

Recebido em
20 de janeiro de 2015.
Aprovado em
25 de novembro de 2015.

**1. Gladyson
Brommonschenkel
Demonier**

Mestre em Ciências Contábeis
UFES
(Brasil)
[gladyson.demunier@ifes.edu.br]

**2. José Elias Feres de
Almeida**

Doutor em Controladoria e
Contabilidade
FEA-USP
(Brasil)
[jose.e.almeida@ufes.br]

3. Patricia Maria Bortolon

Doutora em Administração
COPPEAD-UFRJ
(Brasil)
[patricia.bortolon@ufes.br]



**Revista Brasileira de Gestão
e Negócios**

DOI:10.7819/rbgn.v17i57.2326

O impacto das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil

Gladyson Brommonschenkel Demonier
*Coordenadoria de Logística, Instituto Federal
do Espírito Santo, ES, Brasil*

**José Elias Feres de Almeida e
Patricia Maria Bortolon**
*Departamento de Ciências Contábeis, Universidade
Federal do Espírito Santo, ES, Brasil*

Editor responsável: Ivam Ricardo Peleias, Dr.
Processo de avaliação: Double Blind Review

RESUMO

Objetivo – Este estudo investiga os efeitos das restrições financeiras na prática do conservadorismo em empresas brasileiras.

Método – Uma amostra totalizando 1.086 observações de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa foi desenvolvida no período de 2000 a 2012. Na amostra, 106 observações foram classificadas em condição de restrições financeiras de acordo com os critérios relacionados a redução de distribuição de dividendos, alto volume de saldo de caixa e equivalentes de caixa e investimentos (redução de ativos imobilizados). Para investigar a relação entre restrições financeiras e o conservadorismo contábil foram utilizados os modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005).

Fundamentação teórica – Para Whited (1992) e Kaplan e Zingales (1997) restrições financeiras ocorrem quando as empresas encontram dificuldades em obter recursos financeiros de fontes externas e o custo de captação de recursos aumenta. Kothari, Shu e Wysocki (2009) afirmam que o conservadorismo contábil contribui no monitoramento e na governança das empresas contribuindo para a redução do custo dos recursos tomados com terceiros.

Resultados – Os resultados mostram que empresas com restrições financeiras adotam menos a prática do conservadorismo condicional em seus números contábeis. Em outras palavras, essas empresas evitam divulgar perdas na tentativa de acessar mais recursos externos, todavia aumentando a assimetria de informações.

Contribuições – As evidências podem ser usadas por credores e reguladores para dar suporte a novas políticas de financiamento e monitoramento do risco das firmas por meio das demonstrações financeiras. Os resultados mostram que o conservadorismo condicional é afetado em empresas que estão em condição de restrições financeiras.

Palavras-chave – Restrições financeiras; Conservadorismo condicional; Assimetria de informações; Finanças.

1 INTRODUÇÃO E MOTIVAÇÃO

A linha de pesquisa sobre restrições financeiras teve grande destaque a partir do final da década de 1980, com o trabalho desenvolvido por Fazzari, Hubbard & Peterson (1988), no qual procuraram investigar a sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa em empresas com restrições financeiras. Esses autores evidenciaram que as empresas com maior grau de restrição financeira obtiveram maior sensibilidade de investimento ao fluxo de caixa, ou seja, o montante aplicado em investimentos cresce conforme aumenta o volume de fluxo de caixa da empresa.

A partir desse estudo, Kaplan e Zingales (1997), buscando testar os resultados evidenciados por Fazzari et al. (1988), utilizaram a mesma amostra, porém reclassificando a situação financeira das empresas por meio de medidas qualitativas e quantitativas retiradas dos relatórios contábeis. Utilizando variáveis como a razão da dívida pelo capital total, a cobertura de juros, as distribuições de dividendos e a folga financeira dada pelo nível de caixa mais a linha de crédito não utilizada, os autores dividiram cinco grupos de empresas conforme seu nível de restrição financeira. Os resultados evidenciaram que as empresas com mais restrições financeiras exibiram menor sensibilidade de investimento ao fluxo de caixa, contrariando os resultados da pesquisa de Fazzari et al. (1988).

A literatura de finanças sobre o tema cresceu e estudos foram desenvolvidos relacionando restrições financeiras com a sensibilidade do grau de investimento ao fluxo de caixa em suas pesquisas (Almeida, Campello & Weisbach, 2004; Chen, Huang & Chen, 2009; Cleary, 1999; Pellicani & Kalatzis, 2009). Apesar desses estudos, entretanto, os reflexos das restrições financeiras nos números contábeis ainda é tema escasso na literatura que busca interações entre contabilidade e finanças, e é nessa lacuna que a presente pesquisa se insere, investigando a relação entre restrições financeiras e o conservadorismo contábil condicional.

Assim, para entender essa relação, faz-se necessário, inicialmente, partir da teoria contratual da firma, a qual estabelece que qualquer empresa é

composta por um conjunto de contratos firmados entre as partes interessadas, como administradores, acionistas, fornecedores e credores. Nesses contratos, todavia, normalmente é verificável a existência de problemas que envolvem a assimetria de informações, em que os agentes internos possuem vantagem informacional perante os agentes externos (Sunder, 1997). Sendo assim, para amenizar possíveis problemas provenientes dessa assimetria de informações, os credores veem na prática do conservadorismo uma forma de proteção, visto que para esses usuários, com o reconhecimento oportuno das más notícias, as empresas estariam realizando uma gestão com menor grau de assimetria informacional (Watts, 2003).

Watts (2003) argumenta que a prática do conservadorismo leva a empresa a reconhecer antecipadamente possíveis perdas (reconhecimento assimétrico entre más e boas notícias, ou conservadorismo condicional), assumindo um papel importante no combate a possíveis atitudes oportunistas por parte dos gestores, o que, se não for aplicado adequadamente, prejudicaria a análise dos credores sobre a real situação da empresa, como um atraso na baixa de investimento fracassado.

Diante disso, sugere-se que o reconhecimento oportuno das más notícias (conservadorismo condicional) aumenta a percepção dos credores sobre a realidade dos negócios via demonstrações financeiras. Essa informação divulgada para o mercado reduz o custo de monitoramento das partes interessadas (*stakeholders*), o que reduz os custos contratuais pelo aumento da transparência. Nesse caso, o reconhecimento oportuno das perdas pode possibilitar ao credor exercer seus direitos contratuais, seja para exigir seus direitos ou para monitorar mais eficientemente os gestores. Por consequência dessa maior transparência, os credores poderiam proporcionar mais recursos a essas empresas quando as perdas reconhecidas antecipadamente não interferirem nos *covenantants*, reduzindo a restrição financeira.

Opondo-se a essa afirmativa, Gigler, Kanodia, Sapiro e Venugopalan (2009) apresentam, entretanto, uma análise alternativa e demonstram analiticamente que a decisão de encerrar ou continuar um projeto de investimento é diferente

nas perspectivas dos credores e dos acionistas, o que poderia afetar o reconhecimento oportuno das perdas. Assim, considerando as divergências na literatura, observa-se que ainda existem incertezas sobre tal relação, fato esse que motiva a investigação dos efeitos das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil realizado neste estudo.

Além disso, o comportamento dos administradores considerando a hipótese de endividamento desenvolvida pela teoria positiva de contabilidade (Watts & Zimmerman, 1990), a qual prevê que as empresas mais endividadas estão mais sujeitas a usar práticas que aumentem o lucro, acredita-se que esta pesquisa, ao investigar o comportamento do agente em um cenário de restrição financeira, contribuirá com a ampliação da literatura sobre o tema, auxiliando também o entendimento de credores, investidores e reguladores sobre as tendências que as empresas com restrições financeiras adotam na escolha de suas políticas contábeis.

Assim, o presente trabalho formula a seguinte questão: Que efeito as restrições financeiras exercem sobre o conservadorismo contábil? Estabelece-se, assim, como objetivo principal investigar os efeitos da situação de restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

A literatura aponta a dificuldade na identificação de empresas em situação de restrição financeira (Fazzari, Hubbard & Peterson, 1988; Kaplan & Zingales, 1997). Assim, uma das principais contribuições desta pesquisa é o desenvolvimento de uma maneira alternativa para classificar empresas em condições de restrições financeiras a partir das *proxies* tradicionalmente aplicadas na literatura, como o saldo de disponibilidade, o grau de imobilização e a distribuição de dividendos, que é a combinação dessas condições para classificação de restrição financeira. Sendo assim, a empresa para ser classificada com restrição financeira deverá, simultaneamente, apresentar variação positiva do saldo de disponibilidade e variações negativas para a distribuição de dividendos e para investimentos em ativo imobilizado.

Para investigar a relação entre restrições financeiras e o conservadorismo condicional fo-

ram adaptados os modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) em uma amostra composta por 1.086 observações de companhias abertas listadas na BM&FBovespa no período de 2000 a 2012.

As evidências desta pesquisa confirmam a hipótese de que as empresas com restrições financeiras adotam práticas menos conservadoras em seus números contábeis. Em outras palavras, as empresas com restrições ao crédito, para não perder sua capacidade de endividamento, evitam reconhecer perdas para reduzir a volatilidade dos lucros e apresentam resultados maiores, mas artificiais o que pode a longo prazo prejudicar credores, investidores e acionistas. Esse resultado pode contribuir para que reguladores monitorem mais adequadamente as escolhas contábeis das empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

2.1 Conceito de restrições financeiras e sua identificação

Segundo Whited (1992), a restrição financeira está presente quando a empresa possui dificuldade em obter recursos financeiros de fontes externas. Kaplan e Zingales (1997) questionam um argumento comum na literatura de que uma empresa está com problemas de restrições financeiras quando existe maior dificuldade e custo para captação de recursos externamente, forçando as empresas a financiarem seus investimentos internamente. Esse argumento, para o autor, não é completo e a literatura é divergente nesse ponto.

Sendo assim, diante do exposto, nesta pesquisa a identificação de empresas em condição de restrições financeiras considera uma combinação de indicadores justificados a partir da revisão de literatura aqui apresentada.

Ao estudar sobre o tema restrições financeiras, uma das principais dificuldades encontradas é quanto à escolha dos critérios de classificação das empresas em restrita ou não restrita financeiramente. Desse modo, faz-se necessário apresentar

algumas metodologias adotadas com o propósito de identificar essa condição das empresas.

Partindo da metodologia do trabalho desenvolvido por Farrazi et al. (1988), os autores investigaram a relação de investimento-fluxo de caixa e restrição financeira, analisando a política de pagamento de dividendos para identificar as empresas com restrição financeira. Os autores têm o entendimento que empresas que pagam menos dividendos possuem maior grau de restrição financeira, fundamentando-se em dois pressupostos: i) com a intenção de se resguardar de possíveis imprevistos, os administradores preferem se financiar com retenção de lucros, uma vez que a captação de recursos externamente enfrenta problemas de assimetria informacional (Myers & Majluf, 1984); ii) as empresas que apresentavam dificuldades financeiras e maiores restrições financeiras não teriam fluxo de caixa suficiente para pagar dividendos.

Gilchrist e Himmelberg (1998) identificaram o grau de restrição financeira das empresas conforme o acesso ao mercado de crédito e sua classificação de risco. Os resultados da pesquisa mostraram que os investimentos respondem de forma significativa aos fatores financeiros, tais como o Q de Tobin, o fluxo de caixa e o endividamento. Além disso, os autores afirmam que as pequenas empresas e as empresas sem classificação de risco dos títulos de crédito obtiveram resposta com mais sensibilidade ao fluxo de caixa, ao passo que as empresas possuidoras de títulos com classificação de risco mostram pouca ou nenhuma resposta.

Já Kaplan e Zingales (1997) utilizaram medidas qualitativas e quantitativas retiradas dos relatórios contábeis alternativamente ao estudo de Fazzari et al. (1988). Os autores, utilizando dados como a razão da dívida pelo capital total, a cobertura de juros, as distribuições de dividendos e a folga financeira dada pelo nível de caixa mais a linha de crédito não utilizada, dividiram cinco grupos de empresas conforme seu nível de restrição financeira. Esses critérios também serviram de base para outras pesquisas como as desenvolvidas por Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001), Pellicani e Kalatzis (2009) e Chen et al. (2009).

Almeida, Campello e Weisbach (2004) afirmam que a restrição financeira pode ser

identificada por meio do volume de caixa armazenado pela empresa, em que a empresa com restrições financeiras tende a reter maiores valores em caixa, no intuito de se resguardar de possíveis imprevistos. De modo complementar, Cleary (1999) destaca que empresas menos sólidas financeiramente tendem a evitar a aplicação de seus recursos próprios em investimentos com o propósito de manter uma folga financeira para diminuir os riscos de, no futuro, caso haja a necessidade de recursos, serem obrigadas a tomar capital de terceiros com altos custos.

Ampliando a literatura mais recente, Costa, Paz e Funchal (2008), utilizando o mesmo modelo de Almeida et al. (2004) para identificar os efeitos das restrições financeiras sobre as políticas de reservas de caixa, utilizaram o acesso aos mercados financeiros internacionais através de American Depositary Receipts (ADRs) para identificar as empresas com restrições financeiras. Os autores apontam que as empresas que emitem ADRs cumpriram com inúmeras exigências para tal emissão e, sendo assim, teriam mais facilidade de acesso ao sistema financeiro americano, reduzindo restrições financeiras.

Analisando esses estudos, observa-se que a política de pagamento de dividendos e o volume da caixa são critérios presentes em quase todos os trabalhos, mesmo sendo métricas já criticadas (Kaplan & Zingales, 1997). Assim, na mesma linha, esta pesquisa utilizou esses dois critérios, com o critério de volume de investimento realizado em imobilizados, para identificar as empresas financeiramente restritas.

2.2 O conservadorismo contábil

Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) conceituam o conservadorismo condicional como sendo o reconhecimento das más notícias mais rapidamente comparado ao reconhecimento das boas notícias. Iudicibus (2010) relata que o conservadorismo se faz presente em uma situação em que o gestor, tendo a opção de escolher entre duas ou mais alternativas de reconhecer determinado fato, dará preferência à opção que culminar em um menor valor para o ativo ou um maior valor para o passivo.

Dechow, Ge e Schrand (2010) destacam que o conservadorismo é um atributo da qualidade da informação contábil, e Holthausen e Watts (2001) e Watts (2003) evidenciam em suas pesquisas uma relação positiva do conservadorismo com a qualidade da informação contábil. Os autores afirmam que o conservadorismo restringe possíveis comportamentos oportunistas dos administradores em benefício próprio e, sendo assim, tal estratégia representa um eficiente instrumento de estabelecimento de contratos.

A respeito desses contratos, é fundamental ressaltar a teoria contratual da firma e a contribuição do conservadorismo para amenizar possíveis problemas presentes nesses contratos. Sobre essa teoria, Sunder (1997) contribui expondo que a empresa é composta por um conjunto de contratos formais e informais entre partes interessadas, como administradores, acionistas, clientes, credores e fornecedores, entre outros.

Corroborando, Watts e Zimmerman (1990) ressaltam que a firma é composta por contratos entre indivíduos, porém nem sempre há uma harmonia entre os objetivos das partes envolvidas nessa relação contratual. Já Lopes (2004) evidencia que a harmonia desses contratos firmados normalmente sofre abalos em razão da existência de problemas relacionados à assimetria informacional, em que o agente (aquele que administra) possui mais informações do que o principal (aquele que investe), podendo se beneficiar de informações privilegiadas para aumentar seu bem-estar em detrimento do principal.

Nesse cenário, Sunder (1997) afirma que a contabilidade tem papel informacional fundamental na redução de problemas relacionados a assimetria informacional. Watts (2003) argumenta que as partes interessadas na empresa primam pelo conservadorismo contábil, uma vez que o conservadorismo minimiza os ganhos oportunistas da gestão, reduzindo a assimetria de informação e os conflitos de interesses entre a empresa e os investidores, facilitando a renegociação de dívidas e evitando que a empresa recorra ao pedido de falência para resolver problemas financeiros

Assim, diante do exposto acima, pode-se observar a importância do atributo do conservadorismo contábil na gestão de uma organização;

sendo assim, na próxima seção será apresentada a relação entre o conservadorismo e restrições financeiras, com a formulação da hipótese desta pesquisa.

2.3 Conservadorismo, restrições financeiras e formulação da hipótese

Como visto na seção anterior, o conservadorismo condicional tem papel fundamental no alinhamento dos contratos, respeitando interesses firmados em uma organização. Na prática, em um contrato firmado entre a empresa e o credor, o conservadorismo condicional seria um atributo que representaria garantias mínimas na percepção de risco por esse credor (Paulo, 2007). Essa perspectiva é baseada no fato de que, ao reconhecer oportunamente perdas econômicas, os resultados são menos otimistas, de modo que os credores estariam em um ambiente de menor incerteza sobre a situação econômica e financeira da empresa.

Autores como Li (2015), Watts (2003) e Kothari, Shu e Wysocji (2009) sustentam a mesma perspectiva, afirmando que o conservadorismo condicional pode contribuir com a redução do custo dos recursos de terceiros tomados pela empresa, uma vez que tal atributo contribuiria no monitoramento e na governança das empresas.

Então, verifica-se que o conservadorismo contábil contribuiria na redução das restrições financeiras das empresas por meio da minimização dos problemas de assimetria informacional contidas nos contratos das empresas. Também é possível observar, porém, por meio da retenção de caixa, a relação do conservadorismo com restrição financeira.

Watts (2003) afirma que o conservadorismo tem o poder de reduzir ou adiar os desembolsos que visam pagar as remunerações baseadas em desempenho, dividendos e tributação. Biddle, Ma e Song (2012) utilizaram uma amostra de 4.621 empresas listadas nas bolsas de NYSE Amex e Nasdaq, no período de 1989 a 2007, para verificar se o risco de falência influencia no conservadorismo contábil. Os autores testaram duas hipóteses de pesquisa: a primeira afirmava que o conservadorismo incondicional está negativamente

associado ao risco de falência subsequente e a segunda hipótese retratava que o conservadorismo condicional está negativamente associado ao risco de falência subsequente. Os achados dos autores confirmaram as duas hipóteses da pesquisa.

As hipóteses estipuladas na pesquisa de Biddle et al. (2012) foram fundamentadas na pesquisa de Watts (2003). Desse modo, apesar de os gestores obterem maior influência sobre o conservadorismo condicional, eles resistem a ambos os tipos de conservadorismo, uma vez que tanto o condicional como o incondicional restringem suas flexibilidades para justificar os gastos e evidenciar maiores desempenhos favoráveis.

A fim de investigar a relação do conservadorismo com restrições financeiras, utilizando uma amostra formada por 43.598 empresas americanas por ano, no período de 1971 a 2007, Lee (2010) investigou a relação entre o conservadorismo contábil e a capacidade de uma empresa em acessar e reestruturar sua estrutura de capital a um baixo custo. Para formular suas hipóteses de pesquisa, o autor apresentou duas teorias sobre tal relação.

Na primeira, o autor sugere que o conservadorismo auxilia o monitoramento dos provedores de capital; sendo assim, esses devem estar mais dispostos a estender o financiamento a taxas menores, aumentando o acesso das empresas ao capital. Já na segunda teoria, o autor evidencia que o reconhecimento mais oportuno das perdas do que dos ganhos aumenta exageradamente o índice de alavancagem da empresa em comparação com o real índice, além de subestimar o patrimônio líquido da empresa quando comparado a seu valor real de mercado. Sendo assim, diante do aumento do índice de alavancagem e da redução do patrimônio líquido, o autor argumenta que a capacidade da empresa em levantar capital no futuro reduzirá, pois os credores temerão que a empresa não consiga cumprir seus contratos. Por fim, ao testar essas hipóteses, os achados do autor evidenciaram que, embora as empresas desfrutem de custos menores na captação de dívida por meio de práticas conservadoras, tais empresas enfrentariam dificuldades futuras para acessar capital.

Analisando e comparando os estudos apresentadas por Lee (2010) e Biddle et al. (2012)

e levando em consideração que as empresas em situação de falência geralmente enfrentam restrições financeiras, observa-se que os resultados encontrados por eles se contradizem: Lee (2010) evidenciou que o conservadorismo contábil dificultaria o acesso ao capital da empresa no futuro, ao passo que Biddle et al. (2012) destacaram que o risco de falência diminui para as empresas que adotam práticas conservadoras.

Nesse contexto, a hipótese de investigação deste estudo é a seguinte:

H_1 : Empresas com restrições financeiras não adotam o atributo do conservadorismo condicional em seus números contábeis.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa utiliza abordagem positiva da contabilidade, com Watts e Zimmerman (1990) afirmando que ela pode fornecer informações úteis aos responsáveis pela tomada de decisões sobre as políticas contábeis das empresas. Já o objetivo desta pesquisa consiste em investigar os efeitos das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil em empresas brasileiras. Para identificar a condição de restrições financeiras das empresas, serve-se de três critérios: saldo de disponibilidade, investimentos em imobilizados e distribuição de dividendos.

Para entender o critério de identificação de cada restrição financeira utilizado nesta pesquisa, parte-se da afirmação de que as empresas que possuem restrições financeiras tendem a acumular maiores saldos nas contas de disponibilidades, a fim de evitar utilizar fonte de recursos mais onerosos, caso ocorram imprevistos (Almeida et al., 2004). Nessa perspectiva, o critério de saldo de disponibilidade poderia ser uma forma de investigar o grau de restrição financeira da empresa.

Empresas que não apresentam restrições financeiras, contudo, também podem acumular saldo de disponibilidade. Para isso, basta que, após honrar todos os seus compromissos e realizar os investimentos traçados, o resultado financeiro seja

positivo. No entanto, pressupõe que a empresa que opta por aumentar seu saldo de disponibilidade por meio da retenção de recursos que seriam destinados a distribuir dividendos ou à realização de investimentos em imobilizados sofre maior restrição financeira comparada àquelas que aumentam seu saldo de disponibilidade por meio de outras opções, como a tomada de recursos de terceiros. Sendo assim, para utilizar a variação do saldo de disponibilidade como critério para identificar as empresas com restrições financeiras, foi analisado se a empresa que apresentou um aumento do seu saldo de disponibilidade o fez por meio de retenção de recursos que seriam

para distribuir dividendos ou para a realização de investimentos em imobilizados.

Portanto, para atender aos objetivos deste trabalho, utilizando uma maneira alternativa e complementar para medir restrições financeiras, para a empresa ser classificada em situação de restrição financeira ela deverá, simultaneamente, apresentar: (i) variação negativa de distribuição de dividendos considerando também os juros sobre o capital próprio; (ii) variação negativa em investimentos em ativo imobilizado; e (iii) variação positiva do saldo de disponibilidades. Na Tabela 1 são apresentadas a memória de cálculo e a fundamentação teórica para cada um desses critérios.

TABELA 1 – Critérios de identificação das empresas com restrições financeiras

Critério	Descrição	Fundamentação
Varição positiva do saldo de disponibilidade	$(\text{Caixa e equivalente de caixa} + \text{investimento de Curto Prazo})_{it} - (\text{Caixa e equivalente de caixa} + \text{investimento de Curto Prazo})_{it-1}$	Seguindo a linha de pensamento de Almeida et al. (2004), as empresas que apresentam um alto grau de restrições financeiras tendem a armazenar maiores valores em caixa no intuito de se resguardarem de possíveis imprevistos, uma vez que, caso haja a necessidade de caixa, tomar recursos de fontes externas seria mais oneroso.
Varição negativa ou nula de investimento em imobilizados	$(\text{Imobilizado} + \text{Depreciação})_{it} - (\text{Imobilizado} + \text{Depreciação})_{it-1}$	Conforme Cleary (1999), a empresa com restrição financeira evita fazer investimentos com recursos próprios, para, em caso de necessidade, não ser obrigada a arcar com altos custos de capital.
Varição negativa ou nula de distribuição de dividendos	$((\text{distribuição de dividendos} + \text{JSCP})_{it} / \text{LL}_{it}) - ((\text{distribuição de dividendos} + \text{JSCP})_{it-1} / \text{LL}_{it-1})$	Conforme critério utilizado por Fazzari et al. (1988), as empresas com restrições tendem a reter uma fatia maior do lucro, com o intuito de cobrirem possíveis imprevistos, uma vez que, para essas empresas, o custo do capital próprio é menor do que o custo do capital externo.

Nota. JSCP = Juros sobre capital próprio; LL_{it} = Lucro líquido.

Para capturar os efeitos de restrições financeiras na qualidade da informação contábil, foi construída uma variável *dummy* denominada DRE, a qual assumirá valor de 1 para as empresas classificadas com restrições financeiras, ou seja, para aquelas empresas que se enquadraram em todos os critérios evidenciados na Tabela 1, e valor 0 para as empresas classificadas sem restrições financeiras.

Além disso, foi selecionada uma amostra de controle, a fim de testar a eficiência dos critérios adotados para a classificação das empresas

em restrita ou não restrita financeiramente. Essa seleção se deu via *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na qual inicialmente foram selecionadas 25 empresas que pediram falência entre os anos de 1997 a 2011; em seguida, foram excluídas as empresas que apresentaram fluxo de caixa negativo, restando 12 empresas que compõem a amostra de controle.

A escolha dessas empresas torna-se apropriada pelo fato de o pedido de falência ser o último estágio da insolvência financeira, sendo que, antes de chegar a essa situação, pressupõe-se

que a empresa tenha passado por um período de restrições financeiras. Assim, o teste consiste em aplicar os critérios de identificação de restrições financeiras nessas empresas, dois anos antes do pedido de falência delas, pois se entende que, no ano da falência e no ano anterior a ela, a empresa já estaria muito próxima do estado de insolvência, o que não seria um momento interessante para avaliar a eficiência do critério de identificação de restrições financeiras. Os resultados desses testes são apresentados na seção 3.1.

Já na seleção da amostra, utilizando o banco de dados Economática³, foram selecionadas todas as empresas brasileiras ativas listadas na BM&FBovespa, no período de 2000 a 2012, com exceção das empresas pertencentes ao setor financeiro, em razão de suas particularidades e regulação específica. Dessas empresas, foram excluídas as observações com informações incompletas e as observações que apresentaram fluxo de caixa negativo, uma vez que, para que o uso do acúmulo de disponibilidade seja um critério válido para identificar as empresas com restrições financeiras, elas precisam ter fluxo de caixa positivo para conseguir poupar parte desse fluxo, dando evidências de que essas empresas estariam se resguardando com recursos próprios para possíveis imprevistos. Além disso, foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram prejuízo, pois os dividendos são distribuídos com base no lucro da empresa.

Como realizado nos trabalhos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005), ainda com o propósito de reduzir o efeito das observações extremas no resultado das regressões, foi excluído da amostra 1% dos extremos de cada variável. Por fim, a amostra fez um total de 1.086 observações, sendo 106 observações classificadas com restrições financeiras.

Em seguida, conforme apresentado na seção 3.2, foram utilizados os modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) em painel, adaptados com a inserção de uma *dummy* DRF

de restrições financeiras para captar seu efeito na prática do conservadorismo condicional e de três variáveis de controle: o *Tamanho* (TAM), dado pelo logaritmo natural do ativo total; o *Endividamento* (ENDIV), dado pela razão da dívida total pelo ativo total; e a *Oportunidade de Crescimento* (CRESC), calculada por meio da razão da variação da receita líquida em t e t-1 pela receita líquida em t-1.

3.1 Análise de sensibilidade e robustez

Para aumentar a eficiência do critério de identificação das empresas com restrições financeiras adotado nesta pesquisa, bem como a robustez dos resultados, selecionou-se uma amostra de 12 empresas falimentares registradas na CVM.

Os três critérios de restrições financeiras foram aplicados nessa amostra de controle; os resultados encontrados evidenciaram que, das 12 empresas em análise, apenas três não se enquadraram em todos os critérios de classificação das restrições financeiras - sendo assim, foram classificadas em uma situação de não restrição. Já as demais se enquadraram em todos os critérios de classificação de empresas com restrições financeiras.

Portanto, avaliando o modelo de classificação de restrições financeiras utilizado nesta pesquisa por meio dessa análise, verifica-se que os critérios representam um índice de 75% de acerto.

3.2 Modelos empíricos de conservadorismo

Para investigar o conservadorismo condicional das empresas com restrições financeiras, serão utilizados o modelo de Basu (1997) e o modelo de Ball e Shivakumar (2005), mas com a inclusão de uma variável *dummy* referente à condição de restrições financeiras aos dois modelos.

Assim, segue o modelo de Basu (1997) adaptado para esta pesquisa:

$$LPA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} * R_{i,t} + \beta_4 DRF_{i,t} + \beta_5 DRF_{i,t} * DR_{i,t} + \beta_6 DRF_{i,t} * R_{i,t} + \beta_7 DRF_{i,t} * DR_{i,t} * R_{i,t} + \sum_{n=1}^k \omega_n VC_{ni} + \sum_{n=1}^k \delta_n ano + \varepsilon_{i,t}$$

em que: LPA_{it} – Lucro líquido contábil por ação da empresa i no ano t escalonados pelo preço da ação em $t-1$; DR_{it} – Variável *dummy* referente aos retornos negativos, sendo 1 para retornos negativos e 0 para retornos positivos para empresas i no ano t ; R_{it} – Retorno das ações da empresa i no ano t escalonados pelo preço da ação em $t-1$; DRF_{it} – Variável *dummy* considerando 1 para empresa i no período t em condição de restrições financeiras e 0 para as demais empresas; VC_{ni} – n -ésima variável de controle, de um total de k variáveis, medida para a i -ésima empresa; Ano – Variáveis *dummy* para cada ano; ε_{it} – termo de erro da regressão.

No intuito de controlar os efeitos de escala e de problemas de heterocedasticidade, assim

$$\Delta LL_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LL_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta LL_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta LL_{i,t-1} * \Delta LL_{i,t-1} + \alpha_4 DRF_{i,t} + \alpha_5 DRF_{i,t} * \Delta LL_{i,t-1} + \alpha_6 DRF_{i,t} * \Delta LL_{i,t-1} + \alpha_7 DRF_{i,t} * \Delta LL_{i,t-1} + \sum_{n=1}^k \omega_n VC_{ni} + \sum_{n=1}^k \delta_n \text{ano} + \varepsilon_{i,t}$$

em que: ΔLL_{it} – variação do lucro líquido contábil da empresa i do ano $t-1$ para o ano t escalonado pelo ativo total da empresa i no início do ano t ; ΔLL_{it-1} – variação do lucro líquido contábil da empresa i do ano $t-2$ para o ano $t-1$ deflacionado pelo ativo total da empresa i no início do ano $t-1$; ΔLL_{it-1} – variável *dummy* assumindo valor 1 para as variações negativas do lucro líquido contábil da empresa i no ano $t-1$, e 0 para as demais variações do lucro líquido contábil da empresa i no ano $t-1$; DRF_{it} – Variável *dummy* considerando 1 para empresa i no ano t em condição de restrições financeiras e 0 para as demais empresas; VC_{ni} – n -ésima variável de controle, de um total de k variáveis, medida para a i -ésima empresa; Ano – Variáveis *dummy* para cada ano; ε_{it} – termo de erro da regressão.

como realizado por Basu (1997), as variáveis LPA_{it} e R_{it} foram escalonadas pelo preço da ação em $t-1$. Para não ser rejeitada a hipótese de que as empresas com restrições financeiras tendem a ser menos conservadoras, espera-se que o coeficiente β_7 assumia valor estatisticamente significativo e negativo. O coeficiente negativo demonstra que o mercado reconheceu mais oportunamente as perdas comparadas aos resultados reconhecidos e evidenciados pela empresa.

Já o modelo de Ball e Shivakumar (2005) adaptado para esta pesquisa será:

Considerando a hipótese adotada nesta pesquisa, espera-se que o coeficiente α_7 assumia valor positivo e estatisticamente significativo, confirmando, assim, que as empresas com restrições financeiras não apresentam o atributo do conservadorismo em suas demonstrações financeiras.

4 RESULTADOS

4.1 Resultado da estatística descritiva

A estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos de conservadorismo foi calculada separadamente para empresas irrestritas e restritas financeiramente, realizando-se o teste de diferença de médias conforme evidenciado na Tabela 2 a seguir:

TABELA 2 – Estatística descritiva das empresas restritas e irrestritas financeiramente

Variáveis	Empresas	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	p-valor
LPA_{it}	Irrestrita	980	0,322	0,358	0,035	1,18	0,001
	Restrita	106	0,196	0,162	0,035	0,544	
R_{it}	Irrestrita	980	2,368	3,944	-2,466	10,768	0,039
	Restrita	106	1,674	3,01	-2,88	7,14	
ΔLL_{it}	Irrestrita	980	0,026	0,075	-0,135	0,436	0,0009
	Restrita	106	0,052	0,118	-0,134	0,69	
ΔLL_{it-1}	Irrestrita	980	0,014	0,073	-0,257	0,326	0,151
	Restrita	106	0,006	0,095	-0,433	0,364	
$ENDIV_{it}$	Irrestrita	980	0,5382	0,176	0,238	0,801	0,078
	Restrita	106	0,512	0,205	0,195	0,831	
TAM_{it}	Irrestrita	980	13,822	1,43	11,492	16,019	0,002
	Restrita	106	13,37	1,844	10,497	16,319	
$CRESC_{it}$	Irrestrita	980	0,135	0,131	-0,064	0,366	0,034
	Restrita	106	0,108	0,015	-0,114	0,373	

Nota. Irrestrita = Empresas classificadas sem restrições financeiras; Restrita = Empresas classificadas com restrições financeiras.

Comparando as informações da Tabela 2, as empresas com restrições financeiras e as empresas sem restrições financeiras, é possível observar que tanto o lucro médio por ação quanto o retorno médio das ações das empresas com restrições financeiras foram menores que os valores médios apresentados pelas empresas sem restrições financeiras. Esse fato pode ser um indício de que as empresas menos rentáveis lidam com maiores restrições financeiras pela falta de perspectiva que o mercado pode ter a respeito delas – em outras palavras, o mercado precifica as dificuldades financeiras.

Além disso, confirmando o resultado da pesquisa realizada por Devereux e Shiantarelli (1990), na qual apontam que o grau de restrição financeira está relacionado inversamente ao tamanho da empresa, observa-se que, na amostra analisada nesta pesquisa, as empresas classificadas como restritas financeiramente são, em média, menores que as empresas classificadas sem restrições financeiras.

Por fim, analisando o grau de endividamento dos dois grupos de empresas, esperava-se que as empresas com restrições financeiras apresentassem, em média, maior grau de endividamento, comparado ao grupo de empresas classificadas

sem restrições financeiras. Porém, na amostra selecionada, o resultado do teste estatístico rejeita a hipótese de que há diferença de médias entre o grau de endividamento dos grupos de empresas analisados.

4.2 Resultado do modelo de Basu (1997) adaptado

Foi realizada a regressão em painel com efeitos fixos e aleatórios e aplicado o teste de Hausman para identificar qual estimador seria o mais apropriado. O resultado do teste rejeitou a hipótese nula de que o erro u_i e as variáveis explicativas não são correlacionadas. Logo, o estimador com efeitos fixos foi o mais apropriado para o modelo.

Para avaliar se há homocedasticidade, foi aplicado o teste de Wald Modificado, cuja hipótese nula é de que as variâncias são iguais entre as observações. O p-valor rejeitou a hipótese de que os resíduos do modelo são homocedásticos, havendo indícios de heterocedasticidade. Sendo assim, para corrigir esse problema, optou-se pela utilização dos erros robustos de White. Na Tabela 3 temos a regressão em painel com estimadores de efeito fixo.

TABELA 3 – Resultado do modelo de Basu (1997) adaptado
$$LPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 DR_{it} * R_{it} + \beta_4 DRF_{it} + \beta_5 DRF_{it} * DR_{it} + \beta_6 DRF_{it} * R_{it} + \beta_7 DRF_{it} * DR_{it} * R_{it}$$

Variáveis	Modelo original		Modelo sem variáveis de controle		Modelo com variáveis de controle	
	Coefficiente	Erro padrão	Coefficiente	Erro padrão	Coefficiente	Erro padrão
DR_{it}	-0,080***	(0,016)	-0,170***	(0,039)	-0,156***	(0,030)
R_{it}	-0,010***	(0,001)	0,0008	(0,002)	0,003	(0,002)
$DR_{it} * R_{it}$	0,051***	(0,008)	-0,0009	(0,005)	0,004	(0,004)
DRF_{it}			-0,074	(0,063)	0,119	(0,094)
$DRF_{it} * DR_{it}$			-0,205*	(0,115)	-0,132	(0,127)
$DRF_{it} * R_{it}$			0,015**	(0,006)	0,012	(0,010)
$DRF_{it} * DR_{it} * R_{it}$			-0,025*	(0,014)	-0,014	(0,011)
TAM_{it}					-0,049*	(0,027)
$ENDIV_{it}$					0,268*	(0,154)
$CRESC_{it}$					0,061	(0,084)
Constante	0,263***	(0,010)	0,592***	(0,060)	0,747	(0,376)
R ² ajustado		9,78%		12,07%		17,32%
Observações		1.086		1.086		1.086

Nota: LPA_{it} – Lucro líquido contábil por ação da empresa i no ano t escalonados pelo preço da ação em tI ; DR_{it} – Variável *dummy* referente aos retornos negativos, sendo 1 para retornos negativos e 0 para retornos positivos para empresas i no ano t ; R_{it} – Retorno das ações da empresa i no ano t escalonados pelo preço da ação em $t-1$; DRF_{it} – Variável *dummy* referente à restrição financeira, sendo 1 para empresa i no ano t classificada com restrições financeiras e 0 para as demais empresas; TAM_{it} – Logaritmo n atual do total do ativo da empresa i no ano t ; $ENDIV_{it}$ – endividamento da empresa i no ano t ; $CRESC_{it}$ – oportunidade de crescimento da empresa i no ano t ; ***, **, *, coeficientes significantes a 1%, 5%, e 10%, respectivamente.

Os resultados do modelo original de Basu (1997) evidenciaram um coeficiente positivo e significativo para a variável $DR_{it} * R_{it}$, (0,051), o que sugere o reconhecimento mais oportuno das más notícias do que as boas notícias para as empresas em geral. Além disso, ao analisar os resultados dos modelos adaptados com a variável *dummy* de restrições financeiras, observa-se que a regressão sem as variáveis de controle apresentou um R² ajustado de 12,07%. Já acrescentando as variáveis de controle ao modelo, o poder explicativo da regressão teve um aumento para 17,32%.

Quanto ao coeficiente da variável $DRF_{it} * DR_{it} * R_{it}$, (β_7), que investiga o conservadorismo nas empresas com restrição financeira, observa-se que somente o modelo sem as variáveis de controle apresentou resultado estatisticamente significativo a 10%, ainda assim evidenciando um coeficiente negativo de -0,025. Analisando esse resultado, é possível inferir que as empresas com restrições financeiras não adotam práticas conservadoras em suas demonstrações contábeis.

4.3 Resultados dos modelos de Ball e Shivakumar (2005) adaptado

Novamente, realizada a regressão em painel com efeitos fixos e aleatórios e aplicado o teste de Hausman para verificar qual dos efeitos é o mais apropriado, o resultado novamente rejeitou a hipótese nula de que o erro u_i e as variáveis explicativas não são correlacionadas. Logo, o estimador com efeitos fixos foi o mais apropriado para o modelo.

Para avaliar se o modelo é homocedástico, foi aplicado o teste de Wald Modificado. O teste rejeitou a hipótese de que os resíduos do modelo são homocedásticos. Sendo assim, para corrigir esse problema, optou-se pela utilização dos erros robustos de White. A Tabela 4 apresenta os resultados da regressão em painel com estimadores de efeito fixo:

TABELA 5 – Resumo dos resultados da pesquisa

Modelo	Coeficiente que analisa o conservadorismo	Modelo sem variáveis de controle		Modelo com variáveis de controle	
		Sinal Esperado	Resultado	Sinal Esperado	Resultado
Basu (1997)	$DRF_{it} * DR_{it} * R_{it}$	(-)	(-)*	(-)	(-)
Ball e Shivakumar (2005)	$DRF_{it} * \Delta ALL_{it-1} * \Delta ALL_{it-1}$	(+)	(+)**	(+)	(+)**

Nota: Os asteriscos representam o nível de significância dos coeficientes de Pearson: ***, **, *, significantes a 1%, 5%, e 10%, respectivamente.

Com exceção do resultado proveniente do modelo de Basu (1997) com as variáveis de controle, observa-se que o coeficiente não foi estatisticamente significativo - todos os demais resultados evidenciaram coeficientes com sinais estatisticamente significantes e esperados por esta pesquisa. Sendo assim, não se pode rejeitar a hipótese desta pesquisa, a qual evidencia que empresas classificadas com restrições financeiras não adotam o atributo do conservadorismo condicional em seus números contábeis.

As evidências indicam que empresas em condição de restrições financeiras não possuem o atributo do conservadorismo condicional; em outras palavras, o reconhecimento oportuno de perdas não ocorre. Esse resultado pode ser também consequência de práticas de gerenciamento de resultados para atender aos *covenants* contratuais de dívidas das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa investigou a prática do conservadorismo contábil em empresas brasileiras com restrições financeiras. Para isso, foi utilizada uma amostra composta por 1.086 observações de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2000 a 2012, sendo 106 observações classificadas como empresas em condição de restrições financeiras.

Com relação à identificação de restrições financeiras, esta pesquisa, fundamentada nos estudos de Almeida *et al.*, (2004), Cleary, (1999) e Fazzari *et al.*, (1988), desenvolveu uma maneira alternativa para identificar tal condição por meio

da análise do saldo de disponibilidades, da distribuição de dividendos e dos investimentos em ativo imobilizado. Para fins de robustez dos resultados obtidos, a mesma metodologia foi testada aplicando-a em uma amostra de controle formada por empresas consideradas em condição falimentar, resultando em um grau de 75% de acerto desse critério. Assim, em razão da dificuldade que os estudos sobre restrições financeiras encontraram para identificar essa condição das organizações, espera-se que o critério considerado neste trabalho possa ser utilizado em futuros estudos. Além disso, os resultados para essa amostra específica foi qualitativamente na mesma direção.

Já os resultados apresentados neste artigo, por sua vez, indicam que as empresas com restrições financeiras não apresentaram indícios de práticas do conservadorismo condicional em seus números contábeis mensurados pelos modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Nesse caso, existem indícios de que as empresas em condições de restrições financeiras evitam reportar perdas econômicas para apresentarem lucros maiores. Essa prática pode ser motivada por *covenants* de contratos de dívidas para que o credor não exerça seus direitos contratuais caso algum indicador seja descumprido.

Ainda, corroborando os argumentos apresentados por Biddle *et al.*, (2012), esta pesquisa sugere que a associação negativa entre o conservadorismo e as restrições financeiras está relacionada ao fato de que, se os gestores reconhecessem as perdas oportunamente, o acesso ao crédito poderia ser reduzido pela sinalização da má notícia para o mercado, novamente incentivando essas empresas a reterem maior volume de caixa.

Além disso, outra explicação para tal associação é a de que a ausência de práticas conservadoras nos números contábeis contribuiu para o aumento das incertezas sobre o retorno do capital emprestado pelos credores, fornecedores e investidores, uma vez que os lucros poderiam ser antecipados de maneira oportunista pela administração, fato esse que contribuiria para o aumento de restrições financeiras em períodos subsequentes.

Por fim, os resultados desta pesquisa contribuem para os usuários da contabilidade, tais como investidores, credores, governo e fornecedores, entre outros, ao constatar a possibilidade de identificar indícios de restrições financeiras de uma empresa a partir da análise das suas demonstrações contábeis.

REFERÊNCIAS

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), 83–128.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3–37.
- Biddle, G. C., Ma, M. L., & Song, F. M. (2012). Accounting conservatism and bankruptcy risk. *Social Science Research Network*
- Chen, Y., Huang, Y., & Chen, C. (2009). Financing constraints, ownership control, and cross-border M&As: evidence from nine East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 665–680.
- Cleary, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, 54(2), 234–270.
- Costa, C. M., Paz, L. S., & Funchal, B. (2008). Fluxo de caixa, ADRs e restrições de crédito no Brasil. *Revista Brazilian Business Review*, 5(2), 144–151.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2/3), 344–401.
- Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1990). Investment, financial factors and cash flow: evidence from UK panel data [Working Paper N° 3116]. The National Bureau of Economic Research. Chicago.
- Fazzari, S., Hubbard R. G., & Peterson, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1(2387), 141–195.
- Gigler, F., Kanodia, C., Sapiro, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 47(3), 767–797.
- Gilchrist, S., & Himmelberg, C. (1998). Investment, fundamentals and finance. *National Bureau of Economic Research*, 12(3), 221–242.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting & Economics*, 31, 3–75.
- Iudicibus, S. (2010). *Teoria da contabilidade* (10a ed.). São Paulo: Atlas.
- Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do financing constraints explain why investments are correlated with cash flow? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241–276.
- Lamont, O., Polk, C., & Saá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 529–554.

Lee, K. B. J. (2010). The role of accounting conservatism in firms' financial decisions. Research Science Research Network. Singapore

Li, X. (2015). Accounting Conservatism and the Cost of Capital: International Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5/6), 555-582.

Lopes, A. B. (2004). A informação contábil e o mercado de capitais. São Paulo: Thomson.

Myers, S. C.; Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Paulo, E. (2007). Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados (Tese de doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G. (2009). Ownership structure on overinvestment and underinvestment: Evidence from a panel of Brazilian firms. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo, SP, Brasil, 12.

Sunder, S. (1997). Theory of accounting and control. South-Western Publishing, 8(4), 212-230.

Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part 1: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 7(3), 207-221.

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.

Whited, T. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.