



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
MESTRADO EM CONTABILIDADE**

JORGE LUIZ DE SANTANA JÚNIOR

**CONSERVADORISMO CONDICIONAL E ESTRUTURA DE CAPITAL:
EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS NEGOCIADAS NA B3**

SALVADOR

2020

JORGE LUIZ DE SANTANA JÚNIOR

**CONSERVADORISMO CONDICIONAL E ESTRUTURA DE CAPITAL:
EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS NEGOCIADAS NA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação (Stricto Sensu) em Contabilidade, da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Controladoria.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira.

Orientador: Prof. Dr. Luis Paulo Guimarães Dos Santos

Salvador

2020

SIBI/UFBA/Faculdade de Ciências Contábeis - Biblioteca José Bernardo Cordeiro Filho

S232 Santana Júnior, Jorge Luiz de
Conservadorismo condicional e estrutura de capital: evidências de empresas negociadas na B3 / Jorge Luiz de Santana Júnior. - Salvador, 2020.
69f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Luis Paulo Guimarães dos Santos
Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Ciências Contábeis, Programa de Pós-graduação em Contabilidade.

1. Contabilidade financeira. 2. Conservantismo. 3. Empresas – Dividas. 4. Alavancagem (Finanças). I. Santos, Luis Paulo Guimarães dos. II. Universidade Federal da Bahia. IV. Faculdade de Ciências Contábeis, Programa de Pós-graduação em Contabilidade. V. Título.

CDD – 657

CDU – 657

Dedico este trabalho à minha mãe, por todo o apoio e incentivo; ao meu irmão que está sempre comigo quando preciso e a Mayane que foi fundamental nessa jornada.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a minha mãe, minha maior inspiração, e meu irmão por me ajudarem no desafio que foi cursar o mestrado. À Mayane por me inspirar e me incentivar a conquistar meus objetivos. Aos meus amigos Caique, Yago e Ygor por todo o apoio nessa jornada.

Aos meus amigos Thiago e Elisabeth, pela troca de conhecimentos e energia motivacional que foram fundamentais ao longo de todo o curso.

Ao meu orientador Prof. Dr. Luis Paulo e demais professores do PPGCONT/UFBA, por toda a disponibilidade, dedicação e excelência com a qual me ensinaram e contribuíram para o resultado final desta dissertação.

“To live is to risk it all. Otherwise, you are just an inert chunk of randomly assembled molecules drifting wherever the universe blows you.”

(Rick Sanchez)

RESUMO

O conservadorismo contábil tem suscitado discussões ao longo dos anos acerca da estrutura da informação contábil. Entender o papel do conservadorismo na elaboração das demonstrações contábeis passa por entender o quanto essa forma de mensuração e evidenciação pode afetar os diferentes usuários dessas informações. O objetivo deste estudo, portanto, foi evidenciar o efeito do conservadorismo nas políticas de financiamento das empresas através das teorias acerca da estrutura de capital. Para isso foi utilizado o conservadorismo condicional, tendo em vista que esse tipo de conservadorismo está mais associado aos contratos com investidores e credores. À medida em que o conservadorismo condicional facilita o acesso ao capital, é esperado que ele possa aumentar a velocidade com que as empresas ajustam sua estrutura de capital em relação ao nível ótimo de endividamento. Para alcançar este objetivo, foram utilizados dados de empresas brasileiras que negociaram suas ações na B3 entre 2009 e 2018. Para testar a hipótese da pesquisa foram estimados os parâmetros do modelo de velocidade de ajuste da estrutura de capital através de regressão linear múltipla. Os resultados evidenciaram que o conservadorismo condicional diminui a velocidade de ajuste da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto. Esse resultado, contudo, se apresentou apenas nas empresas subalavancadas, o que pode ser atribuído à uma preferência das empresas conservadoras por uma das formas de financiamento. Com isso, este trabalho contribui para a literatura sobre estrutura de capital e sobre o conservadorismo. Além disso, oferece subsídio para a discussão acerca do papel do conservadorismo condicional na política de financiamento das empresas que atuam no ambiente econômico brasileiro.

Palavras-chaves: Estrutura de Capital; Conservadorismo Condicional; Endividamento; Alavancagem; Empresas Superalavancadas; Empresas Subalavancadas.

ABSTRACT

Accounting conservatism has been sparked discussions over the years about the structure of accounting information. Understanding the role of conservatism in financial statements involves understanding how much this form of measurement and disclosure can affect the different users of this information. Therefore, the study's objective was to highlight the effect of conservatism on corporate financing policies through theories of capital structure. For this, we use conditional conservatism, given that this type of conservatism is more associated with contracts with investors and creditors. As conditional conservatism facilitates access to capital, it is expected that it can increase the speed with which companies adjust their capital structure in relation to the optimal leverage. To achieve this objective, we use a sample of Brazilian firms with shares traded at the B3 for the period from 2009 to 2018. To test the research hypothesis, the parameters of the capital structure adjustment speed model were estimated through multiple linear regression. The results show that conditional conservatism reduces the capital structure adjustment speed of publicly traded Brazilian companies. This result, however, was only present in under-leveraged firms, which can be attributed to the preference of conservative firms for one of the forms of financing. Thus, this work contributes to the literature on capital structure and conservatism. In addition, it offers support for the discussion about the role of conditional conservatism in the financing policy of companies operating in the Brazilian economic environment.

Keywords: Capital Structure; Conditional Conservatism; Alavancagem; Over-Levered Firms; Over-Levered Firms.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Análise Descritiva	48
Tabela 2 - Regressão velocidade de ajuste e conservadorismo	50
Tabela 3 - Regressão velocidade de ajuste e conservadorismo por grupo de alavancagem.....	53
Tabela 4 - Regressão custo do capital próprio e conservadorismo	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Exemplos de conservadorismo contábil.....	27
Quadro 2 - Trabalhos acerca do conservadorismo desenvolvidos no Brasil.....	35
Quadro 3 - Variáveis de controle.....	43

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Relação entre lucro e retorno.....	28
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Crédito bancário para o setor privado em relação ao PIB.....	38
Gráfico 2 - Regressão do modelo de velocidade de ajuste por grupo de conservadorismo	52

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Contextualização	13
1.2	Objetivo	15
1.3	Justificativa e contribuições	16
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	18
2.1	Estrutura de Capital	18
2.1.1	<i>Trade-off</i> estático e meta de endividamento	18
2.1.2	<i>Trade-off</i> dinâmico e market timing	20
2.1.3	Pecking Order	22
2.1.4	Velocidade de Ajuste (<i>speed of adjustment</i>)	23
2.2	Conservadorismo contábil	26
2.2.1	Definições e classificações	26
2.2.2	Diferentes níveis de conservadorismo	29
2.2.3	Conservadorismo e o mercado de capitais	30
2.2.4	Conservadorismo e os contratos de dívida	32
2.2.5	Conservadorismo no ambiente econômico brasileiro	34
2.2.6	Hipótese	38
3	METODOLOGIA	41
3.1	População e amostra	41
3.2	Modelo de regressão	41
3.3	Mensurando o Conservadorismo	44
3.4	Estimação da meta de alavancagem	45
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	48
4.1	Análise Descritiva	48
4.2	Modelo de Regressão	49
4.3	Superalavancagem e Subalavancagem	53
4.4	Teste Adicional – Conservadorismo e o custo do capital próprio	54
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
	REFERÊNCIAS	59
	APÊNDICES	68

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A maioria das pesquisas sobre estrutura de capital, desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), giram em torno de testar as implicações de dois principais pontos de vista. O primeiro, baseado no modelo *trade-off*, sugere que as empresas possuem um nível ótimo de estrutura de capital que é perseguido pelos gestores como uma meta de alavancagem e é formado a partir dos custos e benefícios de se assumir determinado nível de endividamento. O segundo, chamado *pecking order*, proposto por Myers e Majluf (1984), sugere que as empresas utilizam seu capital em função de uma hierarquia onde é preferível financiar os investimentos através dos lucros retidos, depois através de dívidas e, por último, através da emissão de títulos (GRAHAM; LEARY, 2011).

Muitas pesquisas sobre meta de alavancagem caminham para o mesmo resultado no sentido de concluir que as empresas possuem e perseguem uma meta de estrutura de capital (COOPER; LAMBERTIDES, 2018; FLANNERY; RANGAN, 2006; FRANK; GOYAL, 2008; HUANG; RITTER, 2005; LEARY; ROBERTS, 2005). Contudo, a velocidade com que essa meta é alcançada tem se demonstrado inesperadamente lenta, o que fez surgir pesquisas que identificam os fatores que influenciam a velocidade desse ajuste (FAULKENDER et al., 2012; LEMMON; ROBERTS; ZENDER, 2008; RAMALINGEGOWDA; YU, 2018).

Para Fischer, Heinkel e Zechner (1989) as empresas ajustam sua estrutura de capital se o benefício em se aproximar da estrutura meta for maior que o custo do ajuste, ou seja, o ajuste ocorrerá em função não só da meta, mas dos custos de transação decorrentes dos ajustes. Dessa forma, em função das suas características, as empresas podem ter seus custos de transação associados à emissão de ações ou dívidas, aumentados ou diminuídos que, por sua vez, influenciam a velocidade de ajuste da estrutura de capital (FAULKENDER et al., 2012; ÖZTEKIN; FLANNERY, 2012; ZHOU et al., 2016)

Uma das formas de diminuir os custos de ajustes da estrutura de capital (custos de emissão de ações e contratação de empréstimos) está associado à forma como as empresas divulgam suas demonstrações contábeis. Guay e Verrecchia (2007) argumentam que a divulgação de resultados conservadores é demandada pelos investidores que veem nesse tipo de informação menor incerteza

associada aos relatórios financeiros. Consequentemente, os investidores tendem a diminuir o desconto a ser dado ao valor de mercado da empresa em função da diminuição do risco. Além disso, no mercado de dívidas, o conservadorismo contábil contribui para a diminuição dos custos da dívida, principalmente quando as cláusulas contratuais de garantia são vinculadas a métricas contábeis (NIKOLAEV, 2010; ZHANG, 2008).

O trabalho recente de Ramalingegowda e Yu (2018) evidenciou diretamente a relação entre conservadorismo e a velocidade de ajuste da estrutura de capital em empresas do mercado americano. Contudo, tanto o custo do capital, que está associado a menores velocidades de ajustes, quanto o nível de conservadorismo são amplamente influenciados pelas diferenças entre ambientes econômicos e institucionais característicos de cada país (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; LI, 2015). Dessa forma, embora o estudo de Ramalingegowda e Yu (2018) evidencie uma relação entre o conservadorismo e o ajuste na estrutura de capital no mercado americano, ao considerar as evidências dos trabalhos que investigam o papel do ambiente econômico e institucional na estrutura da informação contábil e nas políticas de financiamento das empresas, é possível afirmar que os resultados dos autores são, no máximo, restritos aos países de contexto econômico semelhante ao dos Estados Unidos.

Ball, Kothari e Robin (2000) documentam que os países de direito consuetudinário (*common law*) possuem lucros mais tempestivos que os países de direito romano (*code law*). Além disso, foi evidenciado que esse aumento de tempestividade é decorrente de uma maior sensibilidade às perdas econômicas (conservadorismo). Essas diferenças ocorrem, segundo os autores, porque os países de direito romano resolvem o problema de assimetria de informação através de suas características institucionais ao invés de utilizar a tempestividade e o conservadorismo das informações financeiras.

Li (2015) analisou as diferenças institucionais que afetam a relação entre o conservadorismo condicional e o custo do capital. Utilizando uma amostra composta por 35 países, incluindo o Brasil, o autor evidenciou que a diminuição do custo de emissão de ações provocada pelo conservadorismo só ocorre em países classificados na pesquisa com fortes mecanismos legais de *enforcement*. O autor também constatou que o conservadorismo só diminui o custo da dívida em países que comumente utilizam métricas contábeis nas garantias dos contratos de dívida (*debt covenants*). Nessa pesquisa, o Brasil foi classificado entre os países com fracos mecanismos de *enforcement* e pouco uso de cláusulas contábeis nos contratos de dívida.

No Brasil, Brito e Martins (2013) analisaram a associação entre práticas contábeis conservadoras e o custo do crédito bancário e descobriram que a baixa proteção legal dos credores e a baixa demanda por qualidade da informação contábil, que caracterizam o ambiente econômico brasileiro, restringem os benefícios associados ao conservadorismo e levam os credores a não estimularem a adoção dessas práticas. Adicionalmente, no intuito de verificar se os gestores do mercado acionário brasileiro se comportam de forma oportunista nos momentos próximos à emissão de ações, Rodrigues (2013) testou se havia gerenciamento de resultado em períodos de ofertas públicas de aquisição de ações, mas não encontrou uma relação significativa.

Para verificar se a relação entre conservadorismo e ajuste na estrutura de capital se mantém em um ambiente institucional diferente do americano, optou-se, neste estudo, por utilizar empresas do mercado acionário brasileiro. A primeira diferença se dá pelo Brasil ser um país de direito romano e, portanto, demandar menores níveis de conservadorismo (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000). Conforme mostra o trabalho de Li (2015), que comparou o conservadorismo entre 35 países, o Brasil está entre os países com um dos menores níveis de conservadorismo, com um coeficiente estimado de 0,094, enquanto os americanos estão entre os países com os maiores níveis de conservadorismo, com um coeficiente estimado de 0,504.

Além disso, a oferta geral de crédito no Brasil é baixa em relação a países de economia desenvolvida. Segundo dados do World Bank, em 2018, o Brasil teve um índice de crédito para o setor privado em relação ao PIB de 61,8%, sendo a média global de 129,24%. Segundo Brito e Martins (2013), o mercado de crédito brasileiro é pouco desenvolvido devido à pouca oferta de crédito de longo prazo, além de taxas de juros elevadas.

Tendo em vista a influência de fatores institucionais e econômicos na estrutura da informação contábil, poderia, o conservadorismo, influenciar na velocidade com que as empresas brasileiras ajustam sua estrutura de capital?

1.2 Objetivo

O objetivo desta pesquisa foi verificar a relação entre conservadorismo condicional e ajustes na estrutura de capital se mantém no ambiente econômico brasileiro. Como o conservadorismo pode atuar em ambas as formas de captação de recursos (credores ou acionistas),

foi verificado também se o resultado permanece ao separar a amostra em dois grupos, formados pelas empresas subalavancadas e superalavancadas.

1.3 Justificativa e contribuições

A literatura contábil carece de estudos destinados a verificar o efeito do conservadorismo na estrutura de capital de empresas que participam de um contexto econômico e institucional semelhante ao brasileiro. Com isso, este estudo oferece subsídio para a discussão sobre o papel do conservadorismo nas políticas de financiamento das empresas que participam de um ambiente institucional e econômico com fracos mecanismos de *enforcement*, pouco uso de métricas contábeis nos contratos de dívida, menor tempestividade em reconhecer perdas econômicas e pouca oferta de crédito bancário (BALL; ROBIN; SADKA, 2008; LI, 2015).

Afinal, atualmente os pesquisadores tem se preocupado em levantar evidências acerca do efeito do conservadorismo, ao invés de investigar apenas seus determinantes, tendo em vista que a utilidade de demonstrativos contábeis conservadores para os diferentes usuários da informação contábil têm sido debatida por pesquisadores e normatizadores ao longo dos últimos anos (RUCH; TAYLOR, 2015). O *Financial Accounting Standards Board* (FASB), por exemplo, retirou o conservadorismo (prudência) da sua estrutura conceitual sob o argumento de que estaria entrando em conflito com o princípio de neutralidade da informação (FASB, 2010). Da mesma forma, no Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, através do CPC 00 (R1), que trata da estrutura conceitual para elaboração e divulgação do relatório contábil-financeiro, estabelece que a subavaliação de ativos ou superavaliação de passivos seria “incompatível com a informação que pretende ser neutra” (CPC, 2011). Por outro lado, alguns pesquisadores argumentam que a tendência conservadora das informações contábeis ocorre de forma natural por ser um importante mecanismo capaz de melhorar a eficiência dos contratos que formam a empresa (BASU, 1997; WATTS, 2003).

Além de fornecer subsídio à discussão sobre o papel do conservadorismo, este estudo oferece contribuições às teorias de estrutura de capital, mais especificamente, à linha teórica que trata dos determinantes da velocidade de ajuste (*speed of adjustment*), testando a função da informação contábil enquanto elemento motivador das escolhas de otimização dos níveis de endividamento.

Ao separar em grupos de empresas superalavancadas ou subalavancadas e compará-los, foi possível verificar em que medida o conservadorismo influencia, ou não, cada tipo de ajuste e, com isso, identificar qual contrato foi mais afetado: o contrato de dívida (subalavancada) ou com acionistas (superalavancadas). Dessa forma, este trabalho contribui para a discussão sobre as implicações do conservadorismo para o tipo de usuário que demanda mais ou menos práticas conservadoras, além do aspecto das escolhas de estrutura de capital.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Estrutura de Capital

2.1.1 *Trade-off* estático e meta de endividamento

O termo *trade-off theory*, segundo Frank e Goyal, (2008), representa uma linha teórica que argumenta que o tomador de decisão de uma empresa avalia e decide planos e estratégias de endividamento ponderando custos e benefícios associados às principais fontes de financiamentos disponíveis. Dessa forma, o balanceamento dos custos e benefícios provoca, a princípio, o surgimento de uma meta estática de estrutura de capital, ou seja, uma razão ótima de endividamento.

A primeira proposição de que a estrutura de capital de uma empresa é determinada por um balanceamento de custos e benefícios surge da discussão de um teorema enunciado por Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capital para o valor da firma. Em resumo, o teorema estabelece que quando investidores e empresas possuem o mesmo acesso e o mesmo custo para obtenção de recursos por meio de dívida, as diversas possibilidades de estrutura de capital que empresas idênticas em relação às demais características poderiam assumir, não deveriam influenciar o valor da firma, pois o investidor poderia criar sua própria alavancagem, caso a empresa não possuísse a alavancagem desejada. No entanto, a validade do teorema é condicionada à existência de um mercado eficiente e à ausência de impostos, de custos de insolvência, de custos de agência e de informação assimétrica (FRANK; GOYAL, 2008).

A inclusão dos tributos sobre o lucro na proposta inicial dos autores fez surgir um benefício chamado de escudo fiscal (*tax shield*). Esse benefício, que está diretamente associado à emissão de dívidas, ocorre em função da dedutibilidade dos valores pagos aos credores na quantia do lucro sujeita à tributação (PARSONS; TITMAN, 2009). Ou seja, enquanto a distribuição aos acionistas é feita a partir de valores já tributados, a remuneração paga aos credores diminui o valor sujeito à tributação. Assim sendo, ao adicionar um benefício em uma das formas de financiamento, nesse caso, o endividamento, surge uma estrutura de capital ótima onde a dívida ocuparia 100% dessa estrutura.

No entanto, Kraus e Litzenberger (1973) trouxeram outro aspecto que viria equilibrar a consequência da emissão de dívidas. Para os autores, o princípio da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958) só se aplica caso a empresa tenha certeza que conseguirá cumprir com as obrigações de pagamento da dívida. No entanto, caso a empresa não consiga obter os retornos esperados, ela terá dificuldades em manter os seus compromissos e enfrentará problemas de insolvência. Dessa maneira, a estrutura ótima de capital, estabelecida por Kraus e Litzenberger (1973), agora seria uma ponderação entre o benefício fiscal e o custo de insolvência associados à dívida, ou seja, um *trade-off* entre custo e benefício da dívida.

Embora a meta de alavancagem (estrutura de capital ótima) seja, em princípio, consequência do escudo fiscal e do risco de insolvência, ela não é diretamente observável e tentar mensurá-la passa por encontrar *proxys* que melhor representem os custos e benefícios do endividamento. Dessa forma, diversas pesquisas desde o trabalho de Modigliani e Miller (1958) buscam identificar e mensurar os determinantes da meta de alavancagem.

A primeira delas, o escudo fiscal gerado pela dívida, conforme DeAngelo e Masulis (1980), pode ser testada considerando que outras despesas podem afetar essa relação, em alguns casos, podendo levar a companhia a não precisar utilizar do benefício fiscal da dívida em razão de não ter lucro a ser diminuído antes da tributação. Empresas com grandes deduções de depreciação, crédito em tributos e perdas operacionais poderão usufruir de um escudo fiscal que não é formado pelo custo da dívida e, conseqüentemente, optar por menores níveis de endividamento. As evidências empíricas dessa relação, no entanto, demonstram-se fracas (ANG; PETERSON, 1986; FISCHER; HEINKEL; ZECHNER, 1989; MARSH, 1982; TITMAN; WESSELS, 1988).

Para medir o efeito do custo de insolvência, estudos como Bradley, Jarrell e Kim (1984), Wald (1999) e Booth et al. (2001) utilizaram a volatilidade dos fluxos de caixa e encontraram uma relação negativa com o endividamento. O fundamento das evidências encontradas, conforme Parsons e Titman (2009), é de que empresas com fluxos de caixa mais voláteis possuem maior risco de enfrentar problemas de insolvência e acabam optando por diminuir os níveis de endividamento. Além disso, o tamanho da empresa, também é evidenciado como um fator que diminui os riscos de insolvência e, por isso, aumenta os níveis de endividamento (RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988).

Além das evidências da meta de endividamento fornecida por pesquisas de arquivo, que utilizaram *proxys* para os custos e benefícios da dívida, Graham e Harvey (2001) documentaram

através de questionário respondidos por 392 CFOs que, quando perguntados diretamente se as empresas têm uma relação dívida-patrimônio ótima, apenas 19% responderam que não possuíam uma meta de estrutura de capital. Além disso, 37% disseram ter uma meta flexível, enquanto 34% possuíam uma meta restrita. Os 10% restantes afirmaram estabelecer uma estrutura de capital rígida. Tais resultados forneceram suporte misto à noção de que as empresas compensam custos e benefícios derivados de um nível ótimo de endividamento.

2.1.2 *Trade-off* dinâmico e market timing

Além dos fatores que influenciam a meta de endividamento sob o aspecto *cross-sectional* como tamanho, risco, escudos fiscais não relacionados a dívida, tangibilidade e especificidade de ativos, outros fatores importantes como expectativa e custos de ajustes não podem ser desconsiderados quando a investigação dos determinantes da meta de estrutura de capital considera o aspecto longitudinal (FRANK; GOYAL, 2008). Isso porque, segundo Myers (1984), uma das consequências da teoria de *trade-off* é que as empresas deveriam buscar eliminar gradualmente a distância entre seu nível de endividamento atual e a meta estabelecida através do equilíbrio entre o custo de dificuldades financeiras e o benefício fiscal.

Kane, Marcus e McDonald (1984) e Brennan e Schwartz (1984) testaram as implicações da teoria de *trade-off* ao longo do tempo, encontrando que as empresas reagem a choques adversos imediatamente reequilibrando-se sem custos, elas mantêm altos níveis de endividamento para tirar proveito da economia fiscal. No entanto, os autores não consideraram a influência dos custos de transação nesse processo (FRANK; GOYAL, 2008).

Ao considerar os custos de transação, Fischer, Heinkel e Zechner (1989) verificaram que empresas semelhantes têm critérios de recapitalização semelhantes e, assim, suas estruturas de capital exibem um comportamento intertemporal semelhante. Dessa forma, o modelo dos autores gerou previsões sobre as decisões de estrutura de capital das empresas que não são baseadas em níveis de endividamento estáticos e, portanto, permitiram que os valores da alavancagem real se desviassem da estrutura ótima em diferentes quantidades em razão, principalmente, dos custos de recapitalização.

Entender, portanto, o caráter dinâmico da teoria *trade-off* levou os pesquisadores a investigar porque as empresas optam por uma estrutura de capital que se desvia da meta prevista

pela teoria. Conforme Parsons e Titman (2009), a explicação para a relação negativa entre os níveis de endividamento e a lucratividade, encontrada em estudos como Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995), pode ser um caso de desvio com relação à meta de endividamento. Tendo em vista que empresas mais lucrativas possuem maior exposição fiscal, seriam esperados maiores índices de endividamento com o aumento da lucratividade. No entanto, as evidências levantadas corroboram a hipótese de que empresas com maior lucratividade utilizam o excesso de fluxos de caixa para quitar as dívidas e, portanto, desviarem-se da estrutura de capital ótima.

Outro fator importante associado ao desvio de estrutura de capital com relação a sua meta foi a variável *market-to-book*, evidenciado em trabalhos como Taggart (1977), Marsh (1982), Ritter (1991), Jung, Kim e Stulz (1996), Baker e Wurgler (2002), Alti (2006) e Mahajan e Tartaroglu (2008). Essa variável, que mede o valor de mercado do patrimônio líquido em relação ao seu valor contábil, quando significativa, poderia demonstrar que as empresas aproveitam os momentos em que percebem um aumento da valorização de mercado para emitir ações ao invés de dívidas. Ou seja, as empresas emitem mais ações quando o preço delas estão altos e recompram quando os preços estão baixos (BAKER; WURGLER, 2002).

As descobertas de Baker e Wurgler (2002) indicaram que o efeito do *market timing* não tinha impacto apenas no curto prazo das empresas, ou seja, o efeito persistia a despeito do que se esperava ao considerar o caráter dinâmico da teoria de *trade-off*. Esses resultados, no entanto, foram criticados em função do uso da variável histórica *market-to-book*, que carrega consigo outras características das empresas, como oportunidade de crescimento, que está associada às políticas de financiamento da empresa. Dessa forma, Alti (2006), utilizando apenas o IPO (*Initial Public Offering*) para inferir sobre o impacto do *market timing*, evidenciou que esse efeito praticamente desaparecia no segundo ano após o IPO, indicando que, embora o *market timing* tivesse relevância no curto prazo, as empresas buscavam ajustar sua estrutura de capital logo após aproveitar a valorização de suas ações.

Comparando empresas que participam dos mercados dos países que compõem o G-7, Mahajan e Tartaroglu (2008) encontraram evidências de que a variável *market-to-book* histórica está associada a menores níveis de endividamento, um resultado que, não necessariamente pode ser atribuído ao efeito do *market timing*. Além disso, com exceção do Japão, os autores encontraram evidências de que as empresas reajustam sua estrutura de capital, limitando o efeito do *market timing* sobre o endividamento a um curto período. Tal resultado, argumenta os autores, é

inconsistente com a previsão da hipótese de *market timing* e mais alinhado com o modelo dinâmico de *trade-off*.

O efeito do *market timing*, no entanto, pode diferir em mercados emergentes quando comparado à mercados desenvolvidos. Arosa, Richie e Schuhmann (2014) ao analisarem a influência das dimensões culturais na relação entre o retorno de mercado (*proxy* para *market timing*) e o endividamento das empresas, verificaram que, em países com alta capacidade de evitar incertezas (nível de estresse em uma sociedade diante de um futuro desconhecido) e maior distância de poder (maneira pela qual diferentes sociedades lidam com a desigualdade social), os índices de alavancagem de mercado são mais baixos e que, essas dimensões culturais, associadas a mercados desenvolvidos ou emergentes, servem para reduzir o impacto do *market timing*.

2.1.3 Pecking Order

A teoria de *pecking order*, atribuída ao trabalho de Myers e Majluf (1984), afirma que as empresas possuem uma hierarquia na escolha de financiamento dos seus projetos. Assim sendo, segundo os autores, a empresa prioriza o uso de lucros retidos, depois o mercado de dívidas e, por último, a emissão de ações para financiar seus empreendimentos.

Considerando uma situação em que os administradores das empresas estão mais bem informados que os potenciais investidores sobre os ativos da empresa e suas chances de obter retornos com eles, esses potenciais investidores estariam se deparando com um problema de seleção adversa (CADSBY; FRANK; MAKSIMOVIC, 1990). Tal problema, sugerido inicialmente por Myers e Majluf (1984), implica que, embora as empresas que valem menos, na troca pelo financiamento desejado, estejam dispostas a vender uma proporção maior dos direitos às suas futuras receitas do que empresas que valem mais, os potenciais investidores não conseguem distinguir, com certeza, quais são as empresa que valem mais e quais as que valem menos e incluem, nas suas avaliações, a probabilidade de errar a sua escolha, oferecendo, portanto, as piores condições para as empresas que valem mais.

O problema de seleção adversa, portanto, leva as empresas a desistirem de levantar fundos através da emissão de ações e preferirem o financiamento interno, sempre que possível, já que este evita o problema de seleção adversa ao eliminar a assimetria de informação com os potenciais investidores, criando, portanto, uma parte da hierarquia na escolha de financiamento das empresas

sugeridos pela teoria de pecking order (FRANK; GOYAL, 2008). Além disso, Myers (1984) propõe que, se for considerada, dentre as formas de financiamento, a dívida livre de risco, ela estaria equiparada ao financiamento interno. No entanto, ao considerar o risco, ela estaria, intuitivamente, entre os recursos internos e a emissão de ações.

Adicionalmente, Myers (2003) argumenta que credores estão menos expostos a erros de avaliação que investidores à medida que o primeiro possui prioridade na reivindicação de ativos e lucros, enquanto o segundo possui apenas direito residual. Dessa forma, o impacto de anunciar a emissão de dívida, sob o ponto de vista do credor, no preço da dívida, é menor do que anunciar a emissão de ações, sob o ponto de vista do investidor, no preço da ação, tendo em vista que a dívida minimiza a vantagem da informação que os gestores possuem.

De forma experimental, Cadsby, Frank e Maksimovic (1990) testaram a hipótese do problema de seleção adversa que dá suporte aos argumentos apresentados em Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). O experimento criado pelos autores simulou uma situação onde empresas tinham a oportunidade de empreender projetos de valor presente líquido positivo e optar por renunciar o projeto ou financiá-lo com a venda de ações. Além disso, investidores poderiam negociar pelo direito de financiar esse projeto. Os resultados foram compatíveis com a teoria e permitiu que os autores verificassem o equilíbrio formado a partir das sinalizações que as empresas faziam para tentar se diferenciar umas das outras.

2.1.4 Velocidade de Ajuste (*speed of adjustment*)

Embora haja o aspecto hierárquico da estrutura de capital e o efeito de *market-timing* que, sob muitas circunstâncias, desviam o nível de endividamento das empresas da sua estrutura de capital ótima, a teoria de *trade-off* mantém a conexão entre o nível de endividamento e o valor da empresa. Todavia, a diminuição do espaço entre o endividamento observado e o seu nível ótimo produz custos de ajustes. Conforme Flannery e Rangan (2006), se os custos de ajustes fossem zero, a teoria de *trade-off* implicaria que as empresas nunca deveriam se desviar da sua estrutura ótima. No outro extremo, segundo os autores, se os custos de transação fossem infinitos, não seria observado movimento em direção ao nível ótimo de endividamento. Dessa forma, entender a velocidade com que as empresas ajustam sua estrutura de capital (*speed of adjustment – SOA*),

tornou-se uma das principais formas de testar as diferentes teorias que explicam o nível de endividamento.

Dentre os primeiros trabalhos a medir a velocidade de ajuste da estrutura de capital estão Spies (1974), Taggart (1977), Jalilvand e Harris (1984) e Auerbach (1985), no entanto, desde esses primeiros estudos, os resultados divergem quanto ao valor da velocidade estimada nos modelos. Taggart (1977), por exemplo, obteve como resultado que as empresas ajustavam anualmente sua dívida de longo prazo em 13%, enquanto Jalilvand e Harris (1984) encontraram uma velocidade de ajuste pelo menos três vezes maior (PARSONS; TITMAN, 2009).

Flannery e Rangan (2006), utilizando uma amostra de empresas não financeiras do período de 1996 a 2001, verificaram que mais da metade das mudanças na estrutura de capital das empresas podiam ser atribuídas a variáveis associadas a teoria de *trade-off*, diferente das variáveis associadas ao *market-timing* e *pecking order*, que explicaram menos de 10% da variação na velocidade de ajuste sendo, nesse estudo, em torno de 30%. Esse resultado, que contraria diversos estudos até então (SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999; BAKER; WURGLER, 2002; FAMA; FRENCH, 2002; HUANG; RITTER, 2005; WELCH, 2004) foi atribuído, segundo os autores, à suposições injustificadas, mas testáveis, sobre a velocidade de ajuste ou as propriedades dinâmicas do nível ótimo de endividamento.

Mais recentemente, Elsas e Florysiak (2011), estudaram a heterogeneidade na velocidade de ajuste da estrutura de capital. Os autores chegaram a três principais variáveis que explicam os diferentes níveis de SOA: setor, tamanho e *market-to-book*. A primeira delas, o setor ao qual a empresa pertence, explicou grande parte da heterogeneidade da amostra do estudo, sendo 14,3% a menor velocidade por setor e 43,1% a maior velocidade. Segundo os autores, cada setor possui diferentes características que justificam mudanças nos custos de ajuste e, conseqüentemente, na velocidade de ajuste. Além disso, o tamanho, utilizado como proxy para a opacidade das empresas (empresas maiores estão sujeitas a maiores exigências de divulgação, atenção de analistas e etc.), também foi importante para explicar os diferentes níveis de SOA. Por último, a variável *market-to-book*, que pode ser interpretada como oportunidade de crescimento¹, exerceu grande influência na heterogeneidade da velocidade de ajuste da estrutura de capital.

¹ A relação entre *market-to-book* e velocidade de ajuste também pode ser interpretada sob o ponto de vista da teoria de *market timing* à medida que essa variável poderia indicar uma supervalorização da empresa e uma oportunidade para os gestores captarem recursos a baixo custo. No entanto, estudos como Liu (2009), evidenciam que a variável *market-to-book* está mais associada à oportunidade de crescimento, do que a supervalorização.

Buscando verificar a influência direta do custo de obter recursos no mercado de capitais, Zhou et al., (2016), evidenciaram que esse custo é responsável por desviar a estrutura de capital da meta de alavancagem, ou seja, quanto maior é o custo do capital próprio, maior é o desvio com relação à estrutura ótima de capital. Além disso, o estudo apontou que o custo do capital, à medida que aumenta o desvio da meta de alavancagem, aumenta também o custo de ajustar a alavancagem atual e diminui a velocidade do ajuste. Adicionalmente, Chang, Chou e Huang (2014), à luz da teoria da agência, verificaram que os níveis de governança corporativa exercem influência na velocidade de ajuste de duas maneiras: defesa de tomada de controle (*takeover defense*) e efeitos disciplinares da dívida. Os autores encontraram que, quando há um fraco sistema de governança, as empresas subalavancadas e sobrealavancadas tendem a ajustarem lentamente sua estrutura de capital. O primeiro caso (subalavancadas) ocorre, pois, os custos dos efeitos disciplinares da dívida superam os benefícios do uso da dívida como ferramenta de defesa de tomada de controle. O segundo caso (sobrealavancadas), ocorre, pois, as empresas relutam em diminuir sua alavancagem em direção ao nível ótimo, para deter potenciais invasores, especialmente se enfrentam uma ameaça séria.

Embora os custos de ajuste da estrutura de capital seja um aspecto importante e associado a diversas variáveis que influenciam na velocidade de ajuste, sua relação pode não ser tão direta quanto parece. Frank e Goyal (2008) argumentam que quando as empresas enfrentam altos custos de transação no mercado de capitais e possuem excedentes financeiros, elas utilizam o excesso de fluxos de caixa para pagar a dívida ao invés dos investidores, diferente da previsão da teoria *pecking order*. Esse resultado se justifica pela hipótese de que, quando o custo de acessar o mercado de capitais está alto, os gestores preferem quitar as dívidas para obter recurso através de credores caso necessitem desses recursos no futuro, ao invés de ter que assumir os altos custos do mercado de capitais. Como consequência, a velocidade de ajuste torna-se assimétrica, ao passo que, quando a empresa está na situação exposta (excedentes financeiros e alto custo de emissão de ações) e sobrealavancada, ela tende a ajustar sua velocidade mais rapidamente do que uma empresa na mesma situação, porém subalavancada, mesmo que a distância entre o nível de endividamento atual e o nível ótimo seja o mesmo. Os resultados desse estudo foi que empresas com excedentes financeiros e sobrealavancadas possuem uma velocidade de ajuste de 33% enquanto as subalavancadas ajustam sua alavancagem em 5%. Paralelamente, empresas com déficits financeiros e subalavancadas possuem uma velocidade de 20%, enquanto as sobrealavancadas

ajustam apenas 2% da sua estrutura de capital anualmente. Adicionalmente, Faulkender et al. (2012) evidenciaram que a volatilidade dos fluxos de caixa, quando associada a oportunidades de investimento, pode fazer com que algumas empresas ajustem seus níveis de endividamento mais frequentemente que outras, mesmo que possuam maiores custos de transação. Segundo os autores, o custo marginal do ajuste da estrutura de capital será baixo, se a maior parte dos custos de transação for decorrente do comportamento dos fluxos de caixa.

Desde Fischer, Heinkel e Zechner (1989), a relação entre os custos de transação e os ajustes na estrutura de capitais vem sendo estudados pelas diversas pesquisas mencionadas. Muitas das pesquisas recentes focaram-se na velocidade de ajuste como métrica fundamental para entender como e quando as empresas ajustam sua estrutura de capital. Sendo o custo de transação uma peça fundamental desse quebra-cabeça, entender até que ponto os custos de acessar o mercado de dívidas ou mercado de capitais podem influenciar a velocidade de ajuste, poderá fornecer subsídios para entender e medir a contribuição das diversas teorias de estrutura de capital para explicar o comportamento heterogêneo dos níveis de endividamento das empresas.

2.2 Conservadorismo contábil

2.2.1 Definições e classificações

O conservadorismo contábil é tradicionalmente definido como uma tendência de, na mensuração contábil, nunca antecipar ganhos, mas antecipar todas as perdas (BLISS, 1924). Embora, nesse sentido, não antecipar ganhos signifique reconhecê-los apenas após a existência do direito legal ou de sua verificabilidade, o conservadorismo não garante que as receitas reconhecidas serão recebidas, mas sim, que o montante reconhecido é verificável (WATTS, 2003). Nesse sentido, Watts e Zimmerman (1986) definem conservadorismo como reportar o menor valor possível dentre as opções alternativas de mensuração do ativo e o maior valor possível dentre opções alternativas de mensuração do passivo. Na literatura empírica, o conservadorismo também é definido como a tendência de exigir maior grau de verificabilidade para reconhecer boas notícias como ganhos, do que para reconhecer más notícias como perda (BASU, 1997).

A partir dessas definições a literatura divide o conservadorismo em dois principais tipos: (1) conservadorismo incondicional e (2) conservadorismo condicional. A primeira diferença entre

essas duas formas de conservadorismo é que a aplicação do conservadorismo condicional depende de novos eventos econômicos, enquanto a aplicação do conservadorismo incondicional, não (RUCH; TAYLOR, 2015). Ou seja, enquanto o primeiro está associado às práticas que registram ativos por valores menores e passivos por valores maiores desde a sua inserção (*ex ante*), deixando de reconhecer um ganho esperado; o segundo está associado às práticas que permitem reavaliar ativos e passivos (*ex post*) e, portanto, respondem mais intensamente às circunstâncias econômicas adversas do que às circunstâncias econômicas favoráveis (BEAVER; RYAN, 2005). O quadro 1, exemplifica práticas das duas formas de conservadorismo:

Quadro 1 - Exemplos de conservadorismo contábil

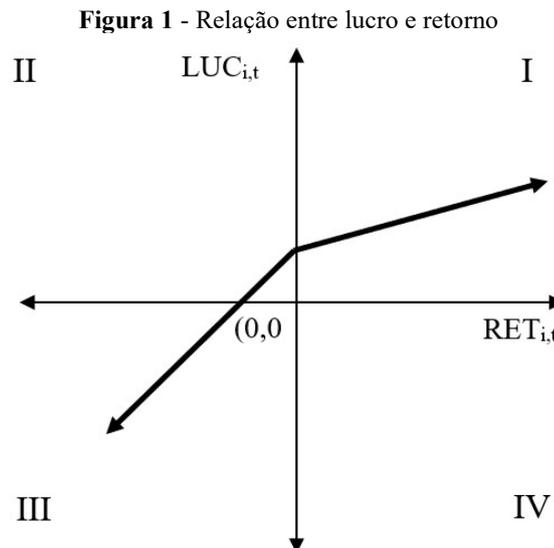
Tipos de Conservadorismo	Alguns exemplos
Conservadorismo Condicional	<ul style="list-style-type: none"> • Perda por redução ao valor recuperável de <i>GoodWill</i> • Perda por redução ao valor recuperável de ativo de longa vida útil • Inventário registrado ao menor valor entre custo e mercado • Assimetria de ganho e perda contingente
Conservadorismo Incondicional	<ul style="list-style-type: none"> • Métodos de depreciação acelerada • Despesas com P&D • Despesas com Publicidade • Inventário UEPS • Reservas acumuladas acima dos custos futuros esperados (por exemplo, provisão para devedores duvidosos, provisão para garantia)

Fonte: Adaptado de Ruch e Taylor (2015)

Segundo Ruch e Taylor (2015), é importante distinguir o conservadorismo condicional do incondicional por três razões. Primeiramente, os diferentes tipos de conservadorismo possuem diferentes efeitos nas informações financeiras. A aplicação de uma política contábil incondicionalmente conservadora geralmente produz um impacto relativamente consistente no lucro de período a período. Por outro lado, a aplicação do conservadorismo condicional possui maior transitoriedade quanto ao impacto no lucro em função das flutuações de mercado ao longo do período decorrente das novidades econômicas. Em segundo lugar, a aplicação de um tipo de conservadorismo pode afetar a aplicação do outro. Beaver e Ryan (2005) encontraram que o tipo incondicional cria uma “folga contábil” que pode antecipar a aplicação do condicional. Por último, as condições que aumentam as formas de conservadorismo são diferentes. Qiang, (2007) encontrou

que o conservadorismo condicional aumenta quando os custos de contrato e de litígio são altos, enquanto o incondicional aumenta quando os custos de litígio, regulação e fiscais são altos.

A maioria das pesquisas, no entanto, focaram-se no conservadorismo condicional². O maior interesse por esse tipo de conservadorismo, segundo Beaver e Ryan (2005), pode estar associado à noção de que o conservadorismo condicional traz mais informações sobre eventos incertos e, portanto, explica melhor aspectos de contratação e *valuation*. As pesquisas empíricas sobre conservadorismo condicional partiram do modelo de Basu (1997), que utiliza o retorno das ações como *proxy* para boas ou más notícias. Basu verificou que os lucros são mais sensíveis aos retornos inesperados negativos do que aos retornos inesperados positivos, medidos pelo coeficiente de inclinação e R^2 a partir de uma regressão ‘reversa’ dos ganhos sobre retornos. Com isso, na amostra utilizada pelo autor, foi evidenciado uma sensibilidade dos ganhos aos retornos negativos seis vezes maior que a sensibilidade dos ganhos aos retornos positivos.



Nota: Figura retirada do trabalho de Basu (1997) onde o autor demonstra a relação assimétrica entre o lucro e retorno das ações (*proxy* para boas ou más notícias). Onde o quadrante I contém as observações com retornos e lucros positivos. O quadrante II contém as observações com retornos negativos e lucros positivos. O quadrante III contém as observações com retornos e lucros negativos. O quadrante IV contém as observações com retornos positivos e lucros negativos.

Fonte: Basu (1997)

² Na revisão de literatura de Ruch e Taylor (2015), 80% dos estudos que os autores analisaram focavam no conservadorismo condicional.

2.2.2 Diferentes níveis de conservadorismo

Ball, Kothari e Robin (2000) estenderam os achados de Basu (1997) para sete países no intuito de verificar diferenças institucionais que influenciam o nível de conservadorismo das empresas. Os autores encontraram que em países de direito consuetudinário (*common law*) os níveis de conservadorismo são maiores com relação aos países de direito romano (*code law*), pois exerce maior papel em resolver os problemas de assimetria de informação, além de diminuir os custos de agência decorrente do monitoramento dos gestores. Adicionalmente, outras pesquisas como García Lara, Torres e Veira (2008) e Brown, He e Teitel (2006) verificaram que o conservadorismo condicional e incondicional podem ser influenciados pelas diferenças institucionais associadas ao mercado do país em que as empresas estão inseridas.

Por ser uma tendência na mensuração dos números divulgados para os usuários através das informações financeiras, o conservadorismo condicional pode ser dirigido pelas demandas dos usuários e pelo alinhamento de interesses entre esses usuários e a administração da empresa, além das diferenças entre países. Ball e Shivakumar (2006) argumentam que empresas de capital fechado apresentam demonstrações contábeis menos conservadoras por não possuírem a demanda de mercado por conservadorismo que as empresas de capital aberto possuem. A demanda dos investidores por informações mais conservadoras está associada ao papel do conservadorismo em melhorar a eficiência dos contratos de remuneração dos gestores que possuem sua remuneração atrelada ao lucro como forma de mitigar o problema de agência (WATTS, 2003). Outra explicação é que os investidores possuem incentivos para preferir lucros mais conservadores pois, dessa forma, estariam sendo menos afetados com a tributação e aumentando o valor da empresa (ZHONG; LI, 2017).

Audidores também podem demandar maiores níveis de conservadorismo à medida que são responsáveis, em parte, pela confiabilidade e verificabilidade das informações financeiras (DEFOND; LIM; ZANG, 2015). Basu (1997) documenta que o conservadorismo aumenta durante períodos em que os litígios contra auditores aumentam. Adicionalmente, diversas pesquisas evidenciam que empresas de auditoria classificadas como *Big-Four* (quatro maiores empresas de auditoria) podem influenciar os níveis de conservadorismo, tanto em mercados desenvolvidos como em mercados emergentes (KHURANA; RAMAN, 2004; FRANCIS; WANG, 2008;

IATRIDIS, 2012). No entanto, essa influência é mediada pelas exigências e mecanismos de governança corporativa que diferem entre empresas e países.

Outra demanda por reconhecimento de informações financeiras mais conservadoras pode surgir dos credores. Segundo Jensen e Meckling (1976), a separação entre propriedade e gestão (origem do problema de agência) cria incentivos para que os gestores transfiram riquezas dos credores para os investidores em função da vantagem informativa que o segundo tem sobre o primeiro. Dessa forma, os detentores de dívida também são afetados pelo problema de agência e buscam mecanismos para alinhar seus interesses e aliviar o problema de assimetria de informação através das garantias presentes nos contratos de dívida vinculadas às informações financeiras (ZHONG; LI, 2017).

2.2.3 Conservadorismo e o mercado de capitais

Quando uma empresa decide emitir ações para captar recursos através de novos investidores, elas enfrentam um problema de assimetria de informação e seleção adversa, descrito em Myers e Majluf (1984) que leva a uma reação negativa do mercado, diminuindo o preço das ações emitidas. Essa reação está associada à noção de que os emissores das ações são mais bem informados do que os potenciais investidores sobre o real valor da parcela do patrimônio que será vendida. Em uma revisão da literatura empírica sobre oferta de valores mobiliários, Eckbo et al. (2007, apud Kim et al., 2013) documentam que o anúncio de emissão de ações diminui, em média, entre 2 a 3% do preço das ações. Segundo os autores, essa reação negativa, em sua maior parte, é causada pelo problema de assimetria de informação.

Diante do problema de assimetria de informação, gestores possuem incentivos para superestimar a performance financeira da empresa antes das ofertas públicas de ações. Shivakumar (2000), consistente com Rangan (1995) e Teoh, Welch e Wong (1998), verificaram em uma amostra de 2995 ofertas públicas de ações entre janeiro de 1983 e dezembro de 1992 que os gestores gerenciavam seus resultados através dos *accruals* quando estavam próximos de emitir ou anunciar a emissão de ações. Adicionalmente, Cohen e Zarowin (2010), documentam que, empresas que pretendem emitir novas ações, não só manipulam os resultados por meio de *accruals*, como também gerenciam resultados por meio de decisões operacionais que, por sua vez, apresentam consequências mais severas com relação ao declínio do resultado após a subscrição das ações.

Quando uma empresa precisa ajustar sua estrutura de capital para diminuir os custos de desviar-se da estrutura ótima de capital, uma das formas de fazê-lo pode ser através da emissão de ações, onde encontrará os desafios associados aos problemas de assimetria de informação e seleção adversa mencionados anteriormente. Por consequência, uma das formas de sinalizar e mitigar esse problema pode estar associada à estrutura das informações financeiras. Segundo Watts (2003) o conservadorismo contábil, à medida que estabelece limites assimétricos quanto à verificabilidade das estimativas contábeis, funciona como um mecanismo capaz de mitigar um possível comportamento oportunista dos gestores, quando esses possuem incentivos para superestimar suas performances através das informações contábeis. Dessa forma, empresas mais conservadoras na mensuração dos seus resultados podem ser compreendidas como empresas com menor risco de levar ruídos e vieses para os relatórios financeiros e, com isso, essas empresas poderiam encontrar maior facilidade em acessar o mercado de capitais ao enfrentarem menores descontos em seu valor de mercado.

Guay e Verrecchia (2007) argumentam e modelam formalmente a noção de que a divulgação conservadora, seja o conservadorismo na mensuração do resultado ou através de notas ou divulgações voluntárias adicionais, é demandada pelos investidores que veem, nessa forma de divulgação, menor incerteza associada às informações financeiras e “premiar” empresas conservadoras diminuindo o desconto a ser dado ao seu valor de mercado em função dessa incerteza. Adicionalmente, Suijs (2008) argumenta que, em um ambiente de mudança de geração de investidores, o ciclo de vida das empresas é sempre maior que o horizonte de investimento dos *shareholders* e, com isso, o que determina o risco para o investidor não é a volatilidade dos fluxos de caixa, mas sim, a volatilidade do preço das ações, onde a separação entre ambas é dado pelo fluxo de informações que as empresas geram.

“Uma empresa começa como um projeto de investimento que gera receita em dinheiro em cada período. Cada geração de investidores possui as ações da empresa por apenas um período e depois vendem-nas para a próxima geração. A cada data, pouco antes da negociação, os investidores da geração atual recebem as receitas de caixa geradas no período anterior na forma de dividendos e o sistema de informações contábeis da empresa (SIC) gera um relatório financeiro sobre as receitas de caixa do próximo período (ou seja, dividendos do próximo período). O papel do SIC é alocar o risco das receitas em dinheiro de cada período entre as gerações de investidores que compram e vendem. Um relatório financeiro mais informativo transfere o risco da geração de compras para a geração de vendas. Ou seja, impõe menos risco à geração compradora, ao passo que mais incertezas sobre os dividendos futuros são resolvidas quando elas compram as ações. No entanto, impõe mais riscos à geração de vendas, pois aumenta a volatilidade do preço pelo qual ela pode vender suas ações.” (SUIJS, 2008, p.1298, tradução nossa)

Dessa forma, como o conservadorismo contábil atua informando as perdas mais rapidamente que os ganhos, ele cumpre o papel estabelecido por Suijs (2008) de transferir o risco da geração compradora para a geração vendedora, diminuindo, portanto, a incerteza que a geração compradora estaria sujeita caso o relatório não fosse conservador.

Usando uma amostra de empresas do mercado de americano do período de 1975 a 2003, García Lara, García Osma e Penalva (2011) trouxeram evidências que corroboram os trabalhos analíticos de Guay e Verrecchia (2007) e Suijs (2008), relacionando o aumento do nível de conservadorismo condicional à redução do custo do capital. Os autores verificaram através do modelo de precificação de ativos que as empresas com relatórios mais conservadores possuem retornos médios excessivos menores e são menos propensas a favorecerem retornos anormais através de estratégias como ‘comprar na alta e vender na baixa’. No mesmo sentido, Kim et al. (2013), analisando diretamente a captação de recursos através de ofertas públicas de ações entre 1989 a 2008, evidenciaram que empresas com alto grau de conservadorismo estão sujeitas a uma menor reação negativa com anúncio da oferta das ações. Além disso, os autores também verificaram que o comportamento conservador não se restringe ao período anterior à oferta, mas se mantém após a sua subscrição.

O conservadorismo condicional, portanto, à medida que exerce um papel importante nas variações do valor de mercado das empresas, principalmente nos períodos em que as empresas pretendem captar recursos, atua como um mecanismo facilitador do acesso a esse tipo de capital, permitindo que as empresas incorram em menores custos de ajustes caso precisem ajustar sua estrutura de capital através da emissão de ações.

2.2.4 Conservadorismo e os contratos de dívida

Assim como os acionistas enfrentam um conflito de interesses com os administradores, os credores também se deparam com um problema de agência com os acionistas, onde, nessa situação, os administradores buscarão agir em função do interesse do acionista em detrimento do interesse do credor (JENSEN; MECKLING, 1976). Como consequência, os credores precisam criar mecanismos contratuais que possam garantir que a empresa honre o pagamento da dívida e, muitas vezes, utilizam métricas contábeis nas cláusulas dos contratos.

Em decorrência da associação entre as garantias contratuais da dívida e as informações contábeis, os credores demandam informações financeiras que atendam suas necessidades de informações sobre o valor dos ativos numa situação de liquidação e sobre a performance da empresa (KOTHARI; RAMANNA; SKINNER, 2010). Nesse caso, diferente do acionista, a preocupação do credor com a performance é, em essência, assimétrica, tendo em vista que, caso o valor dos ativos líquidos da empresa se torne muito elevado, os credores não receberão maiores fluxos de caixa por isso, no entanto, se o valor dos ativos líquidos se tornarem muito baixos, a empresa poderá ter problemas em cumprir os pagamentos da dívida (WATTS, 2003).

Em função do conflito de agência entre acionistas e credores e do retorno assimétrico que a dívida oferece, os detentores de dívida veem no conservadorismo condicional um mecanismo que, à medida que exige menor grau de verificabilidade para reconhecer as más notícias, alerta antecipadamente à possibilidade da empresa enfrentar dificuldades financeiras (PENALVA; WAGENHOFER, 2019). Esse alerta pode ser acionado através da violação de requisitos associados às garantias, condições de inadimplência e reparação e outras cláusulas que podem ser incluídas nos contratos de dívida (TIROLE, 2010), permitindo que os credores possam exercer seus direitos contratuais para proteger o capital aplicado na empresa.

Além de antecipar problemas financeiros, o conservadorismo protege, *ex ante*, a possibilidade de expropriação do capital dos credores conforme limita as oportunidades dos gestores de manipular os números contábeis (CHEN; HEMMER; ZHANG, 2007; GAO, 2013) e diminui o incentivo gerencial em fazer investimentos de valor presente líquido negativo (WATTS, 2003; BALL; SHIVAKUMAR, 2006; KRAVET, 2014). Dessa forma, muitas pesquisas investigaram empiricamente o papel do conservadorismo nos contratos de dívida e na relação entre acionistas e credores.

Utilizando uma amostra de 704 empresas entre os anos de 1993 a 1998, Ahmed et al. (2002), medindo o conservadorismo através do mercado e através dos *accruals*, evidenciaram que empresas que enfrentam fortes conflitos quanto a sua política de dividendos estão mais propensas a terem informativos contábeis mais conservadores. Adicionalmente, controlando pelos diversos determinantes do custo da dívida, os autores encontraram uma relação negativa entre o conservadorismo contábil e o custo do capital com credores. Ambos os resultados corroboram a ideia de que o conservadorismo exerce um papel importante em mitigar o conflito entre acionistas e credores.

Um dos argumentos contrários a relação entre o conservadorismo e os contratos de dívida seria de que os credores poderiam estabelecer, nas cláusulas contratuais, descontos para o cálculo do resultado da empresa no intuito de chegar ao valor de um lucro que atendesse à sua demanda específica de conservadorismo. Contudo, Beatty, Weber e Yu (2008) controlaram o efeito dos ajustes do resultado em contratos de dívida e verificaram que, apesar dos credores utilizarem esse ajuste, eles somam o ajuste contratual ao nível de conservadorismo que a empresa já possui para atingir o valor do resultado que eles esperam. Dessa forma, os autores concluem que apenas as modificações contratuais não são suficientes para atingir o nível de conservadorismo necessário para a contratação dos empréstimos.

Zhang (2008) evidenciou o benefício *ex post* do conservadorismo testando sua relação com a violação de cláusulas de garantia nos contratos de dívida. Utilizando quatro diferentes métricas de conservadorismo e controlando por diversos fatores que podem influenciar a violação dos contratos, o autor verificou que os tomadores de dívida mais conservadores são mais propensos a violarem os requisitos contratuais da dívida que os menos conservadores. Além disso, também foi verificado o benefício do conservadorismo *ex ante* através da sua influência no custo da dívida. Nesse caso, o trabalho confirmou que empresas menos conservadoras estão sujeitas a maiores taxas de juros quando optam por captar recursos com credores.

2.2.5 Conservadorismo no ambiente econômico brasileiro

No Brasil, as pesquisas sobre conservadorismo condicional podem apresentar resultados diferente do contexto das empresas que atuam em mercados mais desenvolvidos. Ball, Robin e Sadka (2008), analisando 22 países, estimaram o coeficiente do nível de conservadorismo condicional (β_3 do modelo de Basu (1997)) do mercado brasileiro em 0,04. Um valor abaixo de quase todos os países da amostra, que incluiu EUA (0,28), Reino Unido (0,22), Chile (0,15), França (0,26), entre outros. Além disso, pesquisas feitas no Brasil não encontraram relação estatisticamente significativa para o coeficiente de conservadorismo do modelo de Basu (1997) (DE SOUSA; DE SOUSA; DEMONIER, 2016; DOS SANTOS et al., 2011a).

Apesar da falta de evidência de conservadorismo condicional medido através do retorno das ações do mercado acionário brasileiro como um todo, muitas pesquisas documentam que algumas características das empresas e do contexto normativo ou econômico podem direcionar o

nível de conservadorismo assumido pelas empresas. De Almeida, Scalzer e Da Costa (2008) evidenciaram que empresas classificadas em níveis diferenciados de governança corporativa possuem maior grau de conservadorismo do que as demais empresas de capital aberto. Adicionalmente, Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010) mostraram que aspectos da estrutura de propriedade como concentração de votos e acordos de acionistas podem influenciar o grau de conservadorismo condicional dos resultados divulgados.

Contudo, no Brasil, assim como na literatura internacional, a maioria das pesquisas sobre conservadorismo condicional trataram de identificar os determinantes do nível de conservadorismo. Poucas foram as pesquisas que investigaram o efeito do conservadorismo condicional nas relações contratuais que permeiam o patrimônio e nas decisões de investidores ou gestores. O quadro 2 apresenta algumas das principais pesquisas sobre conservadorismo no Brasil.

Quadro 2 - Trabalhos acerca do conservadorismo desenvolvidos no Brasil

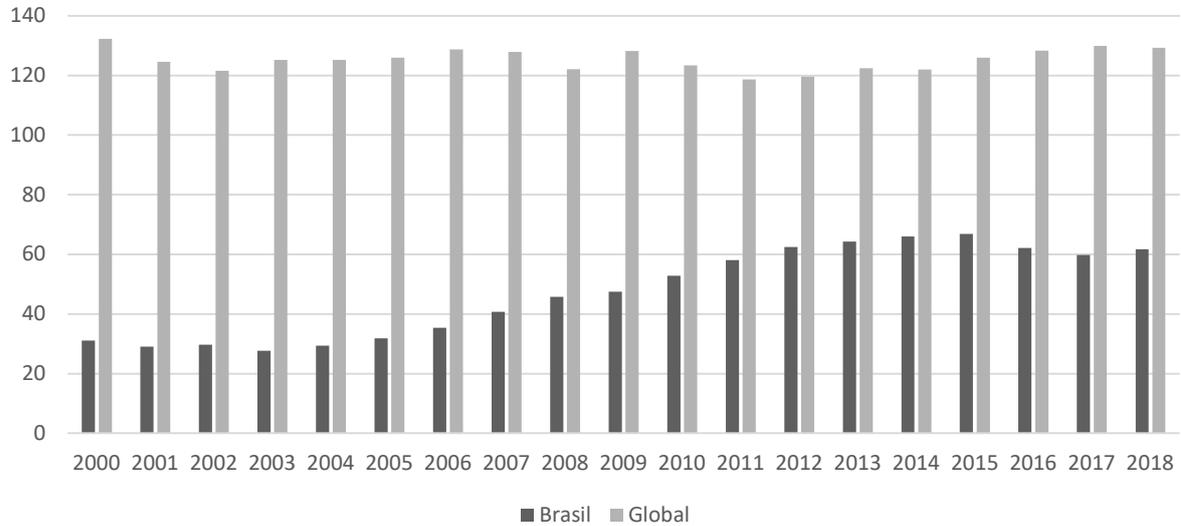
Autores	Variável	Resultados
Determinantes do conservadorismo		
Paulo, Antunes e Formigoni (2008)	Demanda de investidores	Os resultados obtidos evidenciam que as companhias fechadas apresentam menor probabilidade de reconhecimento oportuno das perdas e, por isso, possuem menor nível de conservadorismo nas demonstrações contábeis em relação às companhias abertas.
De Sousa, De Sousa e Demonier (2016)	Mudança normativa	Os resultados não evidenciaram alteração no grau de conservadorismo nos demonstrativos analisados após a adoção do IFRS.
De melo, Cavalcante e Paulo (2013)	Auditoria	Entre os resultados encontrados, constatou-se que o conservadorismo da informação contábil é positivamente afetado pelo tamanho da firma de auditoria e negativamente afetado pelo tempo de prestação de serviço dos auditores, pela distância entre a data do parecer e a data de publicação das demonstrações contábeis. Observou-se, também, que variáveis como o comitê de auditoria, a prestação de serviços de não auditoria, a importância do cliente para a firma de auditoria e a especialização da auditoria não afetam o conservadorismo contábil.
Demonier, De Almeida e Bortolon (2015)	Restrições financeiras	Os resultados mostram que empresas com restrições financeiras adotam menos a prática do conservadorismo condicional em seus números contábeis.
Dos santos et al. (2011)	Mudança normativa	Para a amostra analisada, não é possível inferir se a lei 11.638/07 tiveram algum efeito sobre o grau de reconhecimento assimétrico de perdas e ganhos.

Da costa et al. (2010)	Regulação	Os resultados obtidos pelos dois modelos de conservadorismo adaptados às três dummies de regulação não permitem inferir nenhum impacto. Assim, esta pesquisa contribui com a literatura no sentido de não corroborar a hipótese de que a regulação aumenta o conservadorismo.
Scalzer, Beiruth e Reina (2017)	Estrutura de propriedade	Os principais resultados foram: foi possível aceitar a hipótese de que as empresas estatais são menos conservadoras do que as demais empresas da BM&F Bovespa, enquanto que empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa, não reconhecem as boas notícias mais rapidamente do que as más notícias.
Moreira, Colauto e Amaral (2010)	Governança Corporativa; Tamanho; Market-to-book e Alavancagem	Os resultados indicaram que empresas menores, assim como empresas classificadas em níveis diferenciados de governança corporativa são mais conservadoras. Não foi encontrado evidência de que o market-to-book ou a alavancagem afetam o conservadorismo condicional.
De Almeida, Scalzer e Da Costa (2008)	Governança Corporativa	Os resultados demonstram que o grau de conservadorismo utilizado pelas empresas que possuem níveis diferenciados de governança corporativa (companhias listadas no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado) é maior do que grau utilizado pelas demais companhias listadas na Bovespa, que não possuem títulos elencados em tais níveis.
Marques, Gonçalves e Klann (2017)	Setor	A análise dos dados revelou que os setores econômicos analisados influenciam o conservadorismo das empresas, porém, em função dos coeficientes não apresentarem significância estatística não é possível aceitar a hipótese de que há diferenças significativas entre os níveis de conservadorismo dos diferentes setores.
Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010)	Estrutura de propriedade	As evidências indicam que a concentração de votos contribui para diminuir o grau de conservadorismo, enquanto, por outro lado, o acordo de acionistas contribui para aumentar. Alternativamente, os resultados considerando o ano da crise global distorcem o funcionamento do modelo de Basu (1997).
Coelho, De Sales Cia e Lima (2010)	Participação no mercado americano	Os resultados indicaram que o conservadorismo condicional difere entre os grupos de empresas emissoras e não emissoras de ADR (American Depositary Receipts).
Paulo, Cavalcante e De Melo (2012)	Oferta pública	Os resultados evidenciam que a oferta pública não afeta, significativamente, os números contábeis, sugerindo, assim, que a qualidade das informações contábeis não é influenciada pela emissão de ações e debêntures.
Silva et al. (2019)	Complexidade	Evidências obtidas na pesquisa indicam que o conservadorismo contábil varia conforme a assimetria de informação ocasionada por ambientes complexos em que pode apresentar uma relação positiva em empresas com poucas características de complexidade ou relação negativa se a empresa tem complexidade em diversas características ao mesmo tempo.
Gloria e Da Costa (2018)	Sustentabilidade	Os resultados indicam que há conservadorismo no Brasil, mas não é possível afirmar que as empresas consideradas sustentáveis sejam mais conservadoras do que as demais.

Sampaio, Coelho e Holanda (2015)	Crise financeira	A hipótese de pesquisa, de adoção de conservadorismo, não pôde ser aceita; contudo, constataram-se sinais significantes de adoção de conservadorismo incondicional, pela relação market-to-book no período posterior à crise, indicando que tais decisões de reconhecimento de perdas esperadas não se condicionam a más notícias específicas, ou a um momento que caracterize o início ou ápice da crise.
Degenhart, Beckhauser e Klann (2018)	Remuneração de executivos	Os resultados do estudo permitiram confirmar as hipóteses de pesquisa, pois o conservadorismo condicional, quando medido pelo reconhecimento oportuno das perdas como proxy de boas e más notícias, foi afetado pela remuneração fixa e variável dos executivos.
Efeito do conservadorismo		
Duarte et al. (2019)	Investimento	Os resultados indicam que, em períodos de crise econômica local, as empresas antecipam as futuras perdas aumentando o nível de conservadorismo. Esse comportamento conservador, entretanto, não foi capaz de mitigar os efeitos da crise, que influenciou negativamente o nível de investimentos de capital realizados pelas empresas brasileiras. Adicionalmente, observou-se que as empresas mais conservadoras reduzem significativamente seus investimentos em períodos de crise.
Brito e Martins (2013)	Custo de capital	Não foram obtidas evidências de relação estatisticamente significante entre as medidas de conservadorismo e as taxas de juros das operações crédito, confirmando-se a hipótese de pesquisa.
Canton et al. (2019)	Ajuste de caixa	Os principais resultados apontam que o conservadorismo contábil é benéfico a velocidade de ajuste do caixa, fazendo com que as empresas retornem mais rapidamente ao caixa ideal.

Fonte: Dados da pesquisa

As diferenças apresentadas em relação ao nível de conservadorismo condicional brasileiro podem estar associado ao mercado de dívidas (BALL; ROBIN; SADKA, 2008). O Brasil é um país com baixa oferta geral de créditos quando comparado a países de economia desenvolvida. Segundo dados do World Bank, em 2018, o Brasil teve um índice de crédito para o setor privado em relação ao PIB de 61,8%, sendo a média global de 129,24%. O mercado de crédito brasileiro é pouco desenvolvido, segundo Brito e Martins (2013), devido à pouca oferta de crédito de longo prazo, além de taxas de juros elevadas.

Gráfico 1 - Crédito bancário para o setor privado em relação ao PIB

Fonte: Base de dados do World Bank

Brito e Martins (2013), analisaram a associação entre práticas contábeis conservadoras e o custo do crédito bancário e descobriram que a baixa proteção legal dos credores e baixa demanda por qualidade da informação contábil, que caracteriza o ambiente econômico brasileiro, restringe os benefícios associados ao conservadorismo e leva os credores a não estimularem a adoção dessas práticas. Além disso, Riva e Salotti (2015) documentam fraca associação entre as mudanças da estrutura da informação contábil em pequenas e médias empresas que passaram a adotar as normas internacionais de contabilidade e o custo do crédito bancário.

Adicionalmente, De Alencar (2005) não encontrou evidência de que o nível de *disclosure* das empresas afeta o custo do capital próprio. Embora seja um resultado, segundo a autora, amplamente corroborado na literatura internacional, ele não foi verificado no ambiente institucional do Brasil. Por outro lado, Silva (2013) verificou que a adoção das normas internacionais de contabilidade (*International Accounting Standards Board - IFRS*) diminuiu o custo do capital em torno de 7 pontos-base para as empresas que adotaram obrigatoriamente em 2010.

2.2.6 Hipótese

Apesar de diversos estudos feitos no Brasil evidenciarem diferenças no conservadorismo condicional em relação a outros países, a literatura carece de estudos feitos com empresas brasileiras que possam direcionar a hipótese deste trabalho. Por outro lado, a relação entre o conservadorismo e as decisões de financiamento podem ser fundamentadas empírica e analiticamente e serão esses os estudos que serão apresentados para desenvolver a hipótese de pesquisa.

Em suma, a velocidade de ajuste na estrutura de capital pode ser entendida como um movimento em direção a um alvo que pode ocorrer em dois sentidos. Quando a empresa se encontra acima do nível ideal de endividamento, o ajuste deverá ocorrer em sentido negativo (diminuindo o endividamento). Dessa forma, uma empresa que tem seus custos de emissão de ações reduzidos, terá maior facilidade em ajustar sua estrutura de capital (FISCHER; HEINKEL; ZECHNER, 1989). Em outras palavras, os mesmos fatores que diminuem os custos de emissão de ações deverão aumentar a velocidade de ajuste de empresas superalavancadas.

Um desses fatores, conforme Ramalingegowda e Yu (2018), pode ser o conservadorismo. Tanto no trabalho de Guay e Verrecchia (2007) quanto em Suijs (2008), como mencionado no subtópico 2.2.3, é argumentado que relatórios conservadores são demandados por investidores que, por sua vez, premiam empresas conservadoras diminuindo o risco do investimento que está atrelado ao risco da informação. De forma mais direta, Kim et al. (2013) evidenciou esse efeito mostrando que empresas com alto nível de conservadorismo sofrem menores diminuições no preço das ações quando anunciam a oferta pública de ações. Além disso, outras pesquisas mostram que empresas conservadoras possuem menor custo de capital próprio (GARCÍA LARA; GARCÍA OSMA; PENALVA, 2011; LI, 2015).

Por outro lado, quando uma empresa se encontra abaixo do nível ótimo de endividamento o ajuste ocorrerá em sentido positivo (aumentando o endividamento). Dessa forma, uma empresa que tem os custos de captar recursos com credores reduzidos, também terá maior facilidade em ajustar sua estrutura de capital (FISCHER; HEINKEL; ZECHNER, 1989). Em outras palavras, os mesmos fatores que diminuem os custos do capital dos credores deverão aumentar a velocidade de ajuste de empresas subalavancadas.

De forma similar aos investidores, os credores premiam empresas conservadoras diminuindo o custo dos empréstimos à medida em que essas empresas podem violar cláusulas de garantias contratuais mais rapidamente, permitindo, com isso, que os credores possam proteger seu

capital (BEATTY; WEBER; YU, 2008; ZHANG, 2008). O conservadorismo, portanto, pode ser redutor de ambas as formas de financiamento (investidores e credores) e, portanto, pode aumentar a velocidade de ajuste na estrutura de capital de empresas super ou subalavancadas. Com base na literatura apresentada, a seguinte hipótese é levantada:

Hipótese – Quanto maior é o nível de conservadorismo condicional maior é a velocidade de ajuste da estrutura de capital.

3 METODOLOGIA

3.1 População e amostra

Para o estudo foram utilizadas as empresas que negociaram suas ações na B3 no período de 2009 a 2018, exceto as empresas financeiras. Essas informações foram coletadas através do software Economática®. Além disso, foram retiradas da amostra as empresas que não possuíam todas as informações necessárias para mensuração das variáveis da pesquisa, restando 131 empresas (1310 observações).

Foi escolhido um período amostral de 10 anos para evitar um problema de causalidade reversa, onde empresas que planejam aumentar o financiamento externo para diminuir o desvio da alavancagem ótima, aumenta o conservadorismo (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018). Por outro lado, um período superior a 10 anos diminuiria demasiadamente o número de empresas que contém informações sobre todas as variáveis a serem utilizadas na pesquisa que, por sua vez, restringiria o estudo a um pequeno grupo de empresas, trazendo prejuízos a generalização dos resultados.

3.2 Modelo de regressão

Para verificar a relação entre conservadorismo e velocidade de ajuste, o modelo de regressão seguirá o trabalho de Ramalingegowda e Yu (2018). A partir do modelo de ajuste da estrutura de capital dado pela equação 1, onde a variação da alavancagem (ΔALV) da empresa i no período t é determinada pela diferença entre a alavancagem do período $t-1$ e a meta de alavancagem para o período t ($DLV_{i,t}$), os autores chegaram à equação 2 permitindo que o coeficiente que mede a velocidade de ajuste da estrutura de capital (λ) possa variar em função do nível de conservadorismo e das diversas variáveis de controle que influenciam na relação estudada.

$$\Delta ALV_{i,t} = \lambda DLV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\Delta ALV_{i,t} = (\alpha_0 + \alpha_1 C\text{-SCORE}_{i,t-1} + \text{CONTROLES}_{i,t-1}) DLV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

O modelo 1 trata-se do modelo amplamente utilizado na literatura para medir a velocidade de ajuste da estrutura de capital de uma amostra. Nesse modelo, as variações da alavancagem de

um período para outro (ΔALV) são guiadas pela distância entre o a alavancagem do período anterior e meta para o período atual (DLV). Em outras palavras, se o coeficiente λ é igual a 1, significa que 100% das variações da alavancagem podem ser explicadas pela distância que as empresas se encontravam em relação ao nível ótimo. A mudança do modelo 1 para o modelo 2 ocorre no intuito de verificar características que podem influenciar no coeficiente λ . Dessa forma, Ramalingegowda e Yu (2018) interagem as variáveis principais e de controle com a variável DLV para verificar em que medida essas características influenciam o coeficiente λ .

No modelo 2, a variável C-SCORE refere-se à métrica de conservadorismo condicional mensurada através da metodologia descrita no subtópico 3.3. Enquanto DLV representa o desvio de alavancagem em relação à meta mensurado por meio da metodologia descrita no subtópico 3.4. O coeficiente α_1 captura o efeito do conservadorismo na velocidade do ajuste. Se α_1 for positivo significa que a conservadorismo aumenta a velocidade de ajuste da estrutura de capital.

$CONTROLES_{i,t-1}$ corresponde a três conjuntos de variáveis defasadas de controle que podem influenciar a relação a ser estudada nesta pesquisa. A primeira inclui as características da empresa e do setor que capturam os custos e benefícios da alavancagem na estimação da meta, representada pelo vetor $X_{i,t-1}$ da equação 3 (subtópico 3.4).

O segundo conjunto de variáveis são outros possíveis determinantes da velocidade de ajuste. Foi controlado o efeito do déficit financeiro, tendo em vista que empresas com maiores déficits encontrarão maiores dificuldades em emitir e recomprar ações (ELSAS; FLORYSIK, 2011). Também foi incluída a variável Z-Score de Altman modificado por Mackie-Mason (1990) para controlar o risco de insolvência (KISGEN, 2009). Foi controlado o efeito do nível de assimetria de informação através do *spread*, que pode aumentar tanto os custos de obtenção de recursos externos (custos de ajuste) quanto os custos de agência associados a alavancagem excessiva ou insuficiente (benefícios de ajuste) (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018). Foi utilizado o pagamento de dividendos (DIV) como variável proxy para restrições financeiras (FAULKENDER et al., 2012). Além disso, foi incluído uma variável correspondente à diferença entre o valor *market-to-book* da empresa e a média do *market-to-book* do setor (DIFMTB) para controlar o efeito atrelado ao *market timing* que pode incentivar as empresas ao acesso ao mercado de capitais (BAKER; WURGLER, 2002; FAULKENDER et al., 2012).

O terceiro conjunto de variáveis são as características da empresa que podem afetar o nível de conservadorismo. Foi controlada a idade da empresa (IDD), a volatilidade do retorno

(VOLRET), e o risco de litígio (LIT) (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018). Também foi controlado o montante dispendido para aquisição de bens de capital (CAPEX) e crescimento de vendas (VEND) para garantir que os resultados não irão capturar o efeito das características do ciclo de vida das empresas (COLLINS; HRIBAR; TIAN, 2014). Além disso, será incluída uma variável categórica para controlar o efeito da adoção do IFRS no Brasil (SILVA, 2013).

No quadro 3 estão todas as variáveis de controle utilizadas na pesquisa e suas definições para fins operacionais.

Quadro 3 - Variáveis de controle

Abreviação	Descrição	Definição
Meta de alavancagem		
ROA	Lucratividade	(Lucro líquido do exercício + Despesas financeiras)/Ativo total
MTB	<i>Market-to-book</i>	(Dívida total + valor de mercado do PL)/Ativo total
TAM	Tamanho	Logaritmo natural do Ativo total
DEP	<i>Proteção fiscal não relacionada a dívida</i>	Despesa com depreciação/Ativo total
IMAT	Tangibilidade	Imobilizado/Ativo total
IMP	Tributação	Porcentagem dos tributos sobre o lucro definido por lei se a empresa tiver lucro líquido no período e zero nos demais casos.
ALVSET	Características do setor	Mediana da alavancagem do setor
Velocidade de ajuste		
DEFICIT	Deficit financeiro	Dividendos pagos + Investimento líquido em ativo fixo + Variação do capital circulante líquido - Caixa gerado após juros e impostos
ZSCORE	Risco de Falência	$3,3 * [(\text{lucro operacional}/\text{Ativo total}) + (\text{vendas líquidas}/\text{Ativo total})] + 1,4 * (\text{lucros retidos}/\text{Ativo total}) + 1,2 * (\text{capital de giro líquido}/\text{Ativo total})$
SPREAD	Assimetria de informação	Média do spread bid ask diário, onde spread bid ask do dia = $(\text{preço máximo} - \text{preço mínimo}) / [(\text{preço máximo} + \text{preço mínimo}) / 2]$
DIV	Restrições financeiras	Dividendos pagos/Ativo total
DIFMTB	Market timing	Diferença entre o valor do MTB da empresa e a mediana do setor
Conservadorismo		

IDD	Idade	Número de anos que a empresa está listada na CVM
IFRS	Adoção IFRS	Dummy igual a 1 para o período em que o Brasil adotou o IFRS e 0 nos demais períodos.
LIT	Risco de litígio	Dummy igual a 1 para empresas do setor de Biotecnologia, Computadores, Eletrônicos e varejo; e igual a 0 nos demais casos.
CAPEX	Gasto com bens de capital	Total gasto com bens de capital
VEND	Crescimento de vendas	(Receita de vendas no ano t)/(receita de vendas do ano t-2)

Fonte: Dados da pesquisa

3.3 Mensurando o Conservadorismo

Para mensurar o conservadorismo será utilizado o método de C-Score e G-Score de Khan e Watts (2009) que utiliza o modelo de Basu (1997) na forma de corte transversal como base para calcular uma medida de conservadorismo para cada observação. Basu (1997) vale-se do retorno das ações como *proxy* para boas e más notícias e capta o reconhecimento assimétrico do resultado contábil a partir do seguinte modelo:

$$LPA_i/P_i = \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 R_i + \beta_3 D_i R_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

onde LPA_i é o resultado líquido anual (lucro ou prejuízo) da empresa i ; P_i é o preço da ação da empresa i no início do ano. R_i é o retorno das ações da empresa i ; e D_i é uma variável *dummy* que assume valor igual a 1 se R_i for negativo e 0 nos demais casos.

Para estimar o conservadorismo por empresa-ano, Khan e Watts (2009) utilizam três variáveis – tamanho, *market-to-book* e alavancagem – que a literatura documenta forte associação com os níveis de conservadorismo, e permite que os parâmetros do modelo de Basu (1997), em corte transversal, variem em função dessas características. Dessa forma, tem-se a medida de G-Score dada pelo parâmetro associado ao retorno (β_2) que mede a tempestividade no reconhecimento das boas notícias, enquanto o C-Score refere-se ao parâmetro associado à interação entre o retorno e a *dummy* (β_3) e, por isso, mede o nível de conservadorismo.

$$G_{Score} = \beta_2 = \mu_0 + \mu_1 TAM_i + \mu_2 MTB_i + \mu_3 ALV_i \quad (4)$$

$$C_{Score} = \beta_3 = \lambda_0 + \lambda_1 TAM_i + \lambda_2 MTB_i + \lambda_3 ALV_i \quad (5)$$

Substituindo a medida do C-Score, G-Score e os demais parâmetros no modelo de Basu (1997), chega-se a equação 6.

$$\text{LPA}_i/P_i = \beta_0 + \beta_1 D_i + R_i(\mu_0 + \mu_1 \text{TAM}_i + \mu_2 \text{MTB}_i + \mu_3 \text{ALV}_i) + D_i R_i(\lambda_0 + \lambda_1 \text{TAM}_i + \lambda_2 \text{MTB}_i + \lambda_3 \text{ALV}_i) + (\delta_1 \text{TAM}_i + \delta_2 \text{MTB}_i + \delta_3 \text{ALV}_i + \delta_4 D_i \text{TAM}_i + \delta_5 D_i \text{MTB}_i + \delta_6 D_i \text{ALV}_i) + \varepsilon_i \quad (6)$$

Os termos associados aos parâmetros que não compõe o C-Score e o G-Score foram separados no último parênteses da mesma forma que Khan e Watts (2009) para que ficasse evidente os termos principais da regressão na primeira parte do modelo. Os parâmetros estimados na regressão para cálculo dos *scores* (μ e λ) são constantes com relação às empresas, mas variáveis com relação ao tempo. Dessa forma, serão estimadas 10 regressões de corte transversal, compreendendo todo o período da amostra.

Após a estimação, os valores dos parâmetros serão substituídos na equação 5 e multiplicados pelas respectivas variáveis para chegar ao valor do C-Score de cada empresa.

3.4 Estimação da meta de alavancagem

Seguindo a abordagem comum na literatura de estrutura de capital (FLANNERY; RANGAN, 2006; FAULKENDER et al., 2012; RAMALINGEGOWDA; YU, 2018), a meta de alavancagem será medida em função das características da empresa que captam os diversos custos e benefícios do endividamento:

$$\text{ALV}^*_{i,t} = \beta X_{i,t-1} + \eta_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Onde $\text{ALV}^*_{i,t}$ é a meta de alavancagem da empresa i no final do ano t ; η_i e v_t são efeitos fixo da empresa e efeito fixo do ano, respectivamente; e $X_{i,t-1}$ representam um vetor de características da empresa e do setor defasadas em um ano, que captam os diversos custos e benefícios do nível de endividamento. A seleção de $X_{i,t-1}$ segue o trabalho de Ramalingegowda e Yu (2018) com itens a seguir:

ROA (retorno sobre ativos): Empresas mais lucrativas tem fluxos de caixa mais altos que lhes dão uma maior capacidade de fazer pagamentos de dívidas e assim reduzir o risco da dívida.

MTB (razão *market-to-book*): Alavancagem tende a ser menor para empresas com índices mais altos de *market-to-book* devido a seus maiores custos de dificuldades financeiras, mais

(menos) problemas de subinvestimento e substituição de ativos (fluxo de caixa livre) e menos ativos no local para reduzir o risco de crédito.

TAM: As empresas maiores tendem a ter maior alavancagem por possuírem maior transparência, fluxos de caixa menos voláteis e menor probabilidade de dificuldades financeiras, além de acesso mais barato aos mercados de dívida.

DEP (despesas de depreciação como proporção do total de ativos): Variável proxy para proteção fiscal não relacionada à dívida, o que pode reduzir a necessidade das empresas de obter os benefícios fiscais da dívida.

IMAT (imobilizado como proporção do total de ativos): empresas com ativos mais tangíveis que podem ser colateralizados (oferecidos como garantia da dívida) têm menores custos de insolvência e maior capacidade de endividamento.

IMP: Porcentagem estabelecida por lei de todos os tributos incidentes sobre o lucro se a empresa apresentar resultado positivo antes dos tributos e zero nos demais casos. A porcentagem da tributação sobre o lucro aumenta os benefícios fiscais da dívida.

ALVSET: Índice de alavancagem mediana do setor, incluído para controlar as características do setor que não foram capturadas por outras variáveis explicativas, como regulamentação e especificidade do setor.

A estimação da meta de alavancagem será feita usando o modelo de ajuste parcial que permite ajustes incompletos na estrutura de capital. Partindo da equação 1 (subtópico 3.2), tem-se que o desvio de alavancagem ($DLV_{i,t}$) é dado pela diferença entre a meta de alavancagem da empresa i para o ano t e a alavancagem no final do ano $t-1$. Portanto, $DLV_{i,t} = ALV^*_{i,t} - ALV^P_{i,t-1}$. Onde ALV^* é a meta de alavancagem definida pela equação 7 e $ALV^P_{i,t-1}$ é a alavancagem (dívida total dividido pelo ativo total) da empresa i no ano $t-1$ somada ao lucro líquido da empresa i no ano t . O lucro líquido é somado à alavancagem para tirar sua influência da estrutura de capital, deixando apenas o efeito das atividades de financiamento (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018).

A equação 1 pode ser reescrita substituindo seus valores pelas especificações da equação 7, resultando no seguinte modelo:

$$ALV_{i,t} = \lambda\beta X_{i,t-1} + \lambda\eta_i + \lambda v_t + (1-\lambda)ALV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Através da estimação da equação 8 serão obtidos os parâmetros para o cálculo da meta de alavancagem por meio da equação 7. Como o modelo trata-se de uma equação de painel dinâmico,

sua estimação foi feita por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM) descrito em Roodman (2009), para lidar com os vieses desse tipo de modelo apresentados em Nickell (1981).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

A tabela 1 apresenta a análise descritiva das variáveis utilizadas no modelo de regressão principal divididas em dois grupos. O primeiro grupo formado pelas empresas com os menores níveis de conservadorismo condicional e o segundo formado pelas empresas mais conservadoras da amostra. O resultado da regressão para o cálculo do C-Score e para o cálculo da meta de alavancagem podem ser encontrados nos apêndices 1 e 2, respectivamente.

Tabela 1 - Análise Descritiva

Variáveis	C-Score abaixo da mediana			C-Score acima da mediana		
	Mediana	Média	Desvio-Padrão	Mediana	Média	Desvio-Padrão
ΔALV	0	-0,0000573	0,07465324	0,0004005	0,0054231	0,08142468
DLV	-0,04416	-0,07206	0,3469738	-0,09933	-0,13625	0,3847132
ROA	0,09016	0,09579	0,1156462	0,08706	0,0776	0,10928
MTB	0,79799	1,05513	0,8688327	0,8105	1,03407	0,7520275
TAM	22,20372	22,24859	1,749712	22,09294	22,07911	0,07892103
DEP	0,02902	0,03044	0,02120195	0,02546	0,02787	0,02215312
IMAT	0,23004	0,25111	0,2076271	0,24029	0,26866	0,2227226
IMP	0,3397	0,254	0,1462443	0,3396	0,2421	0,152471
ALVSET	0,29446	0,29604	0,08172924	0,28914	0,29366	0,0696023
DEFICIT	-0,0284621	2,871E-18	1	-0,0467966	-2,88E-18	1
ZSCORE	1,1974	1,2368	0,8335579	1,1598	1,1041	0,9715797
SPREAD	0,032806	0,03641	0,01815346	0,03464	0,040096	0,02654604
DIV	0,01115	0,02537	0,03792219	0,008972	0,019445	0,03682143
IDD	39	33,41	19,02398	39	33,73	18,1923
CAPEX	0,035132	0,048222	0,06021068	0,031091	0,052999	0,06896452
VEND	1,178	2,0096	16,6871	1,167	2,029	11,35943
DIFMTB	0,7729	0,8613	0,3159599	0,7971	0,8615	0,2608877
LIT	0	0,07786	0,26816	0	0,07481	0,2632842
IFRS	1	0,8046	0,3968266	1	0,7954	0,4037028
Nº Obs.		655			655	

Nota: Δ ALV: Variação da alavancagem; DLV: Desvio da alavancagem com relação à meta; C-SCORE: Nível de conservadorismo condicional; ROA: Lucratividade; MTB: Market-to-book; TAM: Tamanho; DEP: Despesa de depreciação (escudo fiscal); IMAT: Tangibilidade; IMP: Tributação; ALVSET: Alavancagem do setor; DEFICIT: Déficit financeiro; ZSCORE: Risco de insolvência; SPREAD: Assimetria de informação; DIV: Pagamento de dividendos; IDD: Idade; CAPEX: Gastos com bens de capital; VEND: Crescimento de vendas; DIFMTB: Market timing; LIT: Risco de litígio; IFRS: Adoção de normas internacionais.

Fonte: Dados da pesquisa

Para a maioria das variáveis de controle, mesmo àquelas associadas ao conservadorismo, a média e mediana se mantiveram próximas entre os grupos. Contudo, vale destacar as diferenças entre as subamostras nas medidas de tendência central da variação da alavancagem (Δ ALV) e do desvio da alavancagem (DLV). Enquanto as empresas menos conservadoras, em média, diminuíram o seu endividamento, as empresas mais conservadoras, em média, aumentaram-no.

Segundo a teoria do *trade-off*, a variação da alavancagem busca diminuir o desvio em relação ao nível ótimo. Caso a relação entre conservadorismo condicional e a velocidade de ajuste ocorresse de maneira positiva, seria esperado que, no grupo onde o conservadorismo condicional é maior, houvesse uma correspondência entre a média da variação de alavancagem e a média do desvio no mesmo sentido. Em outras palavras, seria esperado que empresas superalavancadas (com DLV negativo) tivessem uma variação negativa, em média, em sua estrutura de capital e vice-versa.

Contudo, a análise descritiva indica um comportamento oposto quando os grupos são comparados, tendo em vista que em ambos os grupos as empresas são, em média, superlavancadas (-0,07206 e -0.13625), porém, no grupo de empresas mais conservadoras, a variação de alavancagem ocorre, em média, em sentido contrário à meta (0,0054231).

4.2 Modelo de Regressão

Para testar a hipótese de pesquisa foi estimada a regressão do modelo 2 apresentados na tabela 2. Como trata-se de dados em painel, foi controlado o efeito fixo do tempo e do indivíduo e a estimação foi feita com erro-padrão conforme Driscoll e Kraay (1998) para tratar os problemas de autocorrelação serial, dependência de corte transversal e heterocedasticidade presente nos dados. O modelo foi estimado de duas maneiras: (1) testando apenas o efeito moderador do conservadorismo sem a interação das variáveis de controle e (2) testando o efeito moderador do conservadorismo e das variáveis de controle no coeficiente de velocidade de ajuste assim como em Ramalingegowda e Yu (2018).

Tabela 2 - Regressão velocidade de ajuste e conservadorismo

Variáveis	(1)		Variáveis	(2)	
	Coefficiente	Erro-padrão		Coefficiente	Erro-padrão
DLV	0.1950***	0.0321	DLV	0.1297	0.0757
CSCORE	0.0101	0.0110	CSCORE	0.0192	0.0177
DLV × CSCORE	-0.0531***	0.0162	DLV × CSCORE	-0.0926***	0.0244
ROA	0.0946***	0.0106	DLV × ROA	-0.0652	0.0392
MTB	0.0007	0.0016	DLV × MTB	0.0170***	0.0039
TAM	-0.0017	0.0035	DLV × TAM	0.0025	0.0027
DEP	-1.0170***	0.1950	DLV × DEP	-1.2277***	0.1519
IMAT	0.0117	0.0111	DLV × IMAT	-0.0347	0.0258
IMP	0.0861***	0.0141	DLV × IMP	0.0874**	0.0305
ALVSET	0.0000	0.0000	DLV × ALVSET	-0.1855*	0.0908
DEFICIT	0.00210**	0.0009	DLV × DEFICIT	-0.0074*	0.0034
ZSCORE	0.0093***	0.0022	DLV × ZSCORE	-0.0086	0.0098
SPREAD	0.0417	0.0841	DLV × SPREAD	0.2045	0.3890
DIV	0.0175	0.0282	DLV × DIV	-0.1063	0.0804
IDD	-0.000496	0.0026	DLV × IDD	0.0003	0.0003
CAPEX	-0.033	0.0264	DLV × CAPEX	0.1326	0.1137
VEND	0.000195	0.0001	DLV × VEND	0.0012	0.0013
DIFMTB	0.000	0.0000	DLV × DIFMTB	0.0108	0.0135
LIT	0.000	0.0000	DLV × LIT	0.0007	0.0114
IFRS	0.000	0.0000	DLV × IFRS	-0.0153	0.0127
Constante	0.000	0.0000	Constante	-0.0281***	0.0013
Observações	1310		Observações	1310	

Nota: * Indica significância ao nível de 10%. ** Indica significância ao nível de 5%. *** Indica significância ao nível de 1%. Δ ALV: Variação da alavancagem; DLV: Desvio da alavancagem com relação à meta; C-SCORE: Nível de conservadorismo condicional; ROA: Lucratividade; MTB: Market-to-book; TAM: Tamanho; DEP: Despesa de depreciação (escudo fiscal); IMAT: Tangibilidade; IMP: Tributação; ALVSET: Alavancagem do setor; DEFICIT: Déficit financeiro; ZSCORE: Risco de insolvência; SPREAD: Assimetria de informação; DIV: Pagamento de dividendos; IDD: Idade; CAPEX: Gastos com bens de capital; VEND: Crescimento de vendas; DIFMTB: Market timing; LIT: Risco de litígio; IFRS: Adoção de normas internacionais.

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente estimado para a variável que testa a hipótese da pesquisa (DLV × CSCORE) foi negativo e estatisticamente significativo em ambos os modelos. O resultado encontrado difere do trabalho de Ramalingegowda e Yu (2018), que apresenta uma relação positiva, e não confirma, portanto, a hipótese da pesquisa. Dois principais motivos podem ser encontrados na literatura para justificar a relação negativa entre o conservadorismo e a velocidade de ajuste da estrutura de capital.

O primeiro deles é que se, por um lado, o conservadorismo condicional pode diminuir os custos de ajuste (GARCÍA LARA; GARCÍA OSMA; PENALVA, 2011; LI, 2015), por outro, ele pode diminuir também o benefício do ajuste. Conforme Ramalingegowda e Yu (2018), um dos benefícios de ajustar a estrutura de capital está associado à diminuição dos custos de agência. Esse mesmo benefício pode ser obtido por meio da divulgação de demonstrativos conservadores (BALL; SHIVAKUMAR, 2006; WATTS, 2003). Em outras palavras, o conservadorismo condicional poderia favorecer o desvio em relação ao nível ótimo à medida em que substitui a necessidade de se fazer esse ajuste.

O segundo motivo está relacionado à evidência de que o conservadorismo pode reduzir a assimetria de informação em uma das formas de financiamento em maior proporção que a outra (GOH et al., 2017). Se o conservadorismo torna uma das formas de financiamento mais atrativa que a outra, isso poderia dificultar o ajuste na estrutura de capital sempre que esse ajuste ocorresse em sentido contrário à preferência estabelecida (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018). Uma análise sobre essa possibilidade será apresentada no subtópico 4.3.

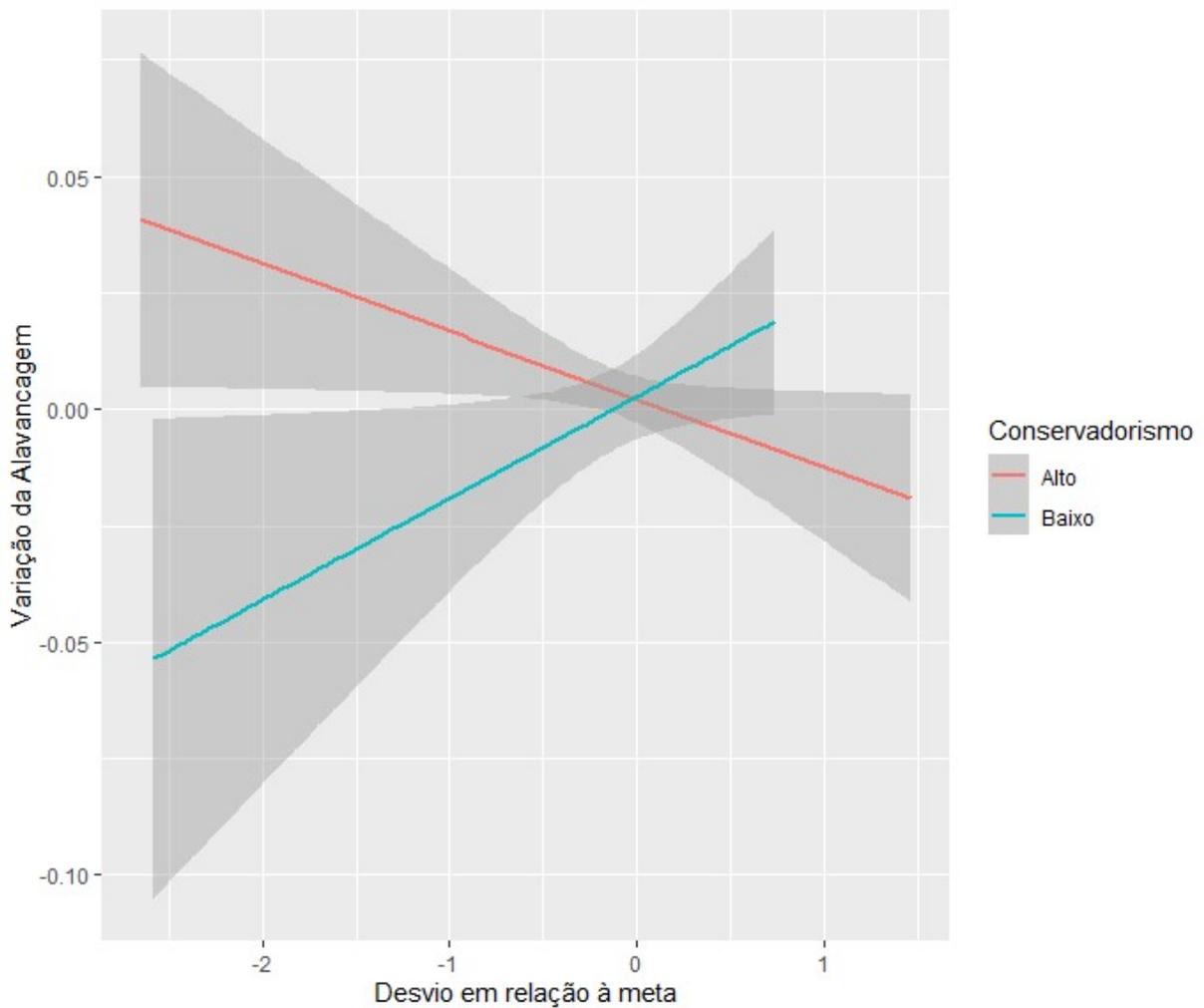
Contudo, as razões pelas quais a dinâmica entre o conservadorismo e o mercado de capitais e de dívidas terem ocorrido de maneira diferente do que se esperava pode estar associado a fatores institucionais característicos da amostra utilizada neste trabalho. Conforme Ball, Robin e Sadka (2008), o efeito e a demanda por conservadorismo variam, principalmente, em função do mercado de dívidas. Tendo em vista que o ambiente econômico brasileiro é caracterizado pela baixa oferta de crédito (BRITO; MARTINS, 2013) e pouco uso de métricas contábeis nas garantias dos contratos de dívida (LI, 2015), essas características poderiam aprofundar a preferência de empresas conservadoras pela utilização do mercado de capitais para levantar seus recursos (GOH et al., 2017).

Algumas variáveis de controle apresentaram relação estatisticamente significativa em ambos os modelos. As variáveis depreciação (DEP) e tributação (IMP) e déficit (DEFICIT) influenciaram a velocidade de ajuste da estrutura de capital à medida em que são características importantes para determinação da meta de endividamento (FAULKENDER et al., 2012; RAMALINGEGOWDA; YU, 2018). Outras variáveis como lucratividade (ROA), *market-to-book* (MTB), setor (ALVSET) e risco de insolvência (ZSCORE) foram estatisticamente significantes em apenas um dos modelos.

A relação evidenciada na tabela 2 através do modelo 2, pode ser também encontrada ao plotar duas retas da regressão do modelo 1: uma para o grupo de empresas mais conservadoras (C-

Score acima do terceiro quartil) e outra para o grupo de empresas menos conservadoras (C-Score abaixo do terceiro quartil). No gráfico 2, as retas são formadas a partir da relação entre o desvio em relação à meta (DLV) e a variação da alavancagem (ΔALV), onde o coeficiente angular das retas é dado pelo parâmetro λ estimado através do modelo 1, ou seja, o coeficiente da velocidade de ajuste.

Gráfico 2 - Regressão do modelo de velocidade de ajuste por grupo de conservadorismo



Fonte: Dados da Pesquisa

Analisando a partir dos valores positivos do DLV, ou seja, a partir das empresas subalavancadas ($ALV^*_{i,t} > ALV^p_{i,t-1}$), no grupo onde o C-Score é baixo, à medida em que o desvio aumenta em sentido positivo, a variação da alavancagem aumenta no mesmo sentido. Em outras

palavras, empresas subalavancadas buscam aumentar sua alavancagem no grupo onde o conservadorismo é baixo. No grupo onde o C-Score é alto, à medida em que o desvio aumenta em sentido positivo, a variação da alavancagem aumenta no sentido oposto. Em outras palavras, empresas subalavancadas, ao invés de aumentar, diminuem sua alavancagem no grupo onde o conservadorismo é alto. A mesma interpretação se aplica a empresas com DLV negativo.

4.3 Superalavancagem e Subalavancagem

O ajuste da estrutura de capital, como já mencionado, pode ocorrer em dois sentidos dependendo de o nível ótimo estar acima ou a baixo do endividamento real da empresa (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018). Caso a empresa esteja superalavancada (acima do nível ótimo), ela recorrerá ao pagamento da dívida ou ao aumento do capital próprio através de emissão de ações para ajustar sua estrutura de capital; por outro lado, se a empresa estiver subalavancada (abaixo do nível ótimo), ela poderá pagar dividendos ou captar recursos com credores para atingir o nível ótimo. Dessa forma, a amostra foi dividida entre as empresas superalavancadas e subalavancadas para verificar o efeito do conservadorismo em cada uma das formas de financiamento. Para isso, o modelo 2 foi estimado para cada grupo de empresas-ano com erro-padrão conforme Driscoll e Kraay (1998), assim como no modelo principal.

Tabela 3 - Regressão velocidade de ajuste e conservadorismo por grupo de alavancagem

Variáveis	Subalavancada		Superalavancada	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
DLV	0.3342***	0.0244	0.2145***	0.0410
CSCORE	0.0079	0.0094	0.1681	0.1050
DLV × CSCORE	-0.0570**	0.0203	0.3349	0.2415
ROA	0.1878***	0.0462	0.0866***	0.0255
MTB	-0.0061*	0.0031	-0.0025	0.0039
TAM	0.0149**	0.0062	-0.0239**	0.0095
DEP	-1.8755***	0.1751	-0.7984***	0.2085
IMAT	-0.0038	0.0232	0.0198	0.0371
IMP	0.1283***	0.0235	0.0516*	0.0234
ALVSET	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
DEFICIT	-0.0019*	0.0010	0.0156**	0.0058
ZSCORE	-0.0065	0.0046	0.0240***	0.0032
SPREAD	0.0899*	0.0436	-0.0376	0.2068
DIV	-0.0422	0.0324	0.0554	0.0520

IDD	-0.0097**	0.0037	0.0130**	0.0055
CAPEX	0.0425	0.0297	-0.0328	0.0349
VEND	0.0001	0.0001	0.0131***	0.0034
DIFMTB	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
LIT	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
IFRS	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Constante	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Observações	545		765	

Nota: * Indica significância ao nível de 10%. ** Indica significância ao nível de 5%. *** Indica significância ao nível de 1%. Δ ALV: Variação da alavancagem; DLV: Desvio da alavancagem com relação à meta; C-SCORE: Nível de conservadorismo condicional; ROA: Lucratividade; MTB: Market-to-book; TAM: Tamanho; DEP: Despesa de depreciação (escudo fiscal); IMAT: Tangibilidade; IMP: Tributação; ALVSET: Alavancagem do setor; DEFICIT: Déficit financeiro; ZSCORE: Risco de insolvência; SPREAD: Assimetria de informação; DIV: Pagamento de dividendos; IDD: Idade; CAPEX: Gastos com bens de capital; VEND: Crescimento de vendas; DIFMTB: Market timing; LIT: Risco de litígio; IFRS: Adoção de normas internacionais.

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente estimado com o grupo de empresas superalavancadas para a interação entre a variável conservadorismo e desvio da alavancagem (C-Score*DLV) foi positivo com valor aproximado de 0.3349, contudo, sem significância estatística. Esse resultado indica que a relação entre conservadorismo condicional e ajuste na estrutura de capital não é observada quando isolado o efeito do conservadorismo nos contratos com investidores. Por outro lado, ao analisarmos o grupo de empresas subalavancadas, verificou-se que o conservadorismo diminui a velocidade de ajuste (coeficiente igual a -0.0570), assim como no modelo principal, sugerindo, por tanto, que o efeito do conservadorismo se apresenta nos contratos com credores.

Esse resultado é consistente com Goh et al. (2017) à medida em que, se o conservadorismo cria uma preferência pelo mercado de capitais, seria esperado que a relação negativa pudesse ser evidenciada apenas no grupo de empresas subalavancadas. Em outras palavras, empresas conservadoras e subalavancadas se distanciam da meta de alavancagem pois a aproximação da meta implicaria as empresas deveriam optar pelo financiamento através de dívida, que contraria a preferência evidenciada em Goh et al. (2017).

4.4 Teste Adicional – Conservadorismo e o custo do capital próprio

Como o resultado da regressão das empresas superalavancadas apontou que o conservadorismo condicional não influencia a velocidade de ajuste nesse grupo de empresas, é esperado que o fator que motiva esse ajuste também não esteja presente no contexto brasileiro. Ou

seja, considerando que, em mercados desenvolvidos, a relação entre conservadorismo e os ajustes na estrutura de capital se fundamenta na hipótese de que o conservadorismo condicional diminui os custos dos meios de financiamento (RAMALINGEGOWDA; YU, 2018), será verificado, neste estudo, a relação entre o conservadorismo e o meio de financiamento necessário para o ajuste de empresas superalvancadas: o custo do capital próprio. Testar essa relação, além de dar mais robustez aos resultados encontrados, poderá contribuir com a literatura, que carece desse tipo de estudo com amostras do mercado acionário brasileiro.

Existem diferentes maneiras de medir o custo do capital próprio e diferentes formas de verificar se uma variável pode influenciá-lo. Contudo, buscou-se neste trabalho a utilização de uma metodologia simplificada tendo em vista que esse não é o foco do trabalho, mas apenas uma análise adicional para dar consistência aos resultados. Para isso, portanto, optou-se pelo uso do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para calcular o custo do capital próprio e verificar as variáveis que podem influenciá-lo assim como em Gonçalves *et al.* (2013). A variável C-Score, portanto, foi inserida no modelo junto com as variáveis de controle: tamanho, *market-to-book* e alavancagem. Os resultados da estimação são apresentados na tabela 4.

Tabela 4 - Regressão custo do capital próprio e conservadorismo

CAPM	Efeito Fixo				Efeito Fixo/bootstrap			
	Coef	Std. Err.	t	P> t	Coef	Std. Err.	t	P> t
C-SCORE	-0.06102	0.231146	-0.26	0.792	-0.06102	0.217041	-0.28	0.779
TAM	-0.63876	0.089855	-7.11	0.000***	-0.63876	0.147131	-4.34	0.000***
MTB	-0.37305	0.060685	-6.15	0.000***	-0.37305	0.083447	-4.47	0.000***
ALV	0.685308	0.237406	2.89	0.004***	0.685308	0.52646	1.3	0.193
Intercepto	14.57027	2.00061	7.28	0.000***	14.57027	3.295972	4.42	0.000***
Adj R-squared	0.0732				0.0732			
Observações	1250				1250			

Nota: * Indica significância ao nível de 10%. ** Indica significância ao nível de 5%. *** Indica significância ao nível de 1%. CAPM: custo do capital próprio calculado pelo CAPM; C-SCORE: nível de conservadorismo condicional; TAM: tamanho; MTB: market-to-book; ALV: alavancagem.

Fonte: Dados da pesquisa

A variável C-Score foi estimada com o sinal predito, porém, sem significância estatística. Esse resultado corrobora o que foi encontrado na regressão do ajuste da estrutura de capital de empresas superalvancadas. Ou seja, não foi possível verificar que relatórios conservadores podem facilitar o financiamento através de capital próprio, no contexto brasileiro. Esse resultado diverge de pesquisas feitas em outros mercados (GARCÍA LARA; GARCÍA OSMA; PENALVA, 2011).

Contudo, conforme argumenta Ball, Kothari e Robin (2000), a estrutura da informação contábil pode variar dependendo do ambiente institucional. Dessa forma, o conservadorismo condicional, conforme evidencia os autores, pode ser menor e ter seus efeitos nos contratos restringidos dependendo dos elementos institucionais e de como esses elementos podem influenciar os mecanismos de mitigação da assimetria de informação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi evidenciar e entender o papel do conservadorismo condicional nas decisões de financiamento das empresas do mercado brasileiro, mais especificamente, se as empresas que apresentam resultados mais conservadores ajustam sua estrutura de capital mais rapidamente que as empresas menos conservadoras.

Para atingir esse objetivo, foi utilizado o modelo que mede a velocidade de ajuste da estrutura de capital, adaptando-o para testar a influência do conservadorismo condicional no coeficiente de ajuste assim como em Ramalingegowda e Yu (2018). Para testar a hipótese da pesquisa foram utilizados dados das empresas de capital aberto que negociaram suas ações na B3 entre 2009 a 2018, excluindo-se as financeiras e as empresas que não possuíam todas as variáveis necessárias para estimação do modelo.

Os resultados rejeitaram a hipótese de pesquisa indicando que o conservadorismo condicional diminui a velocidade de ajuste da estrutura de capital. A explicação para uma relação negativa entre conservadorismo condicional e o coeficiente de velocidade de ajuste está na ideia de que o conservadorismo pode influenciar as escolhas entre os tipos de financiamento tornando uma forma desproporcionalmente mais atrativa que outra (GOH et al., 2017). Com isso, haveria uma preferência incondicional pela emissão de ações nas empresas altamente conservadoras.

Contudo, o resultado diverge do trabalho de Ramalingegowda e Yu (2018) que evidenciou uma relação positiva nas empresas do mercado americano. A divergência entre os resultados de pesquisas sobre conservadorismo condicional em diferentes contextos institucionais, contudo, tem sido comum na literatura (BRITO; MARTINS, 2013; DOS SANTOS et al., 2011b; MARQUES; GONÇALVES; KLANN, 2017). Segundo Ball, Kothari e Robin (2000), diferenças institucionais como a estrutura jurídica pode restringir o efeito do conservadorismo condicional. Além disso, o tamanho da oferta geral de crédito de um país, assim como do mercado de capitais, pode também levar a mudanças na demanda por uma informação contábil mais conservadora (BALL; ROBIN; SADKA, 2008).

Ao separar a amostra entre empresas superalavancadas e subalavancadas, foi possível verificar também o efeito do conservadorismo na velocidade de ajuste da estrutura de capital de forma isolada, ou seja, sob o aspecto da relação com os credores e da relação com os investidores. O resultado dessa análise indicou que apenas as empresas subalavancadas, ou seja, as empresas

que precisam negociar com os credores para ajustar sua estrutura de capital, são influenciadas negativamente pelo conservadorismo condicional. Esse resultado é consistente com Goh et al. (2017), à medida em que corrobora a noção de que empresas conservadoras costumam preferir financiar seus recursos por meio do mercado de capitais, mesmo quando precisariam utilizar os credores para fazer ajustes na estrutura de capital.

Além disso, como outras pesquisas evidenciaram o efeito do conservadorismo nos contratos com investidores (GARCÍA LARA; GARCÍA OSMA; PENALVA, 2011; KIM et al., 2013), buscou-se verificar também a relação entre conservadorismo e custo do capital próprio. Foi utilizado o CAPM para executar essa análise assim como em Gonçalves et al. (2013). Os resultados foram consistentes com o que foi encontrado no modelo de velocidade de ajuste, ou seja, não foi possível evidenciar que empresas conservadoras tem seu custo de capital próprio reduzido.

A primeira limitação a ser observada acerca desses resultados diz respeito à generalização em relação aos mercados de outros países. Foi escolhida a amostra brasileira no intuito de estudar um problema de pesquisa pouco estudado nesse ambiente. Dessa forma, da mesma maneira que os resultados das pesquisas já realizadas em outros países podem não se aplicar integralmente no caso brasileiro, o oposto também é verdadeiro. Ou seja, os resultados deste trabalho não se aplicam a qualquer ambiente institucional.

Outra limitação importante foi a proxy utilizada para medir o conservadorismo condicional. Algumas críticas podem ser encontradas com relação ao modelo de Basu (1997) em trabalhos como Dietrich, Muller e Riedl (2007) e Givoly, Hayn e Natarajan (2007). Apesar disso, o modelo de Basu (1997) ainda é um dos modelos mais utilizados pelos pesquisadores tendo em vista que o tipo de conservadorismo medido por Basu tem sido fundamental para explicar as variações na forma de mensuração do resultado contábil (RUCH; TAYLOR, 2015).

Além das pesquisas futuras que podem ser feitas explorando as limitações apresentadas no parágrafo anterior, sugere-se que trabalhos futuros possam ir além no que diz respeito à relação entre o conservadorismo e o custo do capital. Explorando, por exemplo, o momento da oferta pública de ações, ou seja, o momento da captação do recurso com investidores. Além disso, espera-se que estudos futuros possam investigar outros efeitos do conservadorismo no ambiente econômico brasileiro como, por exemplo, seu papel em decisões de investimento.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S. et al. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867–890, 2002.
- ALTI, A. How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure? **The Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1681–1710, 2006.
- ANG, J. S.; PETERSON, D. R. Optimal debt versus debt capacity: A disequilibrium model of corporate debt behavior. **Research in finance**, v. 6, p. 51–72, 1986.
- AROSA, C. M. V.; RICHIE, N.; SCHUHMANN, P. W. The impact of culture on market timing in capital structure choices. **Research in International Business and Finance**, v. 31, p. 178–192, 2014.
- AUERBACH, A. J. Real determinants of corporate leverage. **Corporate capital structures in the United States**, n. University of Chicago Press, p. 301–324, 1985.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1–32, 2002.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 1–51, 2000.
- BALL, R.; ROBIN, A.; SADKA, G. Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. **Review of accounting studies**, v. 13, n. 2–3, p. 168–205, 2008.
- BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 2, p. 207–242, 2006.
- BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, Properties of Accounting Earnings. v. 24, n. 1, p. 3–37, 1997.
- BEATTY, A.; WEBER, J.; YU, J. J. Conservatism and Debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2–3, p. 154–174, 2008.
- BEAVER, W. H.; RYAN, S. G. Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. **Review of Accounting Studies**, v. 10, n. 2, p. 269–309, 2005.
- BLISS, J. H. **Management through accounts**. [s.l.] Ronald Press Company, 1924.
- BOOTH, L. et al. Capital Structures in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87–130, 2001.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857–878, 1984.

- BRENNAN, M. J.; SCHWARTZ, E. S. Optimal Financial Policy and Firm Valuation. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 593–607, 1984.
- BRITO, G. A. S.; MARTINS, E. Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 27–48, 2013.
- BROWN, W. D.; HE, H.; TEITEL, K. Conditional Conservatism and the Value Relevance of Accounting Earnings: An International Study. **European Accounting Review**, v. 15, n. 4, p. 605–626, 2006.
- CADSBY, C. B.; FRANK, M.; MAKSIMOVIC, V. Pooling, Separating, and Semiseparating Equilibria in Financial Markets: Some Experimental Evidence. **The Review of Financial Studies**, v. 3, n. 3, p. 315–342, 1990.
- CANTON, C. et al. EFEITO DO CONSERVADORISMO CONTÁBIL NA VELOCIDADE DO AJUSTE DO CAIXA. **Revista Gestão Organizacional**, v. 12, n. 3, 2019.
- CHANG, Y.-K.; CHOU, R. K.; HUANG, T.-H. Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 48, p. 374–385, 2014.
- CHEN, Q.; HEMMER, T.; ZHANG, Y. On the Relation between Conservatism in Accounting Standards and Incentives for Earnings Management. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 3, p. 541–565, 2007.
- COELHO, A. C. D.; DE SALES CIA, J. N.; LIMA, I. S. Conservadorismo condicional na divulgação de lucros em companhias abertas brasileiras: diferenças entre emissoras e não emissoras de ADR'S e sistemas contábeis. **Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)**, v. 11, n. 1, 2010.
- COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2–19, 2010.
- COLLINS, D. W.; HRIBAR, P.; TIAN, X. (SHAOLEE). Cash flow asymmetry: Causes and implications for conditional conservatism research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 58, n. 2–3, p. 173–200, 2014.
- COOPER, I. A.; LAMBERTIDES, N. Large dividend increases and leverage. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 17–33, 2018.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. 2011.
- DA COSTA, R. A. et al. O impacto da regulação no conservadorismo das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 12, n. 3, 2010.
- DE ALENCAR, R. C. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 1–12, 2005.

- DE ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; DA COSTA, F. M. 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, p. 118–131, 2008.
- DE MELO, I. I. S. L.; CAVALCANTE, P. R. N.; PAULO, E. Relação entre qualidade da auditoria e conservadorismo contábil nas empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 7, n. 3, 2013.
- DE SOUSA, E. F.; DE SOUSA, A. F.; DEMONIER, G. B. Adoção das IFRS no Brasil: Efeitos no conservadorismo contábil. **Revista de Educação E Pesquisa Em Contabilidade**, v. 10, n. 2, p. 136–147, 2016.
- DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3–29, 1980.
- DEFOND, M. L.; LIM, C. Y.; ZANG, Y. Client Conservatism and Auditor-Client Contracting. **The Accounting Review**, v. 91, n. 1, p. 69–98, 2015.
- DEGENHART, L.; BECKHAUSER, S. P. R.; KLANN, R. C. Remuneração de Executivos e Conservadorismo Condicional de Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 2, p. 160–177, 2018.
- DEMONIER, G. B.; DE ALMEIDA, J. E. F.; BORTOLON, P. M. O impacto das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN**, v. 17, n. 57, p. 1264–1278, 2015.
- DIETRICH, J. R.; MULLER, K. A.; RIEDL, E. J. Asymmetric timeliness tests of accounting conservatism. **Review of Accounting Studies**, v. 12, n. 1, p. 95–124, 2007.
- DOS SANTOS, L. P. G. et al. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 22, n. 56, p. 174–188, 2011a.
- DOS SANTOS, L. P. G. et al. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 22, n. 56, p. 174–188, 2011b.
- DRISCOLL, J. C.; KRAAY, A. C. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. **Review of Economics and Statistics**, v. 80, n. 4, p. 549–560, nov. 1998.
- DUARTE, J. M. S. et al. Efeitos do conservadorismo condicional decorrente da crise econômica sobre o investimento das companhias abertas brasileiras. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, p. 2774, 2019.
- ELSAS, R.; FLORYSIK, D. Heterogeneity in the Speed of Adjustment toward Target Leverage*. **International Review of Finance**, v. 11, n. 2, p. 181–211, 2011.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1–33, 2002.

FASB. **Statement of Financial Accounting Concepts No. 8**, Conceptual Framework for Financial Reporting. . 2010.

FAULKENDER, M. et al. Cash flows and leverage adjustments. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 3, p. 632–646, 2012.

FISCHER, E. O.; HEINKEL, R.; ZECHNER, J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. **The Journal of Finance**, v. 44, n. 1, p. 19–40, 1989.

FLANNERY, M. J.; RANGAN, K. P. Partial adjustment toward target capital structures. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n. 3, p. 469–506, 2006.

FRANCIS, J. R.; WANG, D. The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 1, p. 157–91, 2008.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*. **Handbook of Empirical Corporate Finance**, Handbooks in Finance. v. 2, p. 135–202, 2008.

GAO, P. A measurement approach to conservatism and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, n. 2–3, p. 251–268, 2013.

GARCÍA LARA, J. M.; GARCÍA OSMA, B.; PENALVA, F. Conditional conservatism and cost of capital. **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 2, p. 247–271, 2011.

GARCÍA LARA, J. M.; TORRES, J. A. R.; VEIRA, P. J. V. Conservatism of earnings reported under International Accounting Standards: A comparative study. **Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 37, n. 138, p. 197–210, 2008.

GIVOLY, D.; HAYN, C. K.; NATARAJAN, A. Measuring Reporting Conservatism. **The Accounting Review**, v. 82, n. 1, p. 65–106, 2007.

GLORIA, H. S.; DA COSTA, F. M. A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA. **ConTexto**, v. 18, n. 38, 2018.

GOH, B. W. et al. Conditional Conservatism and Debt versus Equity Financing. **Contemporary Accounting Research**, v. 34, n. 1, p. 216–251, mar. 2017.

GONÇALVES, R. DE S. et al. Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 113–124, 2013.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, Complementary Research Methodologies: The InterPlay of Theoretical, Empirical and Field-Based Research in Finance. v. 60, n. 2, p. 187–243, 2001.

GRAHAM, J. R.; LEARY, M. T. A review of empirical capital structure research and directions for the future. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, v. 3, n. 1, p. 309–345, 2011.

GUAY, W. R.; VERRECCHIA, R. E. Conservative Disclosure. **SSRN Electronic Journal**, 2007.

HUANG, R.; RITTER, J. R. Testing the market timing theory of capital structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 1, p. 221–246, 2005.

IATRIDIS, G. E. Audit quality in common-law and code-law emerging markets: Evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 2, p. 101–117, 2012.

JALILVAND, A.; HARRIS, R. S. Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 1, p. 127–145, 1984.

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

JUNG, K.; KIM, Y.-C.; STULZ, RENÉ. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. **Journal of Financial Economics**, v. 42, n. 2, p. 159–185, 1996.

KANE, A.; MARCUS, A. J.; MCDONALD, R. L. How Big is the Tax Advantage to Debt? **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 841–853, 1984.

KHAN, M.; WATTS, R. L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. **Journal of Accounting and Economics**, v. 48, n. 2–3, p. 132–150, 2009.

KHURANA, I. K.; RAMAN, K. K. Are big four audits in ASEAN countries of higher quality than non-big four audits? **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 11, n. 2, p. 139–165, 2004.

KIM, Y. et al. The Role of Accounting Conservatism in the Equity Market: Evidence from Seasoned Equity Offerings. **The Accounting Review**, v. 88, n. 4, p. 1327–1356, 2013.

KISGEN, D. J. Do firms target credit ratings or leverage levels? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 44, n. 6, p. 1323–1344, 2009.

KOTHARI, S. P.; RAMANNA, K.; SKINNER, D. J. Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2–3, p. 246–286, 2010.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911–922, 1973.

KRAVET, T. D. Accounting conservatism and managerial risk-taking: Corporate acquisitions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 57, n. 2–3, p. 218–240, 2014.

LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. Do Firms Rebalance Their Capital Structures? **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2575–2619, 2005.

- LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575–1608, 2008.
- LI, X. Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis: ACCOUNTING CONSERVATISM AND THE COST OF CAPITAL. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 42, n. 5–6, p. 555–582, 2015.
- LIU, L. X. Historical market-to-book in a partial adjustment model of leverage. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 5, p. 602–612, 2009.
- MACKIE-MASON, J. K. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? **The Journal of Finance**, v. 45, n. 5, p. 1471–1493, 1990.
- MAHAJAN, A.; TARTAROGLU, S. Equity market timing and capital structure: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 5, p. 754–766, 2008.
- MARQUES, L.; GONÇALVES, M.; KLANN, R. C. Conservadorismo Contábil: Uma Comparação Entre Setores. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 9, n. 3, 2017.
- MARSH, P. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 1, p. 121–144, 1982.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.
- MOREIRA, R. DE L.; COLAUTO, R. D.; AMARAL, H. F. Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 54, p. 64–84, 2010.
- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574–592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.
- NICKELL, S. Biases in Dynamic Models with Fixed Effects. **Econometrica**, v. 49, n. 6, p. 1417, nov. 1981.
- NIKOLAEV, V. V. Debt Covenants and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 1, p. 137–176, 2010.
- ÖZTEKIN, Ö.; FLANNERY, M. J. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 1, p. 88–112, 2012.
- PARSONS, C.; TITMAN, S. Empirical Capital Structure: A Review. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 3, n. 1, p. 1–93, 2009.

- PAULO, E.; ANTUNES, M. T. P.; FORMIGONI, H. Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 3, p. 46–60, 2008.
- PAULO, E.; CAVALCANTE, P. R. N.; DE MELO, I. I. S. L. Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 9, n. 1, p. 1–26, 2012.
- PENALVA, F.; WAGENHOFER, A. Conservatism in debt contracting: theory and empirical evidence. **Accounting and Business Research**, v. 49, n. 6, p. 619–647, 2019.
- QIANG, X. 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, p. 759–796, 2007.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995.
- RAMALINGEGOWDA, S.; YU, Y. The Role of Accounting Conservatism in Capital Structure Adjustments. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 2018.
- RANGAN, S. Earnings around seasoned equity offerings: Are they overstated? **Available at SSRN 7319**, 1995.
- RITTER, J. R. The Long-Run Performance of initial Public Offerings. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 3–27, 1991.
- RIVA, E. D.; SALOTTI, B. M. Adoção do Padrão Contábil Internacional nas Pequenas e Médias Empresas e seus Efeitos na Concessão de Crédito. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 304–316, 2015.
- RODRIGUES, L. F. **Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012**. Dissertação—Brasília: UNB; UFPB; UFRN, 2013.
- ROODMAN, D. How to do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata. **The Stata Journal: Promoting communications on statistics and Stata**, v. 9, n. 1, p. 86–136, mar. 2009.
- RUCH, G. W.; TAYLOR, G. Accounting conservatism: A review of the literature. **Journal of Accounting Literature**, v. 34, p. 17–38, 2015.
- SAMPAIO, T. C. Q.; COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P. Adoção de conservadorismo nos lucros em períodos de crise financeira: evidências no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 34, n. 1, p. 71–86, 2015.
- SARLO NETO, A.; RODRIGUES, A.; ALMEIDA, J. E. F. DE. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 54, p. 6–22, 2010.

- SCALZER, R. S.; BEIRUTH, A. X.; REINA, D. EMPRESAS ESTATAIS E CONSERVADORISMO CONTÁBIL: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS DA BM&F BOVESPA. **REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 23, n. 2, p. 333–350, 2017.
- SHIVAKUMAR, L. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 3, p. 339–371, 2000.
- SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 51, n. 2, p. 219–244, 1999.
- SILVA, A. DA et al. Conservadorismo contábil em empresas complexas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 42–57, 2019.
- SILVA, R. L. M. DA. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade—São Paulo: Universidade de São Paulo, 2013.
- SPIES, R. R. The Dynamics of Corporate Capital Budgeting. **The Journal of Finance**, v. 29, n. 3, p. 829–845, 1974.
- SUIJS, J. On the Value Relevance of Asymmetric Financial Reporting Policies. **Journal of Accounting Research**, 2008.
- TAGGART, R. A. A Model of Corporate Financing Decisions. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 5, p. 1467–1484, 1977.
- TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 63–99, 1998.
- TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. [s.l.] Princeton University Press, 2010.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.
- WALD, J. K. HOW FIRM CHARACTERISTICS AFFECT CAPITAL STRUCTURE: AN INTERNATIONAL COMPARISON. **Journal of Financial Research**, v. 22, n. 2, p. 161–187, 1999.
- WATTS, R. L. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 207–221, 2003.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory. 1986.
- WELCH, I. Capital Structure and Stock Returns. **Journal of Political Economy**, v. 112, n. 1, p. 106–132, 2004.
- ZHANG, J. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 1, p. 27–54, 2008.

ZHONG, Y.; LI, W. Accounting Conservatism: A Literature Review: Accounting Conservatism: A Literature Review. **Australian Accounting Review**, v. 27, n. 2, p. 195–213, 2017.

ZHOU, Q. et al. Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment. **Journal of Corporate Finance**, v. 39, p. 99–120, 2016.

APÊNDICES

Apêndice 1 – Estimação do conservadorismo conforme Khan e Watts (2009)

Variável	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Média
Intercepto	-1.647	-1.346	1.819	-2.914	0.104	-0.990	-0.631	3.220	-6.825	-1.100	-1.031
D	2.273	5.827	-3.904	3.156	-0.807	3.213	0.360	-2.149	22.366	1.358	3.169
R	0.046	0.019	-0.045	0.075	0.004	0.058	-0.032	-0.197	0.080	0.026	0.003
D × R	-0.008	0.336	0.063	-0.022	0.031	0.037	0.109	0.390	0.472	-0.011	0.140
R × TAM	-0.002	-0.001	0.003	-0.004	0.000	-0.002	0.001	0.009	-0.004	-0.001	0.000
R × ALV	-0.001	0.000	-0.021	0.020	0.004	-0.006	0.003	-0.009	0.000	0.007	0.000
R × MTB	-0.002	-0.002	-0.001	0.002	0.000	-0.005	0.007	-0.002	0.007	0.002	0.001
D × R × TAM	0.000	-0.009	-0.003	0.002	0.000	-0.002	-0.004	-0.019	-0.017	0.001	-0.005
D × R × ALV	-0.007	0.110	0.023	-0.022	-0.004	-0.002	-0.008	0.009	-0.014	-0.001	0.008
D × R × MTB	-0.003	-0.217	0.001	-0.013	-0.006	0.002	-0.007	0.015	-0.082	-0.012	-0.032
TAM	0.084	0.074	-0.090	0.158	0.007	0.041	0.074	-0.131	0.314	0.071	0.060
ALV	-0.100	-0.456	0.666	-0.794	-0.330	0.226	-0.493	-0.097	-0.198	-0.491	-0.207
MTB	0.004	0.052	0.012	-0.104	-0.044	0.063	-0.423	-0.058	-0.165	-0.127	-0.079
D × TAM	-0.089	-0.192	0.174	-0.158	0.035	-0.105	-0.031	0.075	-0.986	-0.105	-0.138
D × ALV	-0.585	2.580	-0.590	0.573	0.358	-0.848	0.077	0.033	-0.503	0.288	0.138
D × MTB	-0.136	-3.432	0.122	0.050	0.031	-0.270	0.205	0.238	0.452	0.625	-0.211

Nota: D: Dummy igual a 1 se o retorno é negativo e 0 nos demais casos; R - Retorno das ações; TAM: Tamanho; MTB: Market-to-book; ALV: Alavancagem de mercado. A variável dependente corresponde ao lucro por ação dividido pelo preço da ação no início do ano.

Fonte: Dados da pesquisa

Apêndice 2 – Estimação da meta de alavancagem

$ALV_{i,t}$	GMM (Efeito Fixo)	
	Coefficiente	Erro-padrão
$ALV_{i,t-1}$	1.043***	-0.0896
$ROA_{i,t-1}$	0.0178	-0.0524
$MTB_{i,t-1}$	-0.00103	-0.00469
$TAM_{i,t-1}$	-0.00188	-0.0024
$DEP_{i,t-1}$	-0.199*	-0.113
$IMAT_{i,t-1}$	0.00812	-0.0122
$IMP_{i,t-1}$	0.0214	-0.0122
Teste A2 (P-valor)		0.465
Hansen teste		0.073
Observações		1310

Nota: * Indica significância ao nível de 10%. ** Indica significância ao nível de 5%. *** Indica significância ao nível de 1%. ALV: Alavancagem; ROA: Lucratividade; MTB: Market-to-book; TAM: Tamanho; DEP: Despesa de depreciação (escudo fiscal); IMAT: Tangibilidade; IMP: Tributação.

Fonte: Dados da pesquisa