ano antes, no ano e um ano após a emissão (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não foram encontrados indícios da relação entre oferta pública de ações e debêntures conservadorismo contábil
Gonzaga e Costa (2009)	Política de dividendos	Investigar se há relação entre conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas minoritários e controladores quanto às políticas de dividendos	1894 observações / 1995 a 2006	Modelo de Acumulações Contábeis (Givoly & Hayn, 2000) e <i>Book-to-Market</i> (Beaver & Rayn, 2000)	Foram utilizadas três <i>proxies</i> para aproximar o construto "conflito": incerteza operacional, dividendos distribuídos e endividamento (tamanho e crescimento)	Não foram conclusivos, pois variaram em função da métrica de conservadorismo utilizada

Autor(es) (ano)	Classificação	Questão investigada ou objetivo da pesquisa	Amostra principal/ Período	Métrica(s) de conservadorismo (trabalho de referência)	Variável(is) independente(s) principal(is) (Variáveis de controle)	Principal(is) resultado(s)
Kaizer, Nossa, Teixeira, Baptista e Nossa (2009)	Regulação	Investigar se há diferença na aplicação do conservadorismo entre empresas do setor elétrico e empresas de outros setores	2250 observações/ 1998 a 2006	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Foram estimadas regressões separadas; a variável utilizada para tal separação foi o segmento de listagem das empresas (não foram utilizadas variáveis de controle)	Há maior nível de conservadorismo nos resultados reportados pelas companhias do setor de energia elétrica em relação às demais
Costa, Costa, Amorim e Baptista (2009)	Regulação	Verificar se a regulação afeta o nível de conservadorismo contábil das companhias	748 observações / 1996 a 2006	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno e Componentes Transitórios dos Lucros (Basu, 1997)	Variáveis binárias para indicar o grau de regulação da contabilidade das empresas (não foram utilizadas variáveis de controle)	Não há diferenças entre o grau de conservadorismo dos resultados reportados pelas companhias reguladas em relação às demais
Almeida, Sarlo Neto, Bastianello e Moneque (2012)	Suavização dos resultados	Estudar se há relação entre práticas de suavização dos resultados contábeis e conservadorismo condicional	1244 observações/ 1997 a 2009	Regressão Reversa entre Lucro e Retorno (Basu, 1997)	Foram estimadas regressões separadas para as empresas classificadas como suavizadoras e não suavizadoras	As evidências indicam que as firmas classificadas como não suavizadoras de resultados são as que possuem maior grau de conservadorismo condicional, ou seja, maior oportunidade no reconhecimento de perdas
Campos, Sarlo Neto e Almeida (2010)	Tributação	Investigar a influência da tributação no grau de conservadorismo das empresas listadas na BM&FBovespa	845 observações / 2000 a 2006	<i>Market-to-Book</i> (Beaver e Ryan, 2000)	Tributação sobre o lucro corrente e tributação diferida (retorno sobre o ativo e endividamento)	Em geral, a amostra estudada é mais conservadora em seu aspecto incondicional quando há maior montante de provisão de imposto de renda e contribuição social

Nota: O quadro apresenta levantamento acerca dos estudos sobre conservadorismo no Brasil publicados em periódicos de 2000 a 2013. Os artigos estão ordenados pela “Classificação”, obtida pelas palavras-chave dos artigos. Os seguintes periódicos foram visitados: i) Revista Contabilidade & Finanças; ii) Brazilian Business Review; iii) Revista de Administração de Empresas (RAE); iv) RAUSP; v) Revista de administração contemporânea; vi) Revista Eletrônica de Administração; vii) Contabilidade Vista & Revista; viii) Base (Unisinos); ix) Revista Contemporânea de Contabilidade; x) Revista Universo Contábil; xi) Revista de Contabilidade e Organizações; xii) Enfoque: Reflexão Contábil; xiii) Advances in Scientific and Applied Accounting; xiv) Contabilidade, Gestão e Governança; xv) RACE : Revista de Administração, Contabilidade e Economia; xvi) Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade; xvii) Sociedade, Contabilidade e Gestão (UFRJ); xviii) Revista Ambiente Contábil; xix) Revista Pensar Contábil; xx) RACEF - Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE; xxi) RC&C. Revista de Contabilidade e Controladoria; xxii) Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (Online); xxiii) Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade; xxiv) Tecnologias de Administração e Contabilidade; xxv) Registro Contábil; e xxvi) Revista de Informação Contábil.

APÊNDICE B – Exemplos dos procedimentos utilizados para o cálculo das variáveis de estrutura de propriedade

Na seção 3.3 foram explicados os procedimentos adotados para a coleta dos dados das estruturas de propriedade das companhias, especificamente as variáveis VOTE, DIV, MAU_2 e PYRAMIDAL. No Apêndice A, o intento é aplicar os procedimentos a estruturas de propriedade reais, assim como fizeram La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000), Valadares e Leal (2000), Faccio e Lang (2002), Aldrighi e Mazzer Neto (2007).

Os exemplos são das seguintes companhias⁴⁰: Cemig, Souza Cruz, Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Vale, CPFL Energia, Embratel Participações, Jereissati Participações, Brookfield Incorporações, B2W e Lojas Americanas⁴¹. Com exceção dos dados da Jereissati Participações⁴², todos os exemplos foram elaborados com base no primeiro FR arquivado referente ao ano de 2014. Por aproximação, as estruturas referem-se ao ano de 2013.

Cemig: A estrutura de propriedade da Cemig consta da Figura 2:

Figura 2 - Estrutura de propriedade da Cemig

⁴⁰ As companhias estão listadas na ordem de apresentação dos exemplos. Foram utilizados os nomes de pregão.

⁴¹ Em parceria com o Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi, Departamento de Economia da FEA/USP, montei as estruturas de propriedades da Vale, CPFL Energia, B2W e Lojas Americanas para o exercício de 2010. Tais estruturas foram utilizadas pelo Professor Dante em outra pesquisa. Para a tese, atualizei essas estruturas para 2013. Agradeço ao referido professor pela gentileza em permitir que assim eu o fizesse.

⁴² Foi utilizado o primeiro FR arquivado em 2013, por aproximação referente ao final de 2012.

Há três acionistas diretos: AGC Energia, Estado de Minas Gerais e FIA Dinâmica Energia. Frisa-se que a AGC Energia possivelmente possui outros acionistas, em razão de ser uma sociedade por ações. Contudo, como a própria Cemig não apresenta a continuação da cadeia de acionistas da AGC, não foi possível identificar os demais acionistas⁴³.

Há um acordo de acionistas entre o Estado de Minas Gerais e a AGC Energia, indicado pelo sobrescrito “1”. Pelos dados, o MAU (Estado de Minas Gerais) também é controlador e detém 50,96% das ações ON e 22,27% do CT e a participação é direta. A DIV é 28,69% (50,96% - 22,27%). Para os fins da pesquisa, a identidade do MAU é “Estado”. Não há participação indireta.

A Cemig possui um segundo maior acionista. No caso, é a AGC Energia⁴⁴, uma sociedade por ações. O investidor possui 32,96% das ações ON e 14,41% do CT. Para os fins das estatísticas descritivas, o investidor foi classificado como “Outros”. Esse segundo maior acionista não é considerado um MAU_2, pois pertence ao acordo de acionista com o controlador.

O terceiro maior acionista último é FIA Dinâmica Energia. Como não havia indicativos da natureza do acionista, investigou-se na internet e constatou-se tratar de um fundo de investimentos nacional. A participação do fundo é 6,77% das ações ON e 2,96% do capital total.

Como já comentado, há um acordo entre acionistas na Cemig. No Brasil, tanto Aldrighi e Mazzer Neto (2007) como Leal e Silva (2008) levaram em consideração o acordo de acionistas para calcular a concentração de propriedade no Brasil. Não há uma metodologia clara para isso. Para fins desta pesquisa, a solução adotada foi somar as ações ON e o CT dos participantes do acordo. Isso resultou em duas estatísticas distintas. A concentração sem levar em consideração tais acordos e a concentração quando os acordos são levados em consideração. É válido citar que, no caso da Cemig, o acordo de acionistas é irrelevante para estabelecer controle, dado que o Estado de Minas Gerais já possui preponderância nas deliberações.

⁴³ Esse foi um problema prático enfrentado durante a estruturação do banco de dados. Para fins da pesquisa, esse tipo de acionista (Sociedade por Ações ou Limitadas) sem a abertura da cadeia de participações foi classificado como “Outros”.

⁴⁴ Em pesquisas na internet, contatou-se que a AGC Energia possivelmente seja controlada pela família Andrade e Gutierrez. Contudo, como isso não foi divulgado pela Cemig, optou-se por não fazer inferências desse tipo.

Pois bem, feitas tais considerações, a soma dos direitos de voto e dos direitos de fluxo de caixa dos participantes do acordo resulta em 83,92% e 36,68%, respectivamente. O DIV é 47,24%. Vale ressaltar que não há estrutura piramidal de controle.

O Quadro 5, abaixo, resume as informações acerca da coleta de dados da Cemig:

Quadro 5 - Resumo da estrutura de propriedade da Cemig

Maior Acionista Último (MAU):	Estado de Minas Gerais
Identidade do MAU:	Estado
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Sim
VOTE (sem levar em conta o AA):	50,96%
DIV (sem levar em conta o AA):	28,69%
VOTE (considerando o AA):	83,92%
DIV (considerando o AA):	47,24%
MAU_2?:	Não
PYRAMIDAL?:	Não

Souza Cruz: A estrutura de propriedade da Souza Cruz consta da Figura 3:

Figura 3 - Estrutura de propriedade da Souza Cruz

Se apenas a estrutura direta de propriedade da Souza Cruz fosse analisada, a conclusão seria que o capital da companhia é concentrado, pois há um acionista com participação de 75,26% no capital votante. Como a Souza Cruz não emite ações PN, essa também é a participação no capital total. Contudo, quando a cadeia de acionistas é analisada, a conclusão daí decorrente é diferente. Entre a Souza Cruz e o MAU há sete intermediários. Pelos dados coletados, o MAU é o fundo de investimentos Black Rock, sediado nos EUA.

A conclusão anterior é, até certo ponto, surpreendente. Porém, faz sentido. É provável que na Souza Cruz o poder esteja concentrado nas mãos do CEO. A separação entre propriedade e controle na Souza Cruz é a típica presente nas pesquisas desenvolvidas em mercados nos quais o capital é pulverizado.

Na pesquisa, casos como esse foram tratados da seguinte forma. A participação do Black Rock é a maior entre os acionistas e é indireta. Porém, não obstante haver sete intermediários entre o investidor e a companhia listada no Brasil, nenhuma está sob seu controle. Sendo assim, o número de intermediários controlados pelo MAU é zero. A participação do fundo americano foi obtida pela multiplicação sucessiva na cadeia de participação: $7,04\% \times 75,26\% = 5,30\%$. A DIV será 0%. Não há presença de um segundo maior acionista e nem de estrutura piramidal de controle. O caso da Souza Cruz ilustra a implicação de valer-se apenas da estrutura direta de propriedade nas pesquisas.

O Quadro 6, abaixo, resume as informações acerca da coleta de dados da Souza Cruz:

Quadro 6 - Resumo da estrutura de propriedade da Souza Cruz	
Maior Acionista Último (MAU):	Black Rock
Identidade do MAU:	Fundo de investimento
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Não
VOTE (sem levar em conta o AA):	5,30%
DIV (sem levar em conta o AA):	0%
VOTE (considerando o AA):	N.A.
DIV (considerando o AA):	N.A.
MAU_2?:	Não
PYRAMIDAL?	Não

Gerdau e Metalúrgica Gerdau: As estruturas de propriedade da Gerdau e Metalurgia Gerdau constam da Figura 4.

Pela Figura 4, constata-se que a principal investidora da Gerdau é a Metalúrgica Gerdau. Sendo assim, o controlador da segunda será também o controlador da primeira. E, nesse caso, em uma autêntica pirâmide, pois há participação indireta e um dos intermediários é uma companhia também listada em bolsa.

A análise da estrutura de propriedade de ambas as companhias foi iniciada pela da Metalúrgica. Há quatro acionistas diretos com mais de 5% do capital votante: Banco JP Morgan, MCAP, INDAC e Grupo Gerdau Empreendimentos.

A abertura da cadeia de acionistas da INDAC e do Grupo Gerdau Empreendimentos leva à família Gerdau.

É interessante notar que em quase todas as empresas intermediárias a participação na empresa sucessiva a partir da família Gerdau é de 100%. Aparentemente, a estrutura indireta não tem como fim o aumento da DIV. Visto que a empresa emite duas espécies de ações (ON e PN), o desvio é obtido pela emissão de ações sem direito a voto.

Os direitos de voto em posse da família Gerdau na Metalúrgica Gerdau é dado pela soma das participações da INDAC e do Grupo Gerdau Empreendimentos: $26,30\% + 39\% = 65,30\%$. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, o cálculo é o seguinte: $13\% + 8,80\% \times (21,80\% + 43,80\% + 32,30\%) = 21,62\%$. A DIV será de $43,68\%$ ($65,30\% - 21,62\%$).

A participação da família Gerdau é indireta, mas não ocorre por meio de uma autêntica pirâmide. O maior caminho na cadeia de participações entre a família e a companhia listada envolve quatro intermediários. Há algumas possibilidades para obter esse número. Uma delas é: Família → Stichting → CINDAC → Açoter → Grupo Gerdau Empreendimentos → Metalúrgica Gerdau.

Figura 4 – Estruturas de propriedades da Gerdau e Gerdau Metalurgia

Os outros acionistas da Metalúrgica Gerdau são o Banco JP Morgan e MCAP. O primeiro detém 7% das ações ON e 5,10% do CT. Para os fins da pesquisa, foi classificado como “Estrangeiro”. Contudo, para fins de cômputo das estatísticas descritivas foi classificado como “Instituição Financeira”. O investidor está sediado nos EUA. O segundo é o MCAP. Por meio de pesquisas feitas na internet, concluiu-se que o MCAP é um fundo de investimento sediado no Brasil e a identidade utilizada na pesquisa foi “Fundo de Investimento”.

Quando à Gerdau S.A, temos o seguinte. Há dois acionistas diretos com mais de 5% das ações ON: BNDES Participações e Metalúrgica Gerdau. Como visto, os controladores da última são a família Gerdau. Dessa forma, os direitos de voto da família Gerdau na Gerdau S.A. serão exatamente iguais à participação direta da Metalúrgica Gerdau na Gerdau S.A: 76,60%. A respeito da participação sobre o fluxo de caixa, o cálculo é o seguinte: $40,30\% \times 21,62\% = 8,71\%$. Diante desses cálculos, a DIV será igual a 67,89% ($76,60\% - 8,71\%$).

Sob qualquer perspectiva, a DIV é alta. Aqui, há uma combinação entre emissão de ações sem direito a voto e a utilização de esquema piramidal. Então, a Gerdau S.A. é controlada pela família Gerdau por meio de um típico esquema de pirâmide, tendo como intermediários 5 empresas. Nessas 5 empresas, em apenas dois casos a participação é inferior a 100% do capital total: Metalúrgica Gerdau e Grupo Gerdau Empreendimentos.

Apenas como esclarecimento, no banco de dados da pesquisa não consta o BNDES Participações, mas sim a União Federal, sua controladora. No banco de dados, a União Federal foi classificada como “Estado”. Contudo, tanto na Gerdau como na Metalúrgica Gerdau não há um MAU_2.

O Quadro 7 resume as informações acerca das estruturas de propriedade da Metalúrgica Gerdau e Gerdau:

Quadro 7 - Resumo da estrutura de propriedade da Metalúrgica Gerdau e da Gerdau

	Metalúrgica Gerdau	Gerdau
Maior Acionista Último (MAU):	Família Gerdau	Família Gerdau
Identidade do MAU:	Família	Família
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Não	Não
VOTE (sem levar em conta o AA):	65,30%	76,60%
DIV (sem levar em conta o AA):	43,68%	67,89%
VOTE (considerando o AA):	N.A.	N.A.
DIV (considerando o AA):	N.A.	N.A.
MAU_2?:	Não	Não
PYRAMIDAL?	Não	Sim

Vale: A estrutura de propriedade da Vale S.A consta da Figura 5. Os dois maiores acionistas da Vale são a Valepar e o BNDES Participações. Quanto ao último, é sabido que é controlado pela União Federal. Em relação à Valepar, há quatro acionistas, porém nenhum com controle majoritário: BNDES Participações, Litel Participações, Mitsui e Bradespar. Os quatro são vinculados por meio de um acordo de acionistas.

Sem levar o acordo de acionistas em consideração, o maior acionista último da Vale é a Previ, pois detém 49% das ações da Valepar. Como a Previ não exerce controle e nem outro acionista, o percentual de participação no capital votante da Vale é dado pela seguinte multiplicação: $49\% \times 52,70\% = 25,82\%$. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa da Previ na Vale, é dado por: $79,31\% \times 51,30\% \times 32,37\% = 13,17\%$. Portanto, o desvio de direitos será de 12,65% ($25,82\% - 13,17\%$). A participação da Previ na Vale é indireta e há dois intermediários controlados por ela (Litel Participações e BB Carteira Ativa). Em um desses intermediários a participação no capital total é inferior a 100% (Litel Participações). Em suma, o maior acionista último da Vale é a Previ e foi classificada como “Fundo de pensão” no banco de dados da pesquisa.

Figura 5- Estrutura de propriedade da Vale

O segundo maior acionista é a União Federal, por intermédio do BNDES Participações. A União Federal detém 6,34% das ações ON pelo BNDES Participações e 6,07% (11,51% x 49%) pela Valepar. Assim, ao todo, detém 12,41% das ações ON da Vale. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, possui 5,10% pelo BNDES Participações e 3,18% (9,83% x 32,37%) pela Valepar. Ao todo, possui 8,28% dos direitos sobre o fluxo de caixa. O desvio de direitos é de 4,13% (12,41% - 8,28%).

O terceiro maior acionista da Vale, pelos dados, é a Fundação Bradesco. Para chegar a essa conclusão, é necessário analisar a estrutura de propriedade da Bradespar, também um companhia listada em bolsa. A Bradespar possui quatro acionistas diretos: Nova Cidade de Deus Participações, Cidade de Deus Participações, NCF Participações e a Fundação Bradesco. Aqui é necessário fazer um comentário: a conclusão aqui é calcada no fato de a Bradespar não abrir a estrutura de propriedade da BBD Participações. A informação constante do FR é que a BBD possui como acionista Lázaro de Mello Brandão. O restante das ações, mais de 90%, aparece como “Outros”. Se o controlador da BBD participações fosse identificado, a conclusão a respeito do controle da Bradespar seria outra.

A Fundação Bradesco controla a Cidade de Deus Participações (33,23% + 46,30% x 44,91% = 54,02%). Por conseguinte, também controla a NCF Participações, pois detém diretamente 25,13% das ações ON e 74,72% por meio da Cidade de Deus Participações. Como a Fundação Bradesco controla a Bradespar, também terá o controle sobre os 21,21% da Bradespar na Valepar S.A. Por fim, a participação no capital votante da Vale será dada por: $21,21\% \times 52,70\% = 11,18\%$. A participação nos direitos sobre o fluxo de caixa é um pouco mais complexa. A premissa é identificar todos os possíveis “caminhos dos dividendos”. Partindo dessa premissa, a participação nos direitos sobre o fluxo de caixa será dada por: $32,37\% \times 17,28\% \times (5,20\% + 60,41\% \times 9,33\% + 33,23\% \times 39,51\% \times 9,33\% + 33,23\% \times 12,93\% + 73,93\% \times 44,91\% \times 12,93\% + 73,93\% \times 44,91\% \times 39,51\% \times 9,33\% + 73,93\% \times 0,69\%) = 1,25\%$. Por conseguinte, o desvio de direitos será de 9,93% (11,18% - 1,25%). No banco de dados, a Fundação Bradesco foi classificada como “Fundação”.

Quando o acordo entre os acionistas é levado em consideração, os cálculos são um pouco distintos. Considerando que a Valepar é controlada conjuntamente pelos participantes do acordo, o bloco de controle detém $(52,70\% + 6,34\%)$ 59,04% das ações com direito a voto da Vale. Individualmente não há nenhum controlador majoritário na Vale. Porém, em conjunto, a Vale é controlada. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa dos participantes do acordo, será dado pela soma das participações individuais da União Federal, Previ e Fundação Bradesco, somada a participação da Mitsui $(15,26\% \times 32,37\% = 4,94\%)$. Então, os direitos sobre o fluxo de caixa será de 27,64% $(13,17\% + 8,28\% + 1,25\% + 4,94\%)$. A DIV será de 31,40% $(59,04\% - 27,64\%)$.

É válido citar que na Vale não há nenhum MAU_2, pois os acionistas relevantes participam de acordo de acionistas. O Quadro 8 resume a estrutura de propriedade da Vale:

Quadro 8 - Resumo da estrutura de propriedade da Vale

Maior Acionista Último (MAU):	Previ
Identidade do MAU:	Fundo de pensão
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Sim
VOTE (sem levar em conta o AA):	25,82%
DIV (sem levar em conta o AA):	12,65%
VOTE (considerando o AA):	59,04%
DIV (considerando o AA):	31,40%
MAU_2?:	Não
PYRAMIDAL?	Não

CPFL Energia: A estrutura de propriedade da CPFL Energia consta da Figura 6. Diretamente, há quatro acionistas com mais de 5% das ações votantes da CPFL Energia S.A.: BB Carteira Livre, ESC Energia, BNDES Participações e Energia SP Fundos. Ainda, há um acordo de acionistas entre Bonaire Participações, Energia SP Fundos, BB Carteira Livre e ESC Energia. Inicialmente, sem considerar o acordo entre acionistas, o maior acionista último da CPFL é a Previ. Por intermédio da BB Carteira Livre, a Previ detém 30% das ações ON. Esse é o mesmo montante dos direitos sobre o fluxo de caixa. Há apenas um intermediário controlado entre a Previ e a CPFL. Contudo, a participação é de 100%. Por isso mesmo o desvio de direitos é zero (somado ao fato de a CPFL emitir apenas ações ordinárias).

O segundo maior acionista é a família Camargo e Corrêa. Por meio de uma série de intermediárias, a participação sobre as ações ON da CPFL é de 24,33%. Apesar do intrincado esquema societário, em todas as intermediárias a participação é de 100% do capital total. Como a CPFL não emite ações PN, a família Camargo e Corrêa detém 24,33% dos direitos sobre o fluxo de caixa da CPFL. O desvio é zero.

O terceiro maior acionista é a União Federal, por intermédio do BNDES Participações. Assim como nos casos anteriores, os direitos de voto e fluxo de caixa são os mesmos: 6,74%. Quando o acordo de acionistas é levado em consideração, surge um bloco de controle formado por Previ, família Camargo Corrêa e Energia SP Fundos. Aqui é necessário mais um comentário específico. Há a abertura da cadeia de acionistas da EnergiaSP Fundos. Todavia, a empresa não possui um controlador. Sendo assim, nesses casos, optou-se por considerar a participação da companhia signatária do acordo. Se houvesse um controlador na Energia SP Fundos, seria ele o participante do acordo. Esse procedimento está em linha com Aldrighi e Mazzer Neto (2007). O bloco de acionistas detém igual participação nos direitos de voto e fluxo de caixa: $0,66\% + 14,22\% + 24,33\% + 30\% = 69,21\%$. Assim como na Vale, o acordo de acionistas é efetivo no estabelecimento de controle majoritário.

O Quadro 9 resume as informações acerca da estrutura de propriedade da CPFL Energia:

Quadro 9 - Resumo da estrutura de propriedade da CPFL Energia

Maior Acionista Último (MAU):	Previ
Identidade do MAU:	Fundo de pensão
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Sim
VOTE (sem levar em conta o AA):	30,00%
DIV (sem levar em conta o AA):	0,00%
VOTE (considerando o AA):	69,21%
DIV (considerando o AA):	0,00%
MAU_2?:	Não
PYRAMIDAL?	Não

Figura 6 – Estrutura de propriedade da CPFL Energia

Embratel Participações: A Figura 7 apresenta a estrutura de propriedade da Embratel Participações.

Os dois principais acionistas diretos da Embratel Participações são Telmex Solutions e Consertel. A primeira é subsidiária integral da segunda. Por seu turno, a Consertel é subsidiária integral da Telmex International. A Telmex International possui três acionistas diretos: América Movil, Carso Global Telecom e Empresas Y Controle. A última é subsidiária integral da Carso Global Telecom, que, por sua vez, é controlada da América Móvil.

Por essa cadeia de propriedade, o controlador da América Móvil também será o controlador da Embratel Participações. Contudo, na pesquisa ficou definido que seria controlador o acionista que detivesse mais que 50% das ações votantes, direta ou indiretamente, da companhia em análise.

É provável que Carlos Slim detenha o controle da América Movil, pois possui 45,11% do capital votante. No entanto, como o critério da pesquisa não foi flexibilizado para nenhum caso, a fim de conferir rastreabilidade aos resultados, conclui-se que a América Movil não possui um controlador. Na prática, é provável que ela tenha um controlador. Contudo, pelos critérios da pesquisa, não é o caso.

De qualquer forma, Carlos Slim é o único acionista que detém mais de 5% do capital votante da Embratel Participações. A participação é indireta e não há nenhuma intermediária controlada entre ele e a companhia listada no Brasil. Os direitos de voto

Figura 7 - Estrutura de propriedade da Embratel Participações

detidos pelo acionista são dados por: $45,11\% \times (1\% + 99,98\% \times 54,17\% + 6,50\%) \times (38,39\% + 60,02\%) = 27,30\%$. Quanto aos direitos sobre o fluxo de caixa, são dados por: $22,21\% \times (1\% + 99,98\% \times 54,17\% + 6,50\%) \times (20,17\% + 78,17\%) = 13,47\%$. Portanto, o desvio de direitos será de 13,83% ($27,30\% - 13,47\%$).

No banco de dados, Carlos Slim foi classificado como “Estrangeiro”. Porém, sua natureza é “Família”. E a origem é mexicana.

O Quadro 10 resume os dados da Embratel Participações:

Quadro 10 - Resumo da estrutura de propriedade da Embratel Part.

Maior Acionista Último (MAU):	Carlos Slim
Identidade do MAU:	Família
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Não
VOTE (sem levar em conta o AA):	27,30%
DIV (sem levar em conta o AA):	13,83%
VOTE (considerando o AA):	N.A.
DIV (considerando o AA):	N.A.
MAU_2?:	Não
PYRAMIDAL?	Não

Jereissati Participações: A Figura 8 apresenta a estrutura de propriedade da Jereissati Participações.

Diretamente, há oito acionistas: Previ, Fundo Fator Sinergia, Itaitinga Sociedade Comercial, família Jereissati, Sociedade Fiduciária Brasileira, Fundação Atlântico de Seguridade Social, Southmail Holding Ltda e JP Sul Participações. Na sede da companhia, conforme o campo 15.5 do FR, não consta arquivamento de acordos entre acionistas. O maior acionista último é a família Jereissati. Indiretamente, a Família controla a Sociedade Fiduciária Brasileira, Itaitinga Sociedade Comercial e JP Sul Participações. Assim, detém 47,14% ($6,19\% + 10,31\% + 30,64\%$) das ações ON da Jereissati Participações. Quanto ao direito sobre o fluxo de caixa, a conta é a seguinte:

$3,48\% + 57,70\% \times 29,33\% + 3,79\% + 94,97\% \times 4,39\% = 28,36\%$. A divergência de direitos é 18,78% (47,14% - 28,36%). Dentre as participações indiretas, o caminho mais longo é o que contém dois intermediários e é dado por: Família → Jereissati Sul Participações → JP Sul Participações. Em apenas um desses intermediários (JP Sul Participações) a participação no capital total é inferior a 100%.

O segundo maior acionista último é a Fanteria Foundation, sediada no Panamá. Aqui apresenta-se mais um desafio prático da pesquisa. Se, por exemplo, a família Jereissati for a controladora da Fanteria Foundation, os resultados acerca da estrutura de propriedade seriam outros, pois haveria um controlador. Contudo, pelo FR da Jereissati Participações não foi possível identificar quem é o proprietário da Fanteria e nem qual é a sua natureza. No banco de dados, a empresa foi classificada como “Estrangeiro” e a natureza “Outros”. A Fanteria detém 24,54% dos direitos de voto e 10,21% do capital total. Portanto, o desvio de direitos é de 14,33% (24,54% - 10,21%). A Fanteria se enquadra na definição de MAU_2, pois é um acionista que detém mais de 15% das ações com direito a voto e não integra acordo de acionistas com o controlador.

Por fim, o terceiro maior acionista é a Previ, que possui 13,14% das ações com direito a voto e 18,43% dos direitos de fluxo de caixa. O desvio de direitos, nesse caso, é negativo: -5,29% (13,14% - 18,43%).

O Quadro 11 resume as informações acerca da estrutura de propriedade da Jereissati Participações:

Quadro 11- Resumo da estrutura de propriedade da Jereissati Part.	
Maior Acionista Último (MAU):	Família Jereissati
Identidade do MAU:	Família
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Não
VOTE (sem levar em conta o AA):	47,14%
DIV (sem levar em conta o AA):	18,78%
VOTE (considerando o AA):	N.A.
DIV (considerando o AA):	N.A.
MAU_2?:	Sim
PYRAMIDAL?	Não

Figura 8 - Estrutura de propriedade da Jereissati Participações

Brookfield Incorporações: A Figura 9 apresenta a estrutura de propriedade da Brookfield Incorporações.

O caso da Brookfield é interessante para compreender os efeitos dos acordos entre acionistas e, mais especificamente, das decisões tomadas na pesquisa. Diretamente, há cinco acionistas: Antônio F. Maia, Alliance Berstein, BRKB, Brookfield Brasil Participações e Marcelo M. Borba. Há um acordo entre acionistas envolvendo Antonio F. Maia, Marcelo M. Borba, Brookfield Brasil Participações e BRKB Fund LLC. Diretamente, o maior acionista é a Brookfield Brasil Participações. O controlador é a Brookfield Brasil e assim por diante. Seguindo a cadeia de estrutura de propriedade, chega-se a Partners Value, que detém 8,97% da Brookfield Asset Management. Os demais 91,03% estão identificados como “Outros”. Os demais acionistas da Brookfield Brasil Participações Ltda são pulverizados.

Exclusivamente pelos dados publicados, há apenas um acionista com mais de 5% das ações com direitos a voto: Alliance Berstein, que é um fundo de investimentos sediados nos EUA. No banco de dados da pesquisa, o Alliance foi classificado como “Estrangeiro” e a natureza “Fundo de investimento”. Contudo, quando o acordo entre acionistas é levado em conta, o quadro é diferente. Em razão de a BRKB OPP e a Brookfiel Brasil Participações Ltda não terem controladores e participarem do acordo, as participações diretas de ambas as empresas foram consideradas. Assim, os direitos de voto e, nesse caso, os direitos sobre o fluxo de caixa serão dados por: $1,35\% + 1,34\% + 43,59\% + 6\% = 52,28\%$. O Quadro 12 resume as informações acerca da estrutura de propriedade da Brookfield Incorporações:

Quadro 12 - Resumo da estrutura de propriedade da Brookfield	
Maior Acionista Último (MAU):	Alliance Berstein
Identidade do MAU:	Fundo de investimento
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Sim
VOTE (sem levar em conta o AA):	5,20%
DIV (sem levar em conta o AA):	0,00%
VOTE (considerando o AA):	52,28%
DIV (considerando o AA):	0,00%
MAU_2?:	Não
PYRAMIDAL?	Não

Figura 9 - Estrutura de propriedade da Brookfield Incorporações

Lojas Americanas e B2W: A Figura 10 apresenta as estruturas de propriedade das Lojas Americanas e B2W.

A B2W é controlada pela Lojas Americanas. Então, o controlador da Lojas Americanas também será o controlador da B2W. E, assim como no caso da Gerdau e Metalurgia Gerdau, será por meio de um autêntico esquema piramidal de controle. A análise será iniciada pela Lojas Americanas. Aqui cabe mais um esclarecimento metodológico. As participações dos investidores Carlos Sicupira, Roberto Telles e Jorge Paulo Lemann foram somadas como se integrassem uma mesma família. Em razão de os três realizarem investimentos juntos, julgou-se, nesse caso, procedente somar a parcela dos três acionistas. Mais uma vez, o procedimento segue Aldrighi e Mazzer Neto (2007).

Apesar da aparente complexidade da estrutura de propriedade da Lojas Americanas, é simples, pois em todos os intermediários entre o trio Sicupira/Telles/Lemann e a Lojas Americanas a participação é de 100% do capital total. Dos investidores diretos da Lojas Americanas, Companhia Preferencial Varejo, Mercosul Internet, Companhia Global, Cathos Holding, S-Velame e Cedar Trade são controlados pelo trio de investidores. Sendo assim, os direitos de voto serão dados por: $52,69\% + 7,81\% = 60,50\%$. Em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, é dado por: $14,15\% + 1,99\% + 2,91\% + 1,76\% + 3,27\% + 19,64\% + 0,37\% = 44,09\%$. O desvio de direitos, com isso, é $16,41\%$ ($60,50\% - 44,09\%$). O maior caminho entre o trio e a companhia listada é seis: Sicupira/Telles/Lemann → Inpar VOF → Inpar Investimento → Maniro Limited → Cedar Trade → Sta Perpétua Participações → S-Velame → Lojas Americanas.

O segundo maior acionista da Lojas Americanas é Tobias Cepelowicz, que detém diretamente 7,18% das ações ON e 2,68% dos direitos de fluxo de caixa. Por controlar a Lojas Americanas, o trio de investidores também é o controlador da B2W. Os direitos de voto são 62,23%. Os direitos de fluxo de caixa serão dados por: $62,23\% \times 44,09\% = 27,44\%$. O desvio de direitos é 34,79% ($62,23\% - 27,44\%$). Assim, a B2W é controlada por meio de uma pirâmide. O número de intermediários é sete. Basta acrescentar um intermediário a mais nos intermediários da Lojas Americanas. Por fim, o segundo maior acionista da B2W é o Massachussets Mutual Fund, um fundo de investimento sediado nos EUA.

Figura 10 - Estruturas de propriedades da Lojas Americanas e B2W

Os dados a respeito das estruturas de propriedade da Lojas Americanas e B2W constam do Quadro 13:

Quadro 13 - Resumo da estrutura de propriedade da Metalúrgica Gerdau e da Gerdau

	Lojas Americanas	B2W
Maior Acionista Último (MAU):	Sicupira/Telles/Lemann	Sicupira/Telles/Lemann
Identidade do MAU:	Família	Família
Há acordo entre acionistas (AA)?:	Não	Não
VOTE (sem levar em conta o AA):	60,50%	62,23%
DIV (sem levar em conta o AA):	16,41%	34,79%
VOTE (considerando o AA):	N.A.	N.A.
DIV (considerando o AA):	N.A.	N.A.
MAU_2?:	Não	Não
PYRAMIDAL?	Não	Sim

APÊNDICE C – Efeitos da concentração de votos sobre o conservadorismo contábil: métricas alternativas de conservadorismo

Tabela 31 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total

Regressores	Variável dependente = ΔNI			
	Sem considerar acordos entre acionistas		Considerando acordos entre acionistas	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,3490***	(0,4090)	-1,2390***	(0,4090)
D	-0,0933	(0,0615)	-0,0694	(0,0582)
ΔNI_{t-1}	-1,3430	(1,3700)	-1,3510	(1,2780)
$\Delta NI_{t-1} * D$	0,8690	(2,5830)	1,7640	(2,3910)
VOTE	0,1150**	(0,0547)	0,0385	(0,0427)
VOTE*D	-0,7060	(0,6060)	-0,9190*	(0,4900)
VOTE* ΔNI_{t-1}	-0,0218	(0,0306)	-0,0331	(0,0273)
VOTE*D* ΔNI_{t-1}	1,6190*	(0,8810)	1,3880**	(0,6860)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	652		652	
R ² total	32,70%		31,60%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. ΔNI_{t-1} = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem considerar acordo entre acionistas" e "Considerando acordo entre acionistas" correspondem ao total de direitos de votos calculados com base na participação exclusiva do MAU e com base na participação do capital votante de todos os acionistas do AA, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam dos modelos. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 32 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = ΔNI				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,0940**	(0,5130)	-1,7230***	(0,5870)
D	-0,1200	(0,0817)	-0,1940*	(0,1150)
ΔNI_{t-1}	1,0640	(1,6990)	-5,5980***	(1,9300)
$\Delta NI_{t-1} * D$	-5,8460**	(2,9050)	9,0090***	(3,4290)
VOTE	0,0529	(0,1060)	0,0924	(0,1340)
VOTE*D	0,7700	(1,4690)	-1,0270	(1,3580)
VOTE* ΔNI_{t-1}	-0,0226	(0,0667)	-0,1040	(0,0744)
VOTE*D* ΔNI_{t-1}	-3,2710	(2,2810)	0,0302	(1,9420)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	325		327	
R ² total	49,20%		45,70%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. **ΔNI_{t-1}** = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 33 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Regressores	Variável dependente = ΔNI			
	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,1170	(0,7090)	-1,5210***	(0,5330)
D	0,0435	(0,1370)	-0,1550**	(0,0727)
ΔNI_{t-1}	5,670***	(1,9710)	-3,3710**	(1,4210)
$\Delta NI_{t-1} * D$	-6,0910	(3,6850)	5,2340**	(2,6380)
VOTE	0,0946	(0,1260)	0,0138	(0,1130)
VOTE*D	-2,8380**	(1,3710)	-0,5840	(1,0700)
VOTE* ΔNI_{t-1}	-0,1600*	(0,0927)	0,0040	(0,0520)
VOTE*D* ΔNI_{t-1}	-1,3120	(2,6960)	0,6140	(1,6610)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	208		444	
R ² total	52,50%		35,10%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. **ΔNI_{t-1}** = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 34 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total

Regressores	Variável dependente = Accruals			
	Sem considerar acordos entre acionistas		Considerando acordos entre acionistas	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,2050***	(0,2720)	-1,1780***	(0,2830)
D	0,0245	(0,0971)	0,0411	(0,0905)
CFO	0,0765	(0,4890)	0,0010	(0,5560)
CFO*D	-0,9970	(1,3050)	-0,5750	(1,1910)
VOTE	0,0692**	(0,0349)	0,03770	(0,0320)
VOTE*D	-0,2070	(0,1670)	-0,0838	(0,1640)
VOTE*CFO	0,0246	(0,0272)	0,0192	(0,0274)
VOTE*D*CFO	0,9440*	(0,5410)	0,5340	(0,4460)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	886		886	
R ² total	65,10%		64,70%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem considerar acordo entre acionistas" e "Considerando acordo entre acionistas" correspondem ao total de direitos de votos calculados com base na participação exclusiva do MAU e com base na participação do capital votante de todos os acionistas do AA, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis e as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 35 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Regressores	Variável dependente = Accruals			
	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,5340*	(0,3050)	-1,906***	(0,5340)
D	-0,1090	(0,1160)	0,1280	(0,1560)
CFO	-0,1230	(0,4220)	0,3660	(0,9100)
CFO*D	0,5670	(2,2500)	-0,8170	(2,0990)
VOTE	0,0440	(0,0841)	0,1080	(0,0816)
VOTE*D	-0,4580	(0,3810)	-0,5260	(0,4370)
VOTE*CFO	-0,1410*	(0,0724)	-0,0391	(0,0649)
VOTE*D*CFO	0,0433	(0,8270)	0,3670	(1,2410)
CONTROLES	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*D	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*CFO	SIM	N.A	SIM	N.A
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A	SIM	N.A
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A	SIM	N.A
N	433		453	
R ² total	75,20%		64,70%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis e as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 36 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Regressores	Variável dependente = Accruals			
	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erros-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,5650	(0,4280)	-1,6060***	(0,4260)
D	-0,5520*	(0,3270)	0,0896	(0,1260)
CFO	0,8230	(1,0370)	0,3590	(0,7170)
CFO*D	-2,4490	(2,4800)	-2,3790*	(1,3440)
VOTE	-0,0159	(0,0948)	0,1090	(0,0812)
VOTE*D	-0,4470	(0,5340)	-0,4700	(0,4420)
VOTE*CFO	-0,0612	(0,1130)	0,0183	(0,0684)
VOTE*D*CFO	-0,0665	(0,9920)	1,9290*	(1,1530)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		604	
R ² total	57,60%		60,10%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis e as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 37 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem considerar acordos entre acionistas		Considerando acordos entre acionistas	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	2,2490*	(1,1790)	2,5550**	(1,1480)
VOTE	0,0669	(0,1880)	-0,1830	(0,1480)
MTB	0,0670**	(0,0268)	0,0659**	(0,0270)
LEV	-0,3630	(0,2500)	-0,3750	(0,2490)
SIZE	-0,1360*	(0,0799)	-0,1460*	(0,0786)
LIT	-0,9450**	(0,4780)	-0,9890**	(0,4780)
GOV	0,1230	(0,1570)	0,0893	(0,1590)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		887	
R ² total	67,50%		67,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem considerar acordo entre acionistas" e "Considerando acordo entre acionistas" correspondem ao total de direitos de votos calculados com base na participação exclusiva do MAU e com base na participação do capital votante de todos os acionistas do AA, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 38 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	3,5560**	(1,7000)	1,0180	(1,9780)
VOTE	-0,5950	(0,5100)	-0,2690	(0,3080)
MTB	0,0641**	(0,0262)	0,0720*	(0,0376)
LEV	-0,0472	(0,3630)	-0,7000*	(0,3830)
SIZE	-0,2200*	(0,1140)	-0,0242	(0,1360)
LIT	-1,1600**	(0,5780)	-0,8850	(0,8150)
GOV	0,0758	(0,2970)	0,2090	(0,1950)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		454	
R ² total	69%		66,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os efeitos dos acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 39 - Efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	2,2070	(1,8080)	2,4810	(1,8170)
VOTE	-0,7640	(0,6080)	-0,0709	(0,2270)
MTB	0,0569**	(0,0267)	0,0695**	(0,0322)
LEV	-0,3750	(0,4260)	-0,4210	(0,3360)
SIZE	-0,1180	(0,1260)	-0,1420	(0,1250)
LIT	-1,1690*	(0,6970)	-0,9520	(0,6290)
GOV	0,1860	(0,3160)	0,0337	(0,1890)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		605	
R ² total	60,40%		66,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da concentração de direitos de voto (VOTE) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os efeitos dos acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **VOTE** = total de ações com direito a voto em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculado levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

APÊNDICE D – Efeitos da divergência entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa sobre o conservadorismo: métricas alternativas de conservadorismo

Tabela 40 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil

Variável dependente = ΔNI				
Regressores	Sem considerar acordos entre acionistas		Considerando acordos entre acionistas	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,2150***	(0,3950)	-1,1320***	(0,3920)
D	-0,0914	(0,0648)	-0,0981	(0,0639)
ΔNI_{t-1}	-2,3620*	(1,3020)	-2,8770**	(1,1590)
$\Delta NI_{t-1} * D$	3,3440	(2,6040)	4,0310*	(2,4100)
DIV	0,0304	(0,0852)	-0,0818	(0,0740)
DIV*D	1,5830*	(0,8150)	1,9810***	(0,7220)
DIV* ΔNI_{t-1}	0,0459	(0,0440)	0,0461	(0,0426)
DIV*D* ΔNI_{t-1}	-1,8070	(1,2710)	-2,6000***	(0,9700)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	652		652	
R ² total	31,80%		33%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. **ΔNI_{t-1}** = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem considerar acordo entre acionistas" e "Considerando acordo entre acionistas" correspondem ao total de direitos de votos calculados com base na participação exclusiva do MAU e com base na participação do capital votante de todos os acionistas do AA, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 41 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = ΔNI				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,9680*	(0,5100)	-1,6410***	(0,5500)
D	-0,0847	(0,0757)	-0,2300***	(0,0737)
ΔNI_{t-1}	1,7460	(1,1880)	-5,1560***	(1,3430)
$\Delta NI_{t-1} * D$	-6,791***	(2,5100)	9,0440***	(1,9510)
DIV	0,0105	(0,2470)	0,0072	(0,1200)
DIV*D	1,9440	(3,7580)	3,2500***	(1,0070)
DIV* ΔNI_{t-1}	-0,0094	(0,1220)	0,0697	(0,0629)
DIV*D* ΔNI_{t-1}	-3,1080	(4,5680)	-4,6760***	(1,2340)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	325		327	
R ² total	47,80%		50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período de t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. **ΔNI_{t-1}** = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 42 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = ΔNI				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,7770	(0,4900)	-1,6450***	(0,5370)
D	-0,1510*	(0,0850)	-0,2260***	(0,0709)
ΔNI_{t-1}	0,9430	(1,6050)	-4,8940***	(1,4250)
$\Delta NI_{t-1} * D$	-6,7010**	(2,8000)	8,3310***	(2,0520)
DIV	0,0381	(0,1230)	-0,0810	(0,1110)
DIV*D	1,4890	(1,2400)	2,9050***	(1,0120)
DIV* ΔNI_{t-1}	-0,0731	(0,0779)	0,0444	(0,0576)
DIV*D* ΔNI_{t-1}	-3,3400*	(1,7690)	-4,1680***	(1,2490)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D* ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	325		327	
R ² total	50%		49,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. ΔNI_{t-1} = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis e as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 43 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil

Variável dependente = Accruals				
Regressores	Sem considerar acordos entre acionistas		Considerando acordos entre acionistas	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,1600***	(0,2720)	-1,1790***	(0,2740)
D	0,0423	(0,0886)	0,0482	(0,0867)
CFO	-0,0929	(0,4630)	-0,0533	(0,4730)
CFO*D	-0,2970	(1,1010)	-0,4180	(1,0860)
DIV	0,0880	(0,0669)	0,0863	(0,0551)
DIV*D	-0,2130	(0,3040)	0,0282	(0,2580)
DIV*CFO	0,0369	(0,0347)	0,0512	(0,0359)
DIV*D*CFO	1,1080	(0,9110)	0,8780	(0,8580)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	886		886	
R ² total	65%		65,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem considerar acordo entre acionistas" e "Considerando acordo entre acionistas" correspondem ao total de direitos de votos calculados com base na participação exclusiva do MAU e com base na participação do capital votante de todos os acionistas do AA, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 44 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = Accruals				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,4530	(0,3110)	-1,8600***	(0,5190)
D	-0,2350*	(0,1230)	0,0798	(0,1360)
CFO	-0,3980	(0,3950)	0,0231	(0,7510)
CFO*D	0,3000	(2,0002)	-0,8140	(1,3860)
DIV	0,0459	(0,1700)	0,1520	(0,1200)
DIV*D	0,3840	(0,4200)	-0,0230	(0,3770)
DIV*CFO	0,1000	(0,1160)	0,0284	(0,0504)
DIV*D*CFO	8,3120**	(3,8140)	0,2700	(1,2000)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		453	
R ² total	55,60%		58,10%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **DIV** = corresponde à diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis e as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 45 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = Accruals				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,6250	(0,4280)	-1,5970***	(0,4060)
D	-0,7030**	(0,3460)	0,0653	(0,0985)
CFO	0,7680	(0,8460)	0,0274	(0,5480)
CFO*D	-3,6560*	(2,0690)	-1,6280	(1,1580)
DIV	0,1510	(0,2660)	0,1110	(0,0853)
DIV*D	-0,8540	(0,7850)	0,0912	(0,2760)
DIV*CFO	1,2370	(1,0010)	0,0665	(0,0489)
DIV*D*CFO	19,900	(14,050)	0,8130	(1,1120)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		604	
R ² total	60,40%		60,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis e as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 46 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem considerar acordos entre acionistas		Considerando acordos entre acionistas	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	2,3160**	(1,1160)	2,3690**	(1,1190)
DIV	0,0334	(0,1800)	-0,0715	(0,2120)
MTB	0,0668**	(0,0268)	0,0665**	(0,0269)
LEV	-0,3620	(0,2500)	-0,3670	(0,2500)
SIZE	-0,1390*	(0,0779)	-0,1410*	(0,0779)
LIT	-0,9500**	(0,4800)	-0,9630**	(0,4810)
GOV	0,1180	(0,1530)	0,1110	(0,1540)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	887		887	
R ² total	67,50%		65,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) ou dos participantes do acordo de acionistas (AA) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem considerar acordo entre acionistas" e "Considerando acordo entre acionistas" correspondem ao total de direitos de votos calculados com base na participação exclusiva do MAU e com base na participação do capital votante de todos os acionistas do AA, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 47 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	3,1190*	(1,5900)	0,8520	(1,9000)
DIV	-0,1730	(0,3120)	0,7240	(1,1250)
MTB	0,0658**	(0,0265)	0,0718*	(0,0374)
LEV	-0,0725	(0,3600)	-0,6870*	(0,3830)
SIZE	-0,2000*	(0,1100)	-0,0235	(0,1350)
LIT	-1,1430**	(0,5630)	-0,8840	(0,8200)
GOV	0,0992	(0,2910)	0,2060	(0,1960)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		454	
R ² total	68,90%		66,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil sem levar em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **DIV** = corresponde à diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 48 - Efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas e separando a amostra em função de o Maior Acionista Último (MAU) ser ou não controlador

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	1,6620	(1,7640)	2,3130	(1,7800)
DIV	0,7240	(1,1250)	0,1730	(0,2000)
MTB	0,0588**	(0,0272)	0,0697**	(0,0323)
LEV	-0,3680	(0,4430)	-0,4250	(0,3370)
SIZE	-0,0973	(0,1240)	-0,1370	(0,1250)
LIT	-1,2730*	(0,7060)	-0,9310	(0,6340)
GOV	0,256	(0,2960)	0,0375	(0,1880)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		605	
R ² total	60,30%		66,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da divergência de direitos (DIV) entre direitos de voto (VOTE) e direitos de fluxo de caixa (OWN) sobre o conservadorismo contábil levando-se em consideração os acordos entre acionistas. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **DIV** = diferença entre os direitos de voto (VOTE) e os direitos sobre o fluxo de caixa (OWN) das ações em posse do Maior Acionista Último (MAU) e foi calculada levando-se em conta tanto a participação direta quanto a participação indireta nas ações da companhia sob análise. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

APÊNDICE E – Efeitos da presença de um segundo maior acionista último sobre o conservadorismo: métricas alternativas de conservadorismo

Tabela 49 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil

Variável dependente = ΔNI		
Regressores	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,1210***	(0,4110)
D	-0,1280*	(0,0685)
ΔNI_{t-1}	-3,2580***	(1,2090)
$\Delta NI_{t-1} * D$	3,8580*	(2,2660)
MAU_2	-0,0195	(0,0214)
MAU_2 * D	0,7040**	(0,2820)
MAU_2 * ΔNI_{t-1}	0,0161	(0,0164)
MAU_2 * D * ΔNI_{t-1}	-0,8280	(0,5190)
CONTROLES	SIM	N.A.
CONTROLES * D	SIM	N.A.
CONTROLES * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.
CONTROLES * D * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.
N	652	
R ² total	32,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. ΔNI_{t-1} = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 50 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador

Regressores	Variável dependente = ΔNI			
	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,9630*	(0,5150)	-1,6870***	(0,5730)
D	-0,1200	(0,0840)	-0,2910***	(0,0739)
ΔNI_{t-1}	0,5740	(1,6620)	-6,0230***	(1,5860)
$\Delta NI_{t-1} * D$	-5,8170**	(2,6660)	8,1890***	(2,0930)
MAU_2	0,0246	(0,0266)	-0,0023	(0,0326)
MAU_2 * D	0,4100	(0,3930)	0,3310	(0,4210)
MAU_2 * ΔNI_{t-1}	-0,0129	(0,0250)	0,0190	(0,0232)
MAU_2 * D * ΔNI_{t-1}	-0,7100	(0,5820)	-0,0715	(0,7570)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES * D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES * D * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	325		327	
R ² total	48,90%		45,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. ΔNI_{t-1} = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 51 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle

Variável dependente = ΔNI				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,1310	(0,7180)	-1,4980***	(0,5160)
D	-0,1240	(0,1320)	-0,1670**	(0,0711)
ΔNI_{t-1}	3,2890	(2,3520)	-4,4430***	(1,1930)
$\Delta NI_{t-1} * D$	-9,0760**	(4,3900)	6,3480***	(1,9450)
MAU_2	0,0403	(0,0282)	-0,0041	(0,0316)
MAU_2 * D	-0,2570	(0,3780)	0,6050	(0,4010)
MAU_2 * ΔNI_{t-1}	-0,0200	(0,0288)	0,0152	(0,0220)
MAU_2 * D * ΔNI_{t-1}	0,2480	(0,6600)	-0,6870	(0,7550)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES * D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES * D * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	208		444	
R ² total	50,70%		36,10%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um acionista controlador definido ou bloco de controle, considerando-se os acordos de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. ΔNI_{t-1} = corresponde à variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 52 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total

Variável dependente = Accruals		
Regressores	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,1310***	(0,2720)
D	0,0533	(0,0866)
CFO	0,1120	(0,4900)
CFO*D	-0,5210	(1,1110)
MAU_2	0,0202	(0,0138)
MAU_2*D	-0,2640**	(0,1220)
MAU_2*CFO	0,0147	(0,0201)
MAU_2*D*CFO	0,3290	(0,3080)
CONTROLES	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.
N		886
R ² total		65,20%

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 53 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador

Variável dependente = Accruals				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,5230*	(0,3140)	-1,8550***	(0,5180)
D	-0,1650	(0,1210)	0,0760	(0,1480)
CFO	-0,2900	(0,4250)	0,2680	(0,7850)
CFO*D	0,7550	(2,2480)	-0,9650	(1,5980)
MAU_2	0,0116	(0,0167)	0,0343	(0,0236)
MAU_2*D	-0,0688	(0,1300)	-0,3560**	(0,1730)
MAU_2*CFO	0,0141	(0,0218)	0,0187	(0,0279)
MAU_2*D*CFO	0,1160	(0,2630)	0,2440	(0,4000)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		453	
R ² total	75%		58,60%	

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. D é um variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. MAU_2 é uma variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 54 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle

Variável dependente = Accruals				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-0,6110	(0,4010)	-1,5660***	(0,3900)
D	-0,5950*	(0,3060)	0,0571	(0,0955)
CFO	0,9640	(0,6630)	0,1580	(0,5600)
CFO*D	-3,2500	(2,1300)	-1,7970	(1,2520)
MAU_2	0,0122	(0,0201)	0,0120	(0,0168)
MAU_2*D	-0,2490	(0,2090)	-0,3570***	(0,1240)
MAU_2*CFO	0,0130	(0,0252)	0,0379	(0,0282)
MAU_2*D*CFO	0,3530	(0,3030)	0,5340	(0,4020)
CONTROLES	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.	SIM	N.A.
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		604	
R ² total	80,50%		60,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um acionista controlador definido ou bloco de controle, considerando-se os acordos de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de Accruals (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 55 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total

Variável dependente = C_Score		
Regressores	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	2,3290**	(1,1040)
MAU_2	-0,0224	(0,0621)
MTB	0,0666**	(0,0267)
LEV	-0,3640	(0,2500)
SIZE	-0,1390*	(0,0777)
LIT	-0,9430**	(0,4760)
GOV	0,1140	(0,1520)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.
N		887
R ² total		67,50%

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil para a amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 56 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coeficiente	Erro-padrão	Coeficiente	Erro-padrão
Intercepto	3,0520*	(1,5460)	0,8020	(1,9200)
MAU_2	-0,0722	(0,1100)	-0,0015	(0,1080)
MTB	0,0658**	(0,0257)	0,0717*	(0,0375)
LEV	-0,0757	(0,3610)	-0,6860*	(0,3850)
SIZE	-0,1950*	(0,1080)	-0,0231	(0,1360)
LIT	-1,1270**	(0,5600)	-0,8750	(0,8100)
GOV	0,106	(0,2870)	0,1990	(0,1930)
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	433		454	
R ² total	68,90%		66,20%	

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido, sem levar em conta o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU não detém mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU detém mais de 50% do capital votante, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** é o logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 57 - Efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil quando há ausência ou presença de um controlador definido ou bloco de controle, levando-se em consideração o acordo de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle

Variável dependente = C_Score				
Regressores	Sem controlador		MAU é controlador	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	1,7650	(1,7920)	2,4610	(1,7660)
MAU_2	0,0102	(0,1260)	-0,0398	(0,0890)
MTB	0,0588**	(0,0272)	0,0693**	(0,0323)
LEV	-0,3810	(0,4390)	-0,4140	(0,3370)
SIZE	-0,1020	(0,1260)	-0,1440	(0,1250)
LIT	-1,2620*	(0,7050)	-0,9300	(0,6280)
GOV	0,2320	(0,3010)	0,0347	(0,1880)
Dummies YEAR	SIM	N.A.	SIM	N.A.
N	282		605	
R ² total	60,30%		66,50%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos da presença de um segundo maior acionista último (MAU_2) sobre o conservadorismo contábil na ausência ou presença de um acionista controlador definido ou bloco de controle, considerando-se os acordos de acionistas para definir se há ou não um controlador ou bloco de controle. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **MAU_2** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia possui um segundo maior acionista último que possui 15% ou mais das ações com direito a voto, direta ou indiretamente, e que não faça parte do acordo de acionistas; e 0, caso contrário. As colunas "Sem controlador" e "MAU é controlador" correspondem a companhias nas quais o MAU ou acionistas integrantes do acordo entre acionistas não detêm mais de 50% do capital votante e companhias nas quais o MAU ou os acionistas integrantes do acordo entre acionistas detêm mais de 50% do capital votante, respectivamente. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

APÊNDICE F – Efeitos do controle exercido por meio de estruturas piramidais sobre o conservadorismo contábil: métricas alternativas de conservadorismo

Tabela 58 - Efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total

Variável dependente = ΔNI		
Regressores	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,1860***	(0,3950)
D	-0,0821	(0,0598)
ΔNI_{t-1}	-1,9690*	(1,1010)
$\Delta NI_{t-1} * D$	2,5690	(2,3500)
PYRAMIDAL	0,0345	(0,0509)
PYRAMIDAL * D	-0,5240	(0,5600)
PYRAMIDAL * ΔNI_{t-1}	-0,0637**	(0,0321)
PYRAMIDAL * D * ΔNI_{t-1}	0,0282	(0,7880)
CONTROLES	SIM	N.A.
CONTROLES * D	SIM	N.A.
CONTROLES * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.
CONTROLES * D * ΔNI_{t-1}	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.
N	652	
R ² total	31,30%	

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos do controle por meio de estruturas de controle piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Basu (1997), especificamente o Modelo de Componentes Transitórios do Lucro (Métrica 2). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela variação do resultado do período em t em relação ao resultado do período em t-1 (ΔNI), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando a variação do resultado do período de t-1 em relação ao resultado do período em t-2 (ΔNI_{t-1}) é negativa. **ΔNI_{t-1}** = variação do resultado do período de t-1 em relação a t-2, dividido pelo ativo total. **PYRAMIDAL** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia é controlada por meio de uma estrutura piramidal; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e ΔNI_{t-1} foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 59 - Efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total

Variável dependente = Accruals		
Regressores	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	-1,0720***	(0,2650)
D	0,0682	(0,0785)
CFO	-0,1340	(0,4780)
CFO*D	0,5610	(1,0930)
PYRAMIDAL	0,0313	(0,0311)
PYRAMIDAL*D	-0,2940*	(0,1690)
PYRAMIDAL*CFO	0,0316	(0,0297)
PYRAMIDAL*D*CFO	1,2260***	(0,4190)
CONTROLES	SIM	N.A.
CONTROLES*D	SIM	N.A.
CONTROLES*CFO	SIM	N.A.
CONTROLES*D*CFO	SIM	N.A.
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.
N		886
R ² total		65,50%

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Ball e Shivakumar (2005), especificamente o Modelo de *Accruals* (Métrica 3). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é dada pela diferença entre o resultado do período (NI) e o fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações (CFO), dividido pelo ativo total. **D** = variável binária que assume o valor 1 quando o CFO é negativo e 0 caso contrário. **CFO** = fluxo de caixa gerado ou consumido decorrente das operações, dividido pelo ativo total. **PYRAMIDAL** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia é controlada por meio de uma estrutura piramidal de controle; e 0, caso contrário. As variáveis MTB, LEV, SIZE, LIT e GOV são variáveis de controle. De maneira a reduzir a tabela de apresentação da regressão, a apresentação individual dessas variáveis, bem como as interações com D e CFO foram omitidas, porém constam do modelo. A indicação disso foi feita por meio da variável CONTROLE. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.

Tabela 60 - Efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total

Variável dependente = C_Score		
Regressores	Coefficiente	Erro-padrão
Intercepto	2,3310**	(1,1040)
PYRAMIDAL	-0,0069	(0,1540)
MTB	0,0667**	(0,0267)
LEV	-0,3640	(0,2500)
SIZE	-0,1390*	(0,0777)
LIT	-0,9540**	(0,4780)
GOV	0,1160	(0,1530)
<i>Dummies</i> YEAR	SIM	N.A.
N		887
R ² total		87,50%

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos efeitos do controle por meio de estruturas piramidais (PYRAMIDAL) sobre o conservadorismo contábil para amostra total. O artigo utilizado para o cálculo da métrica de conservadorismo foi Khan e Watts (2009), especificamente o C_Score (Métrica 4). Os modelos foram estimados por meio da técnica de dados em painel com efeitos fixos, tanto das unidades individuais como do tempo. A variável dependente é calculada de acordo com a seção 3.2.4. **PYRAMIDAL** = variável binária que assume valor 1 quando a companhia é controlada por meio de uma estrutura piramidal de controle; e 0, caso contrário. **MTB** = divisão do valor de mercado das ações da companhia pelo seu patrimônio líquido no final do ano. **LEV** = soma dos passivos circulante e não circulante dividida pelo ativo total. **SIZE** = logaritmo natural do ativo total. **LIT** = soma das provisões constantes do passivo circulante e não circulante dividida pela soma dos passivos circulante e não circulante. **GOV** = percentual de membros independentes do conselho de administração da companhia. **YEAR** = variáveis binárias para cada ano do período, com exceção de um. O erro-padrão de cada coeficiente figura entre parênteses. ***, ** e * denotam a significância estatística das estimativas nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os erros-padrão foram calculados, para todas as estimações, por meio dos dados agrupados por empresa, conforme Peterson (2009), e são robustos à heterocedasticidade e autocorrelação dos erros.