

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**ELIZANGELA LOURDES DE CASTRO**

**OS INCENTIVOS DOS DIFERENTES TIPOS DE DUPLA LISTAGEM  
NO CONSERVADORISMO CONTÁBIL**

**VITÓRIA**

**2011**

**ELIZANGELA LOURDES DE CASTRO**

**OS INCENTIVOS DOS DIFERENTES TIPOS DE DUPLA LISTAGEM  
NO CONSERVADORISMO CONTÁBIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Contabilidade Gerencial.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**VITÓRIA  
2011**

**ELIZANGELA LOURDES DE CASTRO**

**OS INCENTIVOS DOS DIFERENTES TIPOS DE DUPLA LISTAGEM  
NO CONSERVADORISMO CONTÁBIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 17 de agosto de 2011.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

**Prof. Orientador Dr.: Fábio Moraes da Costa  
FUCAPE-ES**

**Prof. Dr.: Fernando Caio Galdi  
FUCAPE-ES**

**Prof. Dr.: José Elias Feres de Almeida  
Universidade Federal do Espírito Santo - UFES**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus, por ter me sustentado em todo este tempo, provendo em todas as necessidades e orientando-me em tudo em mais esta oportunidade de aprendizado.

Aos meus amados pais, Onofre e Oralda, pelo carinho, amor, apoio incondicional e dedicação constantes, obrigado é pouco.

Aos meus irmãos Elinéia e Elison, pelo carinho e presença mesmo longe.

Ao orientador, professor Dr. Fábio Moraes da Costa, pela paciência, disponibilidade e incentivo em todo este tempo.

Aos amigos e colegas de turma, foi muito bom conhecer e conviver com vocês, aprendi muito, valeu.

À Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas Em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucape, na pessoa de seus funcionários e professores.

À Banca Examinadora pela disposição em contribuir e melhorar este trabalho.

A todos que de uma forma ou outra contribuíram direta ou indiretamente para que este dia pudesse se tornar realidade, o meu muito Obrigado!

Deus abençoe grandemente a vida de cada um!

## RESUMO

A participação das empresas brasileiras que emitiram valores mobiliários em outros mercados, especialmente o norte-americano até o ano de 2008, foi crescente. Em virtude disso o presente trabalho objetiva verificar os incentivos no nível de conservadorismo das empresas com diferentes tipos de dupla listagem no mercado norte-americano. Para alcançar este objetivo, três hipóteses foram testadas em função do tipo de listagem: 1 – A adesão à dupla listagem aumenta o grau de conservadorismo das empresas. 2 – Aderir aos níveis II e III aumenta o grau de conservadorismo das empresas. 3 – A listagem nos níveis III e 144A aumentam o grau de conservadorismo das empresas. Para medir o grau de conservadorismo foram utilizados os modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005), estimados em painel no período de 1998 a 2007. Os resultados encontrados após a realização dos testes mostram que não houve alteração nos incentivos para o conservadorismo em função de nenhum dos diferentes tipos de dupla listagem das empresas no mercado norte-americano, para nenhum dos dois modelos utilizados. Em relação à amostra de todas as empresas, apenas no modelo de Ball e Shivakumar (2005) apresentou resultados com inferência de conservadorismo.

**PALAVRAS-CHAVE:** Conservadorismo, Dupla Listagem, Recibo Americano de Depósito.

## **ABSTRACT**

The participation of Brazilian companies that are issuing securities in other markets in recent years, especially the North American, has been growing. As a result the present study aims to evaluate the effect on the level of conservatism of firms with different types of dual listing on the American market. To achieve this objective, three hypotheses were tested according to the type list: 1 - Adherence to dual listing increases the level of corporate conservatism. 2 - Adhere to levels II and III increases the level of corporate conservatism. 3 - The list Rule 144A and level III ADR increase the level of corporate conservatism. To measure the degree of conservatism we used the models of Basu (1997) and Ball and Shivakumar (2005), estimated on panel from 1998 to 2007. The results after the tests show no change in the level of conservatism in any of the different types of dual listing of companies in the U.S. market in either of the models used. Regarding the sample of all firms, only the model of Ball and Shivakumar (2005) was conservative inference.

**KEY WORDS:** Conservatism, Cross-listing, American Depositary Receipts

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – RESUMO DO PROCESSO DE EMISSÃO DE ADR .....	9
TABELA 2 – EMPRESAS BRASILEIRAS COM DUPLA LISTAGEM NAS BOLSAS AMERICANAS .....	22
TABELA 3: RESULTADOS ESPERADOS PARA O MODELO DE BASU (1997) .....	32
TABELA 4: RESULTADOS ESPERADOS PARA O MODELO DE BALL E SHIVAKUMAR (2005) .....	34
TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA – MODELO BASU .....	37
TABELA 6: RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM DADOS EM PAINEL .....	38
TABELA 7: RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM DADOS EM PAINEL – ESCALONADO ATT-1.....	40
TABELA 8: RESULTADOS DAS REGRESSÕES COM DADOS EM PAINEL - LUCROS POSITIVOS .....	42
TABELA 9: ESTATÍSTICA DESCRITIVA – MODELO BS .....	45
TABELA 10: RESULTADOS DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL .....	45

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>15</b>
2.1 EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....	15
2.1.1 Emissão de Valores Mobiliários no Brasil .....	19
2.2 CONSERVADORISMO.....	24
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>29</b>
3.1 MODELOS DO TRABALHO.....	30
3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS .....	34
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>37</b>
4.1 ANÁLISES DOS RESULTADOS MODELO DE BASU (1997) .....	37
4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO DE BS (2005) .....	44
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>48</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>53</b>

# 1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais do Brasil passou por um período de pouco desenvolvimento devido algumas características do país como: estrutura de capital concentrada, estrutura do sistema tributário e um ambiente contábil menos desenvolvido. Tal situação conduzia a menor transparência na gestão e falta de instrumentos adequados para proteção aos investidores minoritários (CVM, 2010; DAMI ET AL, 2006; SILVA; LEAL, 2005).

Porém, com o objetivo de revitalizar o mercado brasileiro de capitais diversas iniciativas institucionais e governamentais foram e continuam sendo adotadas, dentre elas, destacam-se a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS S.A. Mais recente foi criado o CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis, e aprovadas as Leis 11.638/2007 e 11.941/2009, que fortalecem o ambiente contábil e de governança do país. (LOPES; WALKER, 2008; ZATTA, 2004; CAMARGOS; GOMES; BARBOSA, 2003; CVM, 2010).

Todo este novo cenário colaborou para que o Brasil aumentasse sua demanda de capital, ampliando sua movimentação de recursos e permitiu que as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA pudessem ter acesso aos mercados de valores mobiliários fora do país, especialmente o norte-americano, como meio de captar novos recursos para seus projetos e também a busca de maiores lucros e de menor risco, com a diversificação de seus portfólios. (LOPES; WALKER, 2008; ZATTA, 2004; CAMARGOS; GOMES; BARBOSA, 2003; MARCON, 2002).

Assim, a captação de recursos das empresas em mercados fora do país de origem é conhecida como dupla listagem<sup>1</sup> e ocorre por meio de *DRs – Depositary Receipts*<sup>2</sup> – um instrumento negociável que representa um interesse na titularidade de valores mobiliários de um emissor estrangeiro, ou seja, que está fora do seu mercado doméstico (BRUNI, 2002)

Os ADRs podem ser subdivididos em quatro tipos: Nível I, II ou III, além do Regulamento 144A. Suas principais diferenças estão relacionadas ao nível de exigência de divulgação das informações prestadas aos investidores e aos custos de lançamento desses papéis no mercado norte-americano. A Tabela 1 demonstra as principais características e diferenças dos tipos de ADRs.

**Tabela 1 – Resumo do Processo de Emissão de ADR**

	<b>ADR Nível I</b>	<b>ADR Nível II</b>	<b>ADR Nível III</b>	<b>Regra 144A</b>
<b>Descrição</b>	Programa não listado	Listados nas Bolsas de Valores dos EUA	Oferecido e listado nas Bolsas de Valores dos EUA	QIBS
<b>Local</b>	OTC	NYSE, AMEX E NASDAQ	NYSE, AMEX E NASDAQ	Mercado privado – cotado no PORTAL
<b>Relatórios a serem apresentados</b>	Nenhum	Formulário chamado 20-F	Formulário chamado F-1	Nenhum
<b>Obrigações junto à SEC</b>	Não	Sim	Sim	Não
<b>Emissão de Ações</b>	Somente ações já emitidas	Somente ações já emitidas	Novas emissões	Novas emissões
<b>Padrões Contábeis</b>	País de Origem	USGAAP <sup>3</sup>	US GAAP	País de origem
<b>Captação de novos recursos</b>	Não	Não	Sim	Sim
<b>Custos</b>	Até US\$ 25.000	De US\$ 200.000 – 700.000	De 500.000 – 2.000.000	De US\$ 250.000 – 500.000

Fonte: Adaptado de Lima, 2005; Marcon, 2002.

Tukamoto (2004) cita que a emissão de ADRs possui alguns pontos negativos, tais como: maior pressão por parte dos agentes do mercado, diluição do controle e a aceitação das regras estabelecidas pela *SEC* (*Security Exchange*

<sup>1</sup> Dupla listagem – a empresa tem seus valores mobiliários listados no mercado local e em mercado estrangeiro.

<sup>2</sup> *DR*- Recibos de depósito

<sup>3</sup> Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos da América

*Commission*)<sup>4</sup>, um dos órgãos mais rigorosos dentre os reguladores mundiais. Além disso, a emissão de ADRs gera contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, trazendo por consequência maior exigência de transparência e confiabilidade das informações divulgadas e discriminação tributária em relação às empresas fechadas.

Outro fator destacado na literatura é o custo de se manter uma empresa com capital aberto e os gastos com a emissão dos ADRs (tanto diretos quanto indiretos), pois aumenta os custos relacionados ao *disclosure* dos demonstrativos financeiros (BRUNI, 2002; MATSUMOTO, 1995).

Entretanto, existem diversas vantagens para a captação de recursos por meio dos ADRs: ampliação e diversificação da base de investidores da companhia; melhor visibilidade da empresa junto aos investidores locais e internacionais; diminuição do custo de capital, o aumento da transparência, sinalizando assim, menor risco para os investidores, redução do custo de agência e aumento do valor da firma e postura diferenciada (MORGAN, 2008; LEAL; SAITO, 2003; LOPES; WALKER, 2008; BRUNI, 2002; MATSUMOTO, 1995).

Assim, instrumentos de controle e de evidenciação, como ferramentas de governança corporativa, são ferramentas que estão sendo adotadas no intuito de ajudar a dirimir as possíveis dificuldades.

O aumento dos instrumentos de controle e de proteção aos minoritários podem trazer impacto na geração das informações contábeis, destacando o conservadorismo. Segundo Watts (1993; 2003), Basu (1997) e Pae, Thornton e Walker (2005), o conservadorismo tem sido um mecanismo de monitoramento e

---

<sup>4</sup> SEC – Órgão regulador dos Estados Unidos com a mesma função da CVM – Comissão de Valores Mobiliários

incentivo para os gestores das firmas onde existe a separação entre o controle e a propriedade, sendo considerado uma das medidas de redução dos custos de agência, litígios, assimetria, contratos, custos políticos, além de facilitar o monitoramento dos gerentes, gerando assim maior proteção aos acionistas. Gonzaga e Costa (2009) demonstram que o conservadorismo está relacionado com os conflitos entre minoritários e majoritários<sup>5</sup>.

Basu<sup>6</sup> (1997, p.7) define conservadorismo no resultado como “o reconhecimento de más notícias, mais oportunamente que o reconhecimento de boas notícias, em relação aos fluxos de caixa futuros” (tradução livre).

Lopes e Martins (2005) destacam que o conservadorismo tem sido uma característica importante dos princípios contábeis que vem sendo evidenciado nos pronunciamentos do FASB<sup>7</sup>, IASB<sup>8</sup>, no arcabouço brasileiro e de diversos outros países, e tem como cerne fornecer informações mais confiáveis aos investidores por meio de demonstrações que não sejam excessivamente otimistas.

As características institucionais dos países também podem influenciar o nível de conservadorismo (BALL, KOTHARI e ROBIN, 2000). Segundo os autores, países classificados como *common-law* (como Estados Unidos, Reino Unido, Canadá), possuem um mercado acionário maior e mais pulverizado e uma contabilidade menos regulada pelo governo e dessa forma mais conservadora. Seus principais financiadores são os investidores e suas empresas apresentam estruturas mais reforçadas de governança corporativa.

---

<sup>5</sup> No Brasil, devido à elevada concentração de propriedade (os acionistas controladores são os gerentes ou estão muito perto deles) o principal conflito é entre os acionistas majoritários e minoritários (LOPES; WALKER, 2008).

<sup>6</sup> “I interpret this rule as denoting accountants' tendency to require a higher degree of verification to recognize good news as gains than to recognize bad news as losses.”.

<sup>7</sup> Financial Accounting Standards Board.

<sup>8</sup> International Accounting Standards Board.

Já países de origem *code-law*, como o Brasil (outros exemplos: México, França, Portugal), apresentam um nível de conservadorismo menor, característico de mercados de capitais ainda em desenvolvimento e com maior concentração acionária (BALL, KOTHARI e ROBIN, 2000).

A emissão de valores mobiliários em países do exterior expõe as empresas a novos ambientes institucionais e regulatórios. Assim, a literatura procura avaliar se esta alteração nos incentivos econômicos pode trazer impacto em seu grau de conservadorismo. O foco dos trabalhos comumente leva em consideração as empresas estrangeiras listadas no mercado norte-americano por meio de ADRs (LUBBERINK e HUIJGEN, 2005; SIEGEL, 2005; LEUZ, 2002; BALL e SHIVAKUMAR, 2005).

Porém, um ponto salientado por Lopes e Walker (2008) é que a maior parte dos estudos citados anteriormente é focada na relação de países, ambos, de ambiente *common-law*, ou seja, que possuem as mesmas tendências de mercado de capital (por exemplo, empresas britânicas emissoras de ADRs).

Neste sentido, este trabalho também visa expandir a literatura nacional considerando o nível de conservadorismo de empresas brasileiras em um contexto internacional, a diferenciação das características dos ambientes institucionais, pois contemplará empresas brasileiras que estejam listadas nos EUA, focando nas diferentes formas de listagem existentes - ADR I, II, III e 144A.

Uma vez que trabalhos com esta distinção pouco complementam os estudos efetuados no país, que em geral trabalham a dupla listagem apenas nos níveis II e III, ou seja, empresas que são listadas na NYSE. Quando é acrescentado os demais níveis à amostra, a quantidade de empresas brasileiras que fazem a opção de entrar no mercado americano mais que dobra (ver Tabela 2), tornando assim, esta uma

característica importante de estudo. (COSTA, LOPES e COSTA, 2006; COELHO, 2007; LOPES e WALKER, 2008; MENDONÇA et al., 2010).

Mediante o exposto, este trabalho tem como questão proposta: **Quais os efeitos advindos da dupla listagem no Conservadorismo?**

Assim, o objetivo deste estudo consiste em **verificar o efeito no conservadorismo das empresas com dupla listagem no mercado Norte-Americano**. Para que o objetivo seja alcançado, as seguintes hipóteses são levantadas:

**H<sub>1</sub> – A adesão a dupla listagem aumenta o incentivo no conservadorismo das empresas.**

**H<sub>2</sub> – Aderir aos níveis II e III aumenta o efeito no conservadorismo das empresas.**

**H<sub>3</sub> – A listagem nos níveis III e 144A aumentam os incentivos de conservadorismo das empresas.**

Portanto, este estudo visa contribuir para a literatura por considerar a diferenciação das características dos ambientes institucionais e tipos de ADRs, contemplando empresas brasileiras que estejam listadas nos EUA, se justificando por ser o Brasil um cenário favorável para investigar os efeitos da dupla listagem, dada sua importância como país com grande volume de participação no processo de captação de recursos em outros mercados, além de não ser um país muito estudado na literatura internacional de contabilidade (LOPES; WALKER, 2008).

Assim sendo, objetiva-se contribuir para os estudos em relação às informações contábeis brasileira para o mercado de capitais e do conservadorismo buscando preencher parte da lacuna existente sobre os temas da pesquisa, inclusive

sobre países de ambiente legal *code-law*, incluindo a discussão sobre o Regulamento 144A e Nível I de listagem.

Finalmente, este trabalho está estruturado em cinco capítulos na seguinte ordem: no primeiro é apresentada esta introdução, no segundo, são apresentados alguns estudos e conceitos sobre dupla listagem e Conservadorismo. No terceiro capítulo apresenta-se a metodologia a ser utilizada e no quarto as análises dos resultados. No último capítulo são feitas as considerações finais e inferências entre as hipóteses levantadas, apresentando as limitações da pesquisa e sugestões para futuros trabalhos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Com a internacionalização dos mercados as empresas passaram a ter acesso à captação de recursos fora do seu país de origem. No caso do Brasil as empresas têm buscado um acesso maior ao mercado norte-americano.

Assim, a forma mais comum de dupla listagem, consiste na emissão de *Depositary Receipts (DR)*. O primeiro programa de DR foi realizado em 1927 quando JP Morgan estabeleceu esse tipo de veículo de registro. Os DRs negociados nos Estados Unidos são chamados de ADRs – *American Depositary Receipts*<sup>9</sup> (MORGAN, 2008).

Segundo Bruni (2002, p. 9), os ADRs

“são instrumentos de negociação em dólares americanos, emitidos nos Estados Unidos por um banco depositário, representando propriedade de valores mobiliários estrangeiros, geralmente conhecidos como ações ordinárias subjacentes”.

Neste sentido, o Brasil tem sido considerado um país de origem de muitos ADRs, em 2008 era o terceiro maior país em volume de negociações na Bolsa de Valores de Nova Iorque – NYSE, com 33 empresas listadas, perdendo apenas para Reino Unido e Japão<sup>10</sup> (LOPES; WALKER, 2008).

Saudagaran (1988) identifica alguns fatores que levam as empresas à dupla listagem: fatores financeiros, as relações de mercado, relações políticas e outras. O autor ainda diz que a dimensão das empresas de acordo com seu negócio, o grau de dependência de empresas estrangeiras consumidoras de seus produtos e o

---

<sup>9</sup> ADR – Recibo Americano de Depósito.

<sup>10</sup> Com a ocorrência de eventos econômicos em 2008, algumas empresas brasileiras retiraram seus programas de ADRs da NYSE. Dessa forma, hoje são 26 empresas listadas ([http://www.adrbnymellon.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp)), movimentando um valor combinado que chega a U\$ 1 trilhão, sendo que as ações da Petrobras e da VALE estão entre as dez mais líquidas da NYSE Euronext. (IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, Coluna de 02/09/2011)

aumento da visibilidade naquele país são alguns dos fatores que levam a decisão de dupla listagem por parte das empresas.

Lang, Lins e Miller (2003) verificaram que as firmas listadas têm melhor ambiente informacional e são mais valorizadas no mercado, pois possuem melhor precisão e previsão de suas análises do que outras firmas não americanas não listadas. Em virtude disso, estão sujeitas a um menor custo de capital e possuem melhores práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, Lubberink e Huijgen (2005) e Foerster e Karolyi (1999) afirmam que a dupla listagem pode contribuir para a redução de custo de capital para as empresas, além de tornar as ações das firmas mais acessíveis aos investidores globais, o que pode trazer impactos em sua liquidez.

A literatura ainda aponta outras vantagens para a captação de recursos por meio dos ADRs: ampliação e diversificação da base de investidores da companhia; melhor visibilidade da companhia junto aos investidores locais e internacionais tendo acesso privilegiado a formas de financiamento de longo prazo fora do país (SIEGEL, 2005);

Desenvolvimento e/ou aumento da cobertura fora do mercado doméstico, melhores práticas de governança corporativa, nova oportunidade para aumento de capital próprio, diminuição do custo de capital e o maior acesso a financiamentos também têm sido caracterizados como pontos a favor das empresas com ADRs (LEAL; SAITO; 2003).

Destaca-se ainda, o aumento da transparência, sinalizando assim, menor risco para os investidores, redução do custo de agência e aumento do valor da firma (LIMA, 2005; BRUNI, 2002; LEUZ, 2002).

Dessa forma, o investimento por meio de ADRs, vem se tornando uma forma bastante utilizada pelas empresas estrangeiras como instrumento de acesso a mercados não locais, especialmente o norte-americano, através dos *American Depositary Receipts (ADR)*.

Portanto, as principais formas de uma empresa não-americana listar seus valores mobiliários nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América são os três níveis de ADRs e o Regulamento 144-A listados anteriormente.

Em relação, aos títulos das empresas listadas no Nível I só podem ser negociados no mercado de balcão (chamado OTC<sup>11</sup>). Por isso, requerem registro mínimo na SEC e tem apenas o compromisso de enviar cópias das informações públicas dos documentos exigidos no mercado doméstico. Estes são papéis que estão à disposição de investidores institucionais qualificados (fundos de pensão, seguradoras, administradoras de carteiras com patrimônio mínimo de US\$ 100 milhões).

Dentre as vantagens dessa opção Bruni (2002) e Marcon (2002) destacam: tem menor custo, não tem que realizar alterações no balanço, e aumento da base acionária. Já como desvantagens, a impossibilidade de registro em qualquer bolsa dos Estados Unidos, restringindo e limitando a capacidade do emissor de aumentar seu reconhecimento naquele mercado; e não permite captação de recursos.

No Nível II, os ADRs são listados em uma das bolsas americanas, acarretando o cumprimento de exigências das normas da SEC, como por exemplo, o preenchimento de formulários como o F-6 e o F-10 e a utilização das normas e princípios americanos de Contabilidade (USGAAP), devendo o emissor apresentar informações detalhadas regularmente aos investidores.

---

<sup>11</sup> OTC - *Over the Counter* (de Balcão).

Bruni (2002, p. 13) aponta como desvantagens do Nível II o maior custo e maior demora para o estabelecimento e manutenção do programa, com despesas legais, contábeis e de registro; também não permite a captação de recursos. Como algumas vantagens podem-se citar: a ampliação do reconhecimento do nome do emissor no mercado norte-americano e maior atração de investidores americanos do que programas de Nível I, uma vez que os títulos são listados nas principais bolsas de valores dos Estados Unidos, aumentando a liquidez e o volume dos valores dos negócios (MATSUMOTO, 1995; GUSMÃO, 2008).

Já o Nível III possibilita uma efetiva oferta pública de ADRs da empresa estrangeira no mercado norte-americano, listando-se em uma das bolsas de valores, e dessa forma, devendo realizar registro completo na SEC. As firmas que optam por este tipo de listagem também devem prestar informações detalhadas e permanentes sobre a companhia, além de ter que adequar suas demonstrações financeiras aos USGAAP.

De acordo com Lima, Ozawa e Goulart (2006, p. 86) o Nível III é considerado “o máximo que uma empresa não americana pode conseguir em termos de demanda por seus títulos, transparência, liquidez e, obviamente, de levantamento de capital, através de uma colocação pública”. Bruni (2002, p.14) complementa como vantagens as já citadas nos níveis anteriores, porém como desvantagens o alto custo do relatório informativo a ser entregue à SEC e os dispêndios de iniciação.

A última forma para a dupla listagem de uma companhia é a oferta pelo Regulamento 144-A (144A). Este tipo de ADR permite a captação de recursos de certas empresas na comunidade denominada QIB – *Qualified Institutional Buyers*<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> QIB - Investidores Institucionais Qualificados.

por meio do sistema denominado PORTAL<sup>13</sup>, onde os negócios são direcionados apenas para investidores institucionais qualificados. Isso ocorre porque se subentende que investidores sofisticados possuam conhecimento, recursos e “*expertise*” para tomar suas decisões sem qualquer divulgação de informação adicional por parte das organizações, ou seja, sem a proteção da SEC (MORGAN, 2008)

O 144A tem como objetivo principal incrementar e aumentar a liquidez do mercado de colocações privadas nos EUA. Como obrigações os emissores devem apresentar um memorando de ofertas com informações do último relatório anual da companhia e fornecer informações aos investidores estrangeiros com a mesma periodicidade que é fornecida em seu país de origem.

Como vantagens para o 144A citam-se: ser uma forma mais barata de captação acionária, e de viabilização de lançamentos isolados ou como parte de uma oferta global. Tem como desvantagens a de tornar a empresa conhecida apenas em um universo restrito de investidores e a impossibilidade de criação de ADRs deste tipo para classes de ações que já estejam registradas em uma bolsa de valores americana. Além disso, este não é um mercado tão líquido quanto o mercado público de ações. (GUSMÃO, 2008; BRUNI, 2002; CAMARGOS, GOMES, BARBOSA, 2003; MATSUMOTO, 1995).

### 2.1.1 Emissão de Valores Mobiliários no Brasil

Em relação ao Brasil, a geração própria de caixa tem representado uma das principais fontes de recursos para as empresas. Este padrão, típico em países emergentes, é, em parte, explicado pela estrutura de controle e propriedade no país.

---

<sup>13</sup> Portal - *Private Offerings, Resales and Trading Through Automated Linkaged*.

O uso de ações sem direito a voto e estruturas indiretas de controle, favorecem os acionistas controladores em função dos minoritários (LEAL; SAITO, 2003).

Esse favorecimento ocorre, em parte, em função do problema de agência que ocorre nas firmas, onde os interesses conflitantes de indivíduos tornam-se equilibrados a partir de uma estrutura de relações contratuais – relações estas realizadas por dois agentes: o principal e o agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

No Brasil, em virtude da própria estrutura de capital, já mencionada, esse conflito torna-se maior entre acionistas majoritários e minoritários. Essa característica é apontada como uma das dificuldades do mercado de capitais do país, por ter menor proteção ao investidor minoritário (IUDICIBUS; LOPES, 2004; LEAL; SAITO, 2003).

No entanto, as empresas têm buscado formas de minimizar os custos de agência entre controlador e minoritários, seja na forma de listagem em outras bolsas, seja na forma de sua política de dividendos ou de recompra de ações (LEAL; SAITO, 2003).

Leal e Saito (2003) comentam que existem evidências no Brasil de que a emissão de ADR reduz o custo de capital acionário das empresas que o emitem. A maior transparência exigida pelos reguladores dos EUA juntamente com um judiciário mais eficiente pode sinalizar menor risco para os investidores.

Gusmão (2008) coloca que os mercados de capitais de outros países oferecem um potencial elevado de diversificação para a melhoria do desempenho, ajustado pelo risco, de uma carteira permanentemente doméstica. Para que isso seja viável, é necessário que os diversos mercados de Risco diversificável, único ou não sistemático, Risco não diversificável, de mercado ou sistemático, Risco da

carteira nacionais tenham um comportamento razoavelmente independente, ou seja, que os coeficientes de correlação entre eles sejam baixos.

Nesse sentido, Bruni (2002, p. 37) verificou os efeitos da emissão de ADRs, no mercado de capitais brasileiro, examinando o eventual aumento dos níveis de eficiência informacional no mercado doméstico. Seus resultados demonstraram que a emissão contribuiu para reduzir os custos de capital das empresas analisadas. O autor demonstrou que sob a ótica da hipótese de mercado eficiente na forma semiforte, há presença de retornos anormais positivos antes e no entorno da data do lançamento e negativos após a emissão.

Em complemento, Gusmão (2008) teve como objetivo de pesquisa, verificar se os efeitos das variáveis macroeconômicas estudadas causavam efeitos diferenciados no risco das empresas Emissoras em relação às empresas Não Emissoras de ADRs. Seus resultados demonstram variações significativas nos preços das ações das empresas Emissoras, apresentando comportamentos diferenciados ao longo do período estudado, nas empresas brasileiras Emissoras em comparação com as empresas Não Emissoras de ADR.

O autor observou também que o ganho de visibilidade no mercado internacional, somado a maior confiabilidade, resultante do enquadramento das empresas, nos rigorosos padrões e níveis de *disclosure* exigidos pela SEC, para listagem das empresas nas bolsas americanas, tende a aumentar o reconhecimento da empresa e diminuir seu risco, diferenciando as empresas Emissoras das empresas Não Emissoras.

Dessa forma, o que se observa é que desde o primeiro lançamento de ADR nível 3 na bolsa de valores dos Estados Unidos da América, em 1992, pela empresa Aracruz Celulose, a participação do Brasil naquele mercado cresceu, conforme demonstra a Tabela 2, sendo hoje um total de 113 empresas. Marcon (2002, p. 19) complementa que o país é bastante expressivo em número de ADRs na NYSE, e que dentre as 50 ações de empresas não americanas mais negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque por volume em 2001 seis eram brasileiras: Petrobrás, Embratel, Telesp Celular Participações, Copel, Telebrás Hold., Tele Norte Leste Participações.

**Tabela 2 – Empresas Brasileiras com Dupla Listagem nas Bolsas Americanas**

	<b>EMPRESA</b>	<b>TIPO DE LISTAGEM</b>	<b>BOLSA</b>
1	Acesita	I	OTC
2	AES Tiete	I	OTC
3	Agra	R-144A	PORTAL
4	All-America	R-144A	PORTAL
5	Alpargatas	I	OTC
6	AmBev	II	NYSE
7	Amil Participacoes	I	OTC
8	Anhanguera Educacional	R-144A	PORTAL
9	Aracruz Celulose	III	NYSE
10	B2W	R-144A	PORTAL
11	BB	I	OTC
12	Belgo-Mineira	I	OTC
13	Bombril-Cirio	I	OTC
14	BR Malls Participacoes	R-144A	PORTAL
15	Bradesco	II	NYSE
16	Brasil Ecodiesel	R-144A	PORTAL
17	Brasil Telecom	II	NYSE
18	BrasilAgro	I	OTC
19	Braskem	III	NYSE
20	BRF Foods	III	NYSE
21	Brookfield	I	OTC
22	CBD	II	NYSE
23	CC Des Imob	R-144A	PORTAL
24	Celesc	I	OTC
25	CEMIG	II	NYSE
26	CESP	I	OTC
27	Cielo	I	OTC
28	Contax	I	OTC
29	Copasa	R-144A	PORTAL
30	COPEL	II	NYSE
31	CPFL	III	NYSE
32	CR2	I	OTC
33	Cremer	R-144A	PORTAL

34	CSN	II	NYSE
35	CSU Cardsystem	R-144A	PORTAL
36	Cyre Com-Ccp	I	OTC
37	Cyrela Realty	R-144A	PORTAL
38	DASA	R-144A	PORTAL
39	Daycoval	I	OTC
40	Duke	I	OTC
41	Elektrobras	II	NYSE
42	Eletropaulo	R-144A	PORTAL
43	Embraer	III	NYSE
44	Embratel	II	NYSE
45	Equatorial Energia	I	OTC
46	Eternit	I	OTC
47	Fibria Celulose	III	NYSE
48	F Cataguazes	I	OTC
49	Gafisa	III	NYSE
50	Gerdau	III	NYSE
51	Globex	I	OTC
52	Gol	III	NYSE
53	GP Investments	R-144A	PORTAL
54	Hypermarcas	I	OTC
55	Inpar	R-144A	PORTAL
56	lochpe-Maxion	I	OTC
57	IronX Mineracao	I	OTC
58	Itau Unibanco	II	NYSE
59	JBS	I	OTC
60	JHSF	R-144A	PORTAL
61	Klabin	I	OTC
62	Light SA	I	OTC
63	LLX-Logistica	I	OTC
64	Lupatech	I	OTC
65	Magnesita	I	OTC
66	Marfrig	I	OTC
67	Medial Saude	R-144A	PORTAL
68	MMX Mineracao	I	OTC
69	MPX Energia	I	OTC
70	MRV	I	OTC
71	Net	III	NASDAQ
72	Obrascon	R-144A	PORTAL
73	OGX	I	OTC
74	OSX Brasil	I	OTC
75	Parana Banco	I	OTC
76	Parapanema	I	OTC
77	PDG Realty	I	OTC
78	Petrobrás	III	NYSE
79	PortX	I	OTC
80	Redecard	R-144A	PORTAL
81	Rossi	I	OTC
82	SABESP	III	NYSE
83	Sadia	II	NYSE
84	Santander	III	NYSE
85	Santos-Brasil	R-144A	PORTAL
86	Sao Carlos	R-144A	PORTAL
87	Saraiva	R-144A	PORTAL
88	SEB	R-144A	PORTAL

89	Submarino	R-144A	PORTAL
90	Suzano Papel e Celulose	I	OTC
91	Suzano Petroquimica	I	OTC
92	TAM	III	NYSE
93	Tecnisa	R-144A	PORTAL
94	Tele Centro Oeste Celular	II	NYSE
95	Tele Leste Celular	II	NYSE
96	Tele Norte Celular	II	NYSE
97	Tele Norte Leste	II	NYSE
98	Tele Sudeste Celular	II	NYSE
99	Telefonica	I	OTC
100	Telemig Celular	II	NYSE
101	Telesp	II	NYSE
102	Tempo	R-144A	PORTAL
103	TIM	II	NYSE
104	TPI	I	OTC
105	Tractebel	I	OTC
106	Tran Paulista	I	OTC
107	Triunfo Part	R-144A	PORTAL
108	Ultrapar	III	NYSE
109	Usiminas	R-144A	PORTAL
110	Vale	III	NYSE
111	Vigor	I	OTC
112	Vivo	III	NYSE
113	Weg	I	OTC

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do BNY Mellow, NYSE e CVM.

OBS.: do total de 113 empresas tem-se: 49 no nível I; 36 empresas nos níveis II e III; e 28 empresas listadas no R-144A.

## 2.2 CONSERVADORISMO

Uma das características da confiabilidade da informação contábil consiste em seu nível de verificabilidade. Caso seja exigido um nível de verificabilidade maior para receitas e ativos em comparação ao nível requerido para despesas e passivos, tal reconhecimento assimétrico é chamado de conservadorismo contábil (BASU: 1997). Em especial, nos últimos trinta anos muitos estudos sobre o tema têm sido desenvolvidos no intuito de verificar sua validade e suas implicações nos resultados e práticas contábeis (veja, por exemplo, WATTS, 2003a e WATTS: 2003b).

Lopes e Martins (2005) afirmam que uma idéia geral do conservadorismo é a de que as informações contábeis das demonstrações financeiras sejam mais confiáveis para seus usuários. Ainda de acordo com os autores, esta é uma das

características mais importantes do corpo de práticas e procedimentos da contabilidade que se encontra presente nas estruturas contábeis do FASB, IASB, do ASB, dentro do modelo brasileiro e em diversas orientações contábeis.

Para Watts (1993, p.18) o conservadorismo é um mecanismo pelo qual estimativas confiáveis para lucros são necessárias em virtude da assimetria de informação existente entre as partes da empresa. Além disso, o conservadorismo tem sido reforçado pelo processo regulatório e o crescimento dos litígios.

A literatura aponta que litígios, contratos, regulação contábil e imposto, são as prováveis causas para o conservadorismo, uma vez que este é um princípio que pode trazer benefícios significantes, especialmente em relação aos contratos, por ter o intuito de buscar inibir o comportamento oportunístico dos gerentes em firmas onde existe a separação entre o controle e a propriedade (WATTS, 2003; BASU, 1997; PAE; THORNTON; WELKER 2005).

Assim, o conservadorismo, em seu grau máximo, seria definido como “não antecipe lucros, mas antecipe todas as perdas” (BLISS: 1924 p. 110). Porém, a literatura tem utilizado uma definição com base no reconhecimento assimétrico entre “boas e más notícias”. Assim, neste trabalho será empregada a definição sugerida por Basu (1997, p. 7): “conservadorismo no resultado é o reconhecimento de más notícias, mais oportunamente que o reconhecimento de boas notícias, em relação aos fluxos de caixa futuros”.

Entre os estudos que têm sido realizados sobre conservadorismo e dupla listagem, destaca-se o de Lubberink e Huijgen (2005) que investigaram o nível de conservadorismo em firmas similares listadas nos Estados Unidos e no Reino Unido que participam dos programas de ADR Nível II e Nível III. Como resultado, os autores encontraram que o conservadorismo das empresas que optam pelo

aumento de capital (programas de ADR Nível III) é maior do que nas firmas que não aumentam capital (programas de Nível II).

Lubberink e Huijgen (2005) ainda afirmam que os resultados encontrados podem ser influenciados pelo país de origem da empresa, ou seja, se o país tem origem de direito *common-law* ou *code-law*. Países *common-law* têm como característica um mercado acionário mais forte e pulverizado, tendendo assim, ser mais conservador. Já países considerados de origem *code-law* tem fraco mercado de capital e maior concentração acionária, levando à menor nível de conservadorismo evidenciado (BALL; ROBIN; SADKA, 2005; BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; LOPES; MARTINS, 2005).

Estudos também têm sido desenvolvidos no Brasil, no intuito de verificar se os resultados alcançados empiricamente em outros países podem ser evidenciados no contexto das empresas brasileiras ou, se diferentes, quais as implicações de um maior ou menor conservadorismo.

Santos e Costa (2008) estudaram o nível de conservadorismo e a forma como o lucro contábil incorpora o *timeliness* (oportunidade) entre os demonstrativos com configuração contábil em BRGAAP e USGAAP. Sua amostra foi composta pelas companhias de capital aberto emissoras de ADRs no período de 1999 a 2004.

Como resultado de seu trabalho, Santos e Costa (2008) não encontraram evidências estatisticamente significantes para afirmar que exista um nível maior de conservadorismo nas empresas brasileiras emissoras de ADR em função das normas americanas de contabilidade.

Já Antunes (2007) investigou o impacto da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil, acerca da

oportunidade, relevância e conservadorismo. Os resultados da pesquisa realizada por Antunes (2007) sugeriram que as práticas de governança descritas pelos regulamentos existentes, não afetam a qualidade da informação contábil de modo significativo. Da mesma forma a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não garante efetiva prática de governança, não aprimorando assim, o uso da contabilidade como instrumento de informações relevantes e oportunas.

Costa et al. (2006) avaliaram como o lucro contábil incorpora o retorno das ações de empresas argentinas, brasileiras, colombianas, peruanas e venezuelanas. Os autores analisaram o grau de assimetria no reconhecimento de boas e más notícias pela contabilidade utilizando o modelo desenvolvido por Basu (1997).

Como resultado os autores concluíram que o lucro contábil não incorpora significativamente o retorno econômico, embora tenham observado que o reconhecimento do retorno econômico negativo é maior que o reconhecimento do retorno econômico como um todo, evidenciando assim, conservadorismo no lucro contábil.

Mendonça et al. (2010) estudou o impacto da SOX no conservadorismo das demonstrações contábeis das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002. Como resultados encontrados pelos modelos aplicados no estudo, os autores não encontraram indícios de aumento do conservadorismo contábil após a SOX, nas empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002.

Em seu trabalho, Basu (1997) investigou o reconhecimento assimétrico de boas e más notícias, sua amostra foi composta por Empresas listadas na bolsa de Nova York no período de 1963 a 1990. O autor encontrou evidências de que os retornos refletem mais rapidamente as más notícias do que boas notícias em relação aos fluxos de caixa futuros.

Já Ball e Shivakumar (2005) analisaram a diferença no grau de conservadorismo entre as empresas britânicas de capital aberto e fechado, com uma expectativa de resultado de menor reversão dos resultados negativos nas empresas de capital fechado. Para isso desenvolveram um modelo próprio e constataram que em média a qualidade dos resultados é menor nas empresas de capital fechado do que nas de capital aberto.

O modelo desenvolvido por Ball e Shivakumar (2005) associa o conservadorismo à ocorrência ou não de reversão dos resultados contábeis (Antunes: 2007), pois permite analisar o nível de conservadorismo somente por meio de variáveis Contábeis, não sofrendo assim a influência de variáveis econômicas como o preço da ação.

Enfim, Rangel e Teixeira (2003) em seu estudo verificaram o uso do conservadorismo contábil pelas empresas brasileiras como sendo um fator relevante para o mercado de capitais. Seus dados foram coletados no banco de dados ECONOMÁTICA<sup>®</sup> referente às empresas do ramo de siderurgia e metalurgia, no período de 1998 a 2001. Os autores encontraram que depois de expurgados os efeitos positivos dos ativos, reserva de reavaliação e o ativo diferido, o valor do livro das ações foi maior do que o valor de mercado das empresas da amostra.

### 3 METODOLOGIA

O objetivo deste trabalho é verificar os incentivos no conservadorismo das empresas com dupla listagem no mercado Norte-Americano entre as empresas listadas na BM&FBOVESPA. Portanto, neste capítulo será descrita a metodologia utilizada para alcançar responder à questão proposta.

Sendo assim, para a pesquisa optou-se por trabalhar com os modelos utilizados por Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) para mensurar o conservadorismo.

O modelo de Basu (1997) permite verificar o efeito do conservadorismo nas demonstrações contábeis observando se os resultados incorporam mais rapidamente as más notícias se comparado às boas.

Já Ball e Shivakumar (2005) calculam o conservadorismo por meio de uma metodologia própria baseada nos componentes transitórios dos lucros e apropriações contábeis, de modo que seus resultados não são afetados pelas variáveis de mercado do modelo anterior.

Assim, a primeira especificação levará em conta a dupla listagem em todas as modalidades: níveis I, II e III e 144-A.

Além disso, também será feito o mesmo teste, com a mesma variável<sup>14</sup>, porém, representando apenas as empresas listadas na *NYSE* (Bolsa de Valores de Nova Iorque), para captar o efeito do *listing* nesse tipo de captação. Este teste será realizado para captar o efeito da dupla listagem apenas das empresas com emissão de ADRs níveis II e III, por ser o Brasil um grande emissor desses papéis.

---

<sup>14</sup> Para melhor apresentação das equações a variável dummy será denominada em  $H_2$  ADR e para  $H_3$  Er.

E, por último, também será testado como parte dos efeitos da dupla listagem nas demonstrações das empresas brasileiras da BM&FBOVESPA, o incentivo da captação ou não de recursos (*equity raise*) por parte dessas empresas no mercado norte-americano. Assim, a variável *dummy* aqui tem o objetivo de captar este efeito e contemplará empresas dos níveis III e 144-A.

### 3.1 MODELOS DO TRABALHO

Basu (1997) desenvolveu uma das métricas para cálculo do conservadorismo das demonstrações financeiras das empresas. Em seu modelo são usadas variáveis contábeis e de mercado. A equação (1) demonstra o modelo utilizado neste estudo, com todas as formas de dupla listagem.

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Ad + \alpha_5 D * Ad + \alpha_6 R * Ad + \alpha_7 R * D * Ad + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$LPA_{i,t}$  – lucro por ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$P_{i,t-1}$  – preço da ação da empresa  $i$ , no período  $t-1$ ;

$D$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para retornos negativos e 0 (zero) para os demais retornos;

$R$  - retorno econômico por ação da empresa  $i$  no ano  $t$  (em abril do ano  $t$  para  $t-1$  deflacionado pelo preço da ação do período anterior);

$Ad$  – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa  $i$  e 0 (zero) para os demais;

$\alpha_2$  – reflete a oportunidade do lucro contábil.

$\alpha_1$  e  $\alpha_3$  – refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico às boas e más notícias, pelo lucro contábil nas firmas.

$\alpha_4$ ,  $\alpha_5$  e  $\alpha_7$  – refletem o impacto da Adesão à dupla listagem no reconhecimento contábil de boas e más notícias.

$\alpha_6$  – mensura oportunidade da informação contábil das empresas que se listaram no mercado norte-americano.

Na equação (2) está o modelo para responder à segunda hipótese, o impacto do *listing* apenas com empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 ADR + \alpha_5 D * ADR + \alpha_6 R * ADR + \alpha_7 D * R * ADR + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

Adr – variável *dummy* ADR com valor 1 (um) para as empresas que aderiram a um dos níveis de ADR na NYSE e 0 (zero) para os demais casos.

Já a equação (3) descreve o modelo para a terceira hipótese, onde será verificado o impacto se aderir a um tipo de listagem que permite captar ou não recursos no mercado norte-americano.

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 * Er + \alpha_5 D * Er + \alpha_6 R * Er + \alpha_7 D * R * Er + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

Er – variável *dummy* – *Equity Raise*, que representa valor 1 (um) para as empresas que são listadas no 144A ou no Nível III de ADR e 0 (zero) para os demais casos.

A Tabela 3 apresenta os resumos dos resultados esperados para as equações 1, 2 e 3 do modelo adaptado de Basu (1997).

**Tabela 3: Resultados esperados para o modelo de Basu (1997)**

Variável	Coefficiente	Sinal Esperado	Resultado Econômico Esperado
$D_{i,t}$	$\alpha_1$	(-) e significativo	As más notícias são divulgadas pela contabilidade em tempo hábil.
$R_{i,t}$	$\alpha_2$	(+) e significativo	Informação contábil é transmitida em tempo oportuno.
$D_{i,t} * R_{i,t}$	$\alpha_3$	(+) e significativo	A informação negativa das empresas é divulgada mais rapidamente do que a positiva
Ad	$\alpha_4$	(?) e significativo	Verifica o impacto da adesão à dupla listagem no mercado americano no conservadorismo, independente da forma.
Ad*D	$\alpha_5$	(+) e significativo	A adesão aumenta a velocidade da divulgação das más notícias.
Ad*R	$\alpha_6$	(+) e significativo	Adesão aumenta a velocidade da divulgação das informações, tornando-as mais oportunas.
Ad*R*D	$\alpha_7$	(+) e significativo	O conservadorismo aumenta com a adesão das empresas a uma das formas de dupla listagem, seja no todo, somente com as empresas da NYSE ou com a possibilidade de aumento de capital naquele mercado.

Fonte: Adaptado de Lopes e Walker (2008) e Antunes (2007).

Para complementar os testes deste estudo optou-se também por utilizar o modelo de Ball e Shivakumar (2005) – BS por ser um modelo que utiliza apenas variáveis contábeis para mensurar o conservadorismo contábil. Desta forma, a equação (4) demonstra o modelo adaptado para todas as empresas que aderiram à dupla listagem no mercado norte-americano.

$$VLL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DmVLL_{i,t-1} + \beta_2 VLL_{i,t-1} + \beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} + \beta_4 Ad + \beta_5 DmVLL_{i,t-1} * Ad + \beta_6 VLL_{i,t-1} * Ad + \beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Ad + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que:

$VLL_{i,t}$  – variação do lucro líquido da empresa i do ano t-1 para t dividido pelo valor do Ativo Total;

$DVLL_{i,t-1}$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para variação negativa do período t-1 para t e 0 (zero) para os demais;

$VLL_{i,t-1}$  – variação do lucro líquido da empresa i do ano t-2 para o t, deflacionado pelo valor do Ativo Total;

Ad – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa i e 0 (zero)

para os demais;

$\beta_1$  e  $\beta_5$  – coeficientes não significativos para o modelo;

$\beta_2$  – indica se há reversão dos resultados contábeis positivos no período;

$\beta_3$  – indica se existe reversão dos resultados contábeis negativos;

$\beta_4$  – identifica o impacto da adesão ao *cross-listing* em função da frequência de reversão dos resultados contábeis, positivos e negativos;

$\beta_6$  – Adesão não aumenta a frequência da reversão das informações contábeis;

$\beta_7$  – Adesão aumenta a frequência da reversão das informações contábeis negativas.

A equação (5) apresenta o modelo de BS para as empresas listadas na NYSE, que complementarará os testes para a segunda hipótese.

$$VLL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DmVLL_{i,t-1} + \beta_2 VLL_{i,t-1} + \beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} + \beta_4 ADR + \beta_5 DmVLL_{i,t-1} * ADR + \beta_6 VLL_{i,t-1} * ADR + \beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * ADR + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que:

Adr – variável *dummy* ADR com valor 1 (um) para as empresas que aderiram a um dos níveis de ADR na NYSE e 0 (zero) para os demais casos.

E por fim a equação (6) complementa os testes com o modelo de BS (2004) para a hipótese dos incentivos em relação à captação ou não de recursos.

$$VLL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DmVLL_{i,t-1} + \beta_2 VLL_{i,t-1} + \beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} + \beta_4 Er + \beta_5 DmVLL_{i,t-1} * Er + \beta_6 VLL_{i,t-1} * Er + \beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Er + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

Em que:

Er – variável *dummy* – *Equity raise*, que representa valor 1 (um) para as empresas que são listadas no 144A ou no nível III de ADR e 0 (zero) para os demais casos.

A Tabela 4 apresenta os resultados esperados para o modelo de BS das equações (4), (5) e (6).

**Tabela 4: Resultados esperados para o modelo de Ball e Shivakumar (2005)**

Variável	Coefficiente	Sinal Esperado	Resultado Econômico Esperado
$VLL_{i,t-1}$	$\beta_2$	Não Significativo	A informação contábil positiva é persistente.
$DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1}$	$\beta_3$	(-) e significativo	A informação contábil negativa se reverte.
Ad	$\beta_4$	(?) e significativo	A adesão ao <i>cross-listing</i> tem impacto na reversão da informação contábil.
$VLL_{i,t-1} * Ad$	$\beta_6$	(-) e significativo	Verifica se a frequência da reversão da informação contábil positiva não se eleva com a adesão à dupla listagem.
$DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Ad$	$\beta_7$	(+) e significativo	Verifica se a frequência da reversão da informação contábil negativa aumenta com a adesão à dupla listagem.

Fonte: Adaptado de Antunes (2007) e Mendonça (2008).

### 3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

As informações financeiras necessárias (preço da ação, lucro por ação, lucro líquido, ativo total e valor de mercado) para os modelos utilizados (Basu, 1997; Ball; Shivakumar, 2005) neste trabalho foram coletadas no banco de dados ECONOMÁTICA<sup>®</sup>, selecionadas da seguinte forma: empresas ativas, de capital aberto, com tipo de ativo – ação (uma por empresa - a mais líquida), sediadas no Brasil, que possuíam balanços consolidados na data de 31 de dezembro de cada ano. Estes dados estão em milhares e moeda original, não corrigido pela inflação. Já para o preço da ação e valor de mercado, os dados foram do fechamento de 30 de abril de 1996 a 2008, ajustado pelos dividendos, com tolerância de 15 dias.

Com base nestas características o período selecionado para a aplicação dos dados foi de 1998 a 2007, devido ser este um período com maior estabilidade econômica e número de dados, além disso, antes de 1998 pela necessidade de defasar os dados para análise dos modelos, poderia haver correção monetária, além de ter sido um período de mudanças econômicas. Os anos de 2008 em diante,

foram retirados, em função da crise econômica ocorrida e da aprovação da Lei 11.638/2007 que altera o modelo contábil até então vigente.

Com base nas informações coletadas obteve-se inicialmente 6.520 observações, e um total de 652 empresas disponíveis no ECONOMÁTICA<sup>®</sup> para os 10 anos do estudo (1998 a 2007). Destes dados, foram excluídos, 4.471 observações com dados ausentes ou não disponíveis referentes às variáveis do modelo de Basu (1997) e 3.037 observações para o modelo de BS (2005).

Tal diferença ocorre devido à disponibilidade de informações das variáveis que compõem os modelos. Como BS (2005) utiliza apenas variáveis contábeis, tem disponível na base de dados um maior número de informações que geram uma quantidade um pouco maior de observações finais em relação às variáveis utilizadas no modelo de Basu (1997).

Para fazer a classificação das empresas identificando as que emitiram e as que não fizeram emissão de ADRs e discriminar qual o tipo de listagem, utilizou-se os bancos de dados do BNY Mellon (BNY)<sup>15</sup>, registros disponíveis na CVM<sup>16</sup>, e dados da NYSE<sup>17</sup>. A Tabela 2 demonstra a relação das empresas que fizeram emissão de valores mobiliários no mercado dos Estados Unidos no período de 1992 a 2010, porém, como o período selecionado para o estudo é de 1998 a 2007. Do total de empresas e observações, passa-se a ter 80 empresas listadas com 442 observações e 494 observações respectivamente para Basu (1997) e BS (2005).

Assim como nos trabalhos originais, em relação à amostra, foi realizado o tratamento dos *outliers*. Para a identificação de dados extremos, foi aplicada a

---

<sup>15</sup> BNY Mellon - <[http://www.adrbnymellon.com/dr\\_directory.jsp?paramUserType=broker](http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp?paramUserType=broker)> acesso em 01/03/2011.

<sup>16</sup> CVM – Comissão de Valores Mobiliários <<http://www.cvm.gov.br/>> acesso em 01/03/2011

<sup>17</sup> Bolsa de Valores de Nova Iorque <[http://www.nyse.com/about/listed/lc\\_all\\_region\\_4.html?country=7](http://www.nyse.com/about/listed/lc_all_region_4.html?country=7)> acesso em 01/03/2011

técnica “winsor”<sup>18</sup> para 1% de cada variável. Esta técnica foi utilizada por não excluir os dados extremos das variáveis e assim não causar redução na amostra, além disso, as variáveis dos modelos são propensas a existência maior de dados extremos, podendo causar viés nos resultados caso não sejam tratados<sup>19</sup>.

Após isto, as regressões dos modelos descritos foram estimadas em painel, analisando-se os pressupostos das regressões e utilizando-se recursos de duplo efeito fixo (empresa e ano) e erro padrão robusto.

---

<sup>18</sup> Utilizar a técnica de tratamento “winsor”, significa que as observações em determinado percentil serão substituídas pelo valor que a observação anterior ou posterior assumir. O *winsorized* é um mecanismo usado para não diminuir o número de observações da amostra, pois a idéia é substituir as observações que se encontram nos limites inferiores e superiores pelos seus respectivos valores limítrofes (GARCIA, 2002, p. 53).

<sup>19</sup> No caso dos trabalhos de Basu (1997) e BS (2005) seus resultados não são qualitativamente alterados em função do tratamento de outliers, conforme colocam. Este não é o caso das empresas brasileiras, que podem ter variações maiores nos dados referentes às variáveis aplicadas aos modelos, podendo neste caso alterar os resultados dos estudos caso não sejam considerados.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo descreve os resultados encontrados com relação à mensuração do conservadorismo contábil das demonstrações financeiras em função da dupla listagem das empresas brasileiras baseada nos modelos apresentados anteriormente.

### 4.1 ANÁLISES DOS RESULTADOS MODELO DE BASU (1997)

Para o modelo de Basu (1997), a Tabela 5 demonstra a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo. Ressalta-se nestes dados a média negativa e a alta variação (-39,1126 a 3,6424) referente a variável LPA (Lucro por Ação), mesmo após tratamento dos dados. Fato que talvez possa ser explicado pela quantidade de empresas com lucros negativos para o período verificado, ou ainda, por ser uma variável que pode ser sensível ao baixo preço da ação, gerando assim algum viés em seus resultados.

Também se observa uma variação relativamente alta na variável R – Retorno (-0,7375 a 5,6666), que em consequência, impacta nos resultados das variáveis  $Ad \cdot R$ ,  $Adr \cdot R$  e  $Er \cdot R$ . Destaca-se a média positiva, em contraponto à média negativa de LPA.

**Tabela 5: Estatística Descritiva – Modelo Basu**

<i>Variável</i>	<i>Observações</i>	<i>Medida</i>	<i>Des.Padrão</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
LPA	2336	-0,8360	4,9192	-39,1126	3,6424
D	2065	0,3418	0,4744	0	1
R	2075	0,4244	0,9365	-0,7375	5,6666
$D \cdot R$	2065	-0,9753	0,1786	-0,7375	0
Ad	2065	0,8420	0,2777	0	1
$Ad \cdot D$	2065	0,0634	0,2438	0	1
$Ad \cdot R$	2075	0,0710	0,3105	-0,7375	3,5382
$Ad \cdot R \cdot D$	2065	-0,0149	0,0726	-0,7375	0
Adr	2065	0,0386	0,1927	0	1

Adr*D	2065	0,0305	0,1720	0	1
Adr*R	2075	0,0300	0,1822	-0,7043	2,4783
Adr*R*D	2065	-0,0068	0,0483	-0,7043	0
Er	2065	0,0159	0,1252	0	1
Er*D	2065	0,0145	0,1196	0	1
Er*R	2075	0,0099	0,1197	-0,6121	2,4523
Er*R*D	2065	-0,0039	0,3798	-0,6121	0

Na Tabela 6 estão apresentados os resultados dos dados em painel para as hipóteses H1, H2 e H3, respectivamente, referente à dupla listagem e o conservadorismo, conforme descrito anteriormente nas equações (1), (2) e (3).

**Tabela 6: Resultados das regressões com dados em Painel**

Equação (1):  $LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Ad + \alpha_5 D * Ad + \alpha_6 R * Ad + \alpha_7 R * D * Ad + \varepsilon_{i,t}$   
Equação (2):  $LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Adr + \alpha_5 D * Adr + \alpha_6 R * Adr + \alpha_7 R * D * Adr + \varepsilon_{i,t}$   
Equação (3):  $LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Er + \alpha_5 D * Er + \alpha_6 R * Er + \alpha_7 D * R * Er + \varepsilon_{i,t}$

	H1 – (Equação 1)	H2 – (Equação 2)	H3 – (Equação 3)
$\alpha_1 D_{i,t}$	-0,1649 (-0,61)	-0,1448 (-0,60)	-0,1314 (-0,59)
$\alpha_2 R_{i,t}$	0,0380 (0,31)	0,0366 (0,31)	0,0386 (0,34)
$\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$	0,3233 (0,31)	0,3590 (0,37)	0,3610 (0,39)
$\alpha_4 Ad$	-0,0912 (-0,67)	-	-
$\alpha_5 Ad * D$	0,1430 (0,48)	-	-
$\alpha_6 Ad * R$	-0,0093 (-0,07)	-	-
$\alpha_7 Ad * R * D$	0,0938 (0,08)	-	-
$\alpha_4 Adr$	-	-0,1297 (-1,16)	-
$\alpha_5 Adr * D$	-	0,1022 (0,42)	-
$\alpha_6 Adr * R$	-	0,0291 (0,42)	-
$\alpha_7 Adr * R * D$	-	-0,2946 (-0,30)	-
$\alpha_4 Er$	-	-	-0,1654 (-1,12)
$\alpha_5 Er * D$	-	-	0,0139 (0,06)
$\alpha_6 Er * R$	-	-	-0,0001 (-0,00)
$\alpha_7 Er * R * D$	-	-	-0,4898 (-0,51)

Nº de observações : 2.039

Prob > F = 0.1767

Obs.:  $LPA_{i,t}$  – lucro por ação da empresa i no período t;  $P_{i,t-1}$  – preço da ação da empresa i, no

período t-1; D – variável *dummy* com valor 1 (um) para retornos negativos e 0 (zero) para os demais retornos; R - retorno econômico da empresa i no ano t (em abril do ano t para t-1 deflacionado pelo valor de mercado do período anterior); Ad – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa i e 0 (zero) para os demais; ADR – variável *dummy* ADR com valor 1 (um) para as empresas que aderiram a um dos níveis de ADR na NYSE e 0 (zero) para os demais casos. Er – variável *dummy* – *Equity Raise*, que representa valor 1 (um) para as empresas que são listadas no 144A ou no Nível III de ADR e 0 (zero) para os demais casos.

---

Conforme resultados apresentados, a maioria dos coeficientes, para as três hipóteses, apresentam sinal de acordo com o esperado, com exceção de  $\alpha_7$  - para H2 e H3; e  $\alpha_6$  para H1 e H3, que apresentam sinal negativo. Essa ocorrência indica que a listagem nestes casos reflete no lucro positivamente, o que não é esperado para o modelo. Já para coeficiente  $\alpha_6$  em H1 e H3, há evidência de relação inversa de lucro x retorno. Consoante a isso, nenhuma das variáveis do modelo se mostrou estatisticamente significantes nem ao nível de 10%.

Dessa forma, os resultados evidenciam não haver incentivos no conservadorismo contábil, em função da dupla listagem das empresas em qualquer forma de adesão a um dos tipos de ADR, ou aos Níveis II e III, ou, em função do aumento de capital (III e 144A), rejeitando assim, as três hipóteses propostas no estudo. Resultados semelhantes são encontrados nos trabalhos de Costa (2008), Antunes (2007), Lopes e Walker (2008), Santos (2006), Costa et al (2006) e parcialmente nos estudos de Lubberink e Huijgen (2006; 2005; 2000) e Ball, Kothari e Robin (2000).

Ressalta-se que não foram adicionadas as variáveis de controle relativas à SOX, devido o impacto da lei em relação ao conservadorismo contábil ter sido estudado por Mendonça (2008), e em seus resultados não foi detectado aumento no conservadorismo após a implementação da nova Lei.

Outro fator que poderia influenciar os resultados do estudo seria os setores regulados, uma vez que o Brasil ainda tem forte regulação. Ao retirar os setores de

finanças e energia elétrica da amostra, não foram verificadas alterações relevantes nos resultados, sendo este fato corroborado pelo trabalho efetuado por Costa et al (2009).

Em seu trabalho Costa et al (2009) verificaram o impacto da regulação no nível de conservadorismo contábil no Brasil. Os autores encontraram como resultados dos testes efetuados com dois modelos propostos por Basu (1997) que as empresas destes setores não apresentam maior conservadorismo.

Segundo descrito por Basu (1997, p.10), todas as variáveis são escalonadas pelo preço da ação para redução da heterocedasticidade, e como os resultados dos testes podem ser sensíveis à variação (baixa) do preço das ações e assim sofrer algum tipo de viés, os testes foram replicados usando o valor do Ativo Total como deflator para os dados. Os resultados são apresentados na Tabela 7.

Para complementar e dar mais consistência aos resultados encontrados, uma vez que alguns não ocorreram de acordo com o esperado, como visto antes, o modelo também foi aplicado apenas para as empresas com lucros positivos, e seus resultados são demonstrados na Tabela 8.

**Tabela 7: Resultados das regressões com dados em Painel – Escalonado ATt-1**

Equação (1):  $LPA_{i,t}/At_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Ad + \alpha_5 D * Ad + \alpha_6 R * Ad + \alpha_7 R * D * Ad + \varepsilon_{i,t}$   
 Equação (2):  $LPA_{i,t}/At_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Adr + \alpha_5 D * Adr + \alpha_6 R * Adr + \alpha_7 R * D * Adr + \varepsilon_{i,t}$   
 Equação (3):  $LPA_{i,t}/At_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Er + \alpha_5 D * Er + \alpha_6 R * Er + \alpha_7 D * R * Er + \varepsilon_{i,t}$

	H1 – (Equação 1)	H2 – (Equação 2)	H3 – (Equação 3)
$\alpha_1 D_{i,t}$	-7,0906 (-0,51)	-6,0706 (-0,48)	-5,7006 (-0,47)
$\alpha_2 R_{i,t}$	0,4547 (0,55)	0,4560 (0,55)	0,4302 (0,54)
$\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$	-0,0952 (-0,03)	-0,0964 (-0,03)	-0,1333 (-0,04)
$\alpha_4 Ad$	1,0406 (0,23)	-	-
$\alpha_5 Ad * D$	6,5306 (0,48)	-	-
$\alpha_6 Ad * R$	-0,5761 (-0,69)	-	-
$\alpha_7 Ad * R * D$	0,0844 (0,03)	-	-

$\alpha_4 \text{Adr}$	-	-8,1007 (-0,29)	-
$\alpha_5 \text{Adr}^*D$	-	5,3506 (0,43)	-
$\alpha_6 \text{Adr}^*R$	-	-0,5798 (-0,71)	-
$\alpha_7 \text{Adr}^*R^*D$	-	0,0757 (0,02)	-
$\alpha_4 \text{Er}$	-	-	-5,5107 (-0,16)
$\alpha_5 \text{Er}^*D$	-	-	5,9406 (0,50)
$\alpha_6 \text{Er}^*R$	-	-	-0,3614 (-0,47)
$\alpha_7 \text{Er}^*R^*D$	-	-	0,0690 (0,02)

Nº de observações: 2.034

Prob > F = 0.0210

OBS.:  $LPA_{i,t}$  – lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $Ati,t-1$  – valor do Ativo Total da empresa  $i$ , no período  $t-1$ ;  $D$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para retornos negativos e 0 (zero) para os demais retornos;  $R$  - retorno econômico da empresa  $i$  no ano  $t$  (em abril do ano  $t$  para  $t-1$  deflacionado pelo valor do Ativo Total do período anterior);  $Ad$  – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa  $i$  e 0 (zero) para os demais;  $Adr$  – variável *dummy* ADR com valor 1 (um) para as empresas que aderiram a um dos níveis de ADR na NYSE e 0 (zero) para os demais casos.  $Er$  – variável *dummy* – *Equity Raise*, que representa valor 1 (um) para as empresas que são listadas no 144A ou no Nível III de ADR e 0 (zero) para os demais casos.

Os resultados anotados na Tabela 7 se apresentam qualitativamente semelhantes aos apresentados na Tabela 6. Destaca-se a alteração do sinal da variável  $\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$  que passa a se apresentar com sinal negativo, ou seja, aqui a informação positiva seria divulgada mais rapidamente que a negativa, fato não esperado para o modelo de Basu (1997).

Já para a dupla listagem nas diversas formas apresentadas nas hipóteses do trabalho, apenas  $\alpha_7$  - para H2 e H3, se altera em comparação ao mostrado na Tabela 6, passando a ocorrer conforme delimitado no estudo, ou seja, a dupla listagem tende a refletir as informações negativas mais rapidamente que as positivas. Mas, outro fato que permaneceu inalterado foi que nenhum coeficiente se apresentou significativo ao nível de 1%, 5% ou 10%, rejeitando também as três hipóteses do trabalho.

**Tabela 8: Resultados das regressões com dados em Painel - Lucros Positivos**

Equação (1):  $LPA_{i,t}/At_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Ad + \alpha_5 D * Ad + \alpha_6 R * Ad + \alpha_7 R * D * Ad + \varepsilon_{i,t}$   
 Equação (2):  $LPA_{i,t}/At_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Adr + \alpha_5 D * Adr + \alpha_6 R * Adr + \alpha_7 R * D * Adr + \varepsilon_{i,t}$   
 Equação (3):  $LPA_{i,t}/At_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 Er + \alpha_5 D * Er + \alpha_6 R * Er + \alpha_7 D * R * Er + \varepsilon_{i,t}$

	H1 – (Equação 1)	H2 – (Equação 2)	H3 – (Equação 3)
$\alpha_1 D_{i,t}$	-0,0488 (-0,69)	-0,0526 (-0,82)	-0,0360 (-0,63)
$\alpha_2 R_{i,t}$	0,2370* (4,84)	0,2231* (5,05)	0,2179* (5,12)
$\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$	-0,2406 (-1,08)	-0,2525 (-1,21)	-0,2114 (-1,07)
$\alpha_4 Ad$	-0,0215 (-0,47)	-	-
$\alpha_5 Ad * D$	0,0112 (0,13)	-	-
$\alpha_6 Ad * R$	-0,1535** (0,005)	-	-
$\alpha_7 Ad * R * D$	-0,0075 (-0,02)	-	-
$\alpha_4 Adr$	-	-0,0163 (-0,35)	-
$\alpha_5 Adr * D$	-	0,0714 (1,05)	-
$\alpha_6 Adr * R$	-	-0,1722** (-2,95)	-
$\alpha_7 Adr * R * D$	-	0,3184 (1,39)	-
$\alpha_4 Er$	-	-	-0,0766 (-1,21)
$\alpha_5 Er * D$	-	-	-0,05021 (-0,58)
$\alpha_6 Er * R$	-	-	-0,1977* (-4,19)
$\alpha_7 Er * R * D$	-	-	0,0887 (0,36)

Nº de observações: 1.474

Prob > F = 0.0000

\*Significância estatística 1%; \*\*Significância estatística 5%;

OBS.:  $LPA_{i,t}$  – lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $At_{i,t-1}$  – valor do Ativo Total da empresa  $i$ , no período  $t-1$ ;  $D$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para retornos negativos e 0 (zero) para os demais retornos;  $R$  – retorno econômico da empresa  $i$  no ano  $t$  (em abril do ano  $t$  para  $t-1$  deflacionado pelo valor do Ativo Total do período anterior);  $Ad$  – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa  $i$  e 0 (zero) para os demais;  $Adr$  – variável *dummy* ADR com valor 1 (um) para as empresas que aderiram a um dos níveis de ADR na NYSE e 0 (zero) para os demais casos.  $Er$  – variável *dummy* – *Equity Raise*, que representa valor 1 (um) para as empresas que são listadas no 144A ou no Nível III de ADR e 0 (zero) para os demais casos.

Como efeito da aplicação do modelo a apenas empresas com lucro positivo, a Tabela 8 mostra que em relação ao coeficiente  $\alpha_3$  os resultados são iguais aos da Tabela 7, e o coeficiente  $\alpha_7 Ad * D * R$  ocorreu alteração de sinal, passando a negativo. Da mesma forma, nenhum coeficiente foi significativo.

Entretanto, o coeficiente relacionado ao Retorno ( $\alpha_2R$ ), que demonstra a relação lucro x retorno, passa a ser significativo ao nível de 1% e permanece positivo, indicando que para as empresas com resultados positivos divulgados, a informação prestada ao mercado chega a tempo oportuno, onde, Retorno positivo reflete lucro positivo e retorno negativo reflete lucro negativo, fato que não pode ser inferido para as empresas com resultados diferentes de positivo, conforme evidenciado anteriormente.

Já para  $\alpha_6$  nas três equações, os sinais permanecem como apresentados nos primeiros resultados, contudo, evidencia-se significância de 1% (H3) e 5% (H1 e H2) para as três hipóteses, o que não foi mostrado nas Tabelas 6 e 7.

Neste sentido, infere-se que os elementos das demonstrações financeiras comunicados ao mercado, apesar de terem coeficientes significativos, não chegam a reconhecimento oportuno em função da dupla listagem das empresas; pois, o sinal negativo observado nos resultados apresentados sugere uma possível diminuição na relação retorno e lucro, ressaltando-se este fato para as empresas com divulgação de resultados positivos.

Ainda sobre os retornos, Hendriksen e Van Breda (1999) dizem que os resultados das empresas variam na direção dos lucros contábeis, pois os títulos reagem aos mesmos eventos que os lucros. Neste sentido, entende-se que muitas empresas com prejuízos geram uma considerável redução no seu valor de mercado, fato refletido no preço de suas ações.

Collins et al (1999) em seu estudo sobre a avaliação patrimonial e resultados negativos afirmam que a relação negativa para as empresas que publicam prejuízos ocorre em função da má especificação da avaliação, e esta pode ser eliminada com

a inclusão do valor do patrimônio como *proxy* na especificação da avaliação das empresas com maior probabilidade de perdas.

Estudos anteriores como os de Costa (2004) e Kaizer (2007) demonstraram resultados semelhantes em relação ao coeficiente de Retorno, ou seja, baixa relação entre retorno e lucro corrente, e explicam que tal fato pode ser devido ao Brasil ser considerado de modelo *code-law* (Kaizer, 2007; Santos, 2006; Costa, 2004).

Assim, segundo Costa (2004, p. 48), “quando o retorno econômico é positivo, é refletido lucro positivo e quando o retorno econômico é negativo, é refletido lucro negativo”. Isso evidencia a oportunidade do lucro contábil, ou seja, a incorporação do retorno econômico do período por meio do lucro contábil (Kaizer, 2007).

## 4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO DE BS (2005)

Este item apresenta os resultados dos testes das regressões para o modelo de Ball e Shivakumar (2005) sobre o conservadorismo contábil das demonstrações financeiras quando da dupla listagem das empresas brasileiras.

A Tabela 9 apresenta a estatística descritiva do modelo. Ressalta-se nestes dados o fato de que, assim como na média em relação à variável de lucro do modelo de Basu(1997), as médias para as variações de lucro (variáveis  $VLL_{it}$  e  $VLL_{i,t-1}$ ) também se apresentam negativas, porém com variações mínimas e máximas (-0,8407 a 0,7798) menores, se comparadas ao modelo anterior. Da mesma forma, tal fato pode ser explicado pela quantidade de empresas com resultados negativos no período estudado.

**Tabela 9: Estatística Descritiva – Modelo BS**

Variável	Observações	Média	Des.Padrão	Min	Max
VLLit	3756	-0,103	0,1721	-0,8407	0,7798
Dm	3673	0,5532	0,4972	0	1
VLL <sub>i,t-1</sub>	3676	-0,0085	0,1602	-0,7540	0,6815
DmVLL <sub>i,t-1</sub> *VLL <sub>i,t-1</sub>	3673	-0,0459	0,1122	-0,7540	0
Ad	3673	0,1337	0,3403	0	1
Dm*Ad	3673	0,0803	0,2718	0	1
VLL <sub>i,t-1</sub> *Ad	3676	-0,0016	0,0366	-0,7540	0,6815
DmVLL <sub>i,t-1</sub> *VLL <sub>i,t-1</sub> *Ad	3673	-0,0044	0,0294	-0,7540	0
Adr	3673	0,0615	0,2403	0	1
Dm*Adr	3673	0,0386	0,1928	0	1
VLL <sub>i,t-1</sub> *Adr	3676	-0,0007	0,0156	-0,4195	0,2866
DmVLL <sub>i,t-1</sub> *VLL <sub>i,t-1</sub> *Adr	3673	-0,0016	0,0125	-0,4195	0
Er	3673	0,0253	0,1571	0	1
Dm*Er	3673	0,0157	0,1246	0	1
VLL <sub>i,t-1</sub> *Er	3676	-0,0006	0,0162	-0,6407	0,2122
DmVLL <sub>i,t-1</sub> *VLL <sub>i,t-1</sub> *Er	3673	-0,0009	0,0148	-0,6407	0

**Tabela 10: Resultados da regressão com dados em Painel – BS (2005)**

Equação (4):  $VLL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DmVLL_{i,t-1} + \beta_2 VLL_{i,t-1} + \beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} + \beta_4 Ad + \beta_5 DmVLL_{i,t-1} * Ad + \beta_6 VLL_{i,t-1} * Ad + \beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Ad + \epsilon_{i,t}$

Equação (5):  $VLL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DmVLL_{i,t-1} + \beta_2 VLL_{i,t-1} + \beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} + \beta_4 Adr + \beta_5 DmVLL_{i,t-1} * Adr + \beta_6 VLL_{i,t-1} * Adr + \beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Adr + \epsilon_{i,t}$

Equação (6):  $VLL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DmVLL_{i,t-1} + \beta_2 VLL_{i,t-1} + \beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} + \beta_4 Er + \beta_5 DmVLL_{i,t-1} * Er + \beta_6 VLL_{i,t-1} * Er + \beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Er + \epsilon_{i,t}$

	H1 – (Equação 4)	H2 – (Equação 5)	H3 – (Equação 6)
B <sub>1</sub> Dm	-0,0074 (-0,97)	-0,0065 (-0,90)	-0,0058 (-0,82)
$\beta_2 VLL_{i,t-1}$	-0,7311* (-7,95)	-0,7403* (-8,35)	-0,7392* (-8,39)
$\beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1}$	0,7299* (5,28)	0,7381* (5,54)	0,7416* (5,56)
$\beta_4 Ad$	-0,0053 (-0,34)	-	-
B <sub>5</sub> Dm*Ad	0,0059 (0,31)	-	-
$\beta_6 VLL_{i,t-1} * Ad$	-0,1507 (-0,57)	-	-
$\beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Ad$	0,1442 (0,35)	-	-
$\beta_4 Adr$	-	-0,0273** (-2,14)	-
B <sub>5</sub> Dm*Adr	-	0,0283** (2,39)	-
$\beta_6 VLL_{i,t-1} * Adr$	-	0,3536** (2,49)	-
$\beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Adr$	-	-0,0276 (-0,11)	-
$\beta_4 Er$	-	-	-0,0309*** (-1,69)
B <sub>5</sub> Dm*Er	-	-	0,0050 (0,24)
$\beta_6 VLL_{i,t-1} * Er$	-	-	0,4039*** (1,75)
$\beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Er$	-	-	-0,5496 (2,63)

---

Nº observações : 3.480

Prob > F = 0.0000

---

\*Significância estatística 1%; \*\*Significância estatística 5%; \*\*\*Significância estatística 10%.

OBS.:  $VLL_{i,t}$  – variação do lucro líquido da empresa  $i$  do ano  $t-1$  para  $t$  dividido pelo valor do Ativo Total;  $DVLL_{i,t-1}$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para variação negativa do período  $t-1$  para  $t$  e 0 (zero) para os demais;  $VLL_{i,t-1}$  – variação do lucro líquido da empresa  $i$  do ano  $t-2$  para o  $t$ , deflacionado pelo valor do Ativo Total;  $Ad$  – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa  $i$  e 0 (zero) para os demais;  $Adr$  – variável *dummy*  $Adr$  com valor 1 (um) para as empresas que aderiram a um dos níveis de *ADR* na *NYSE* e 0 (zero) para os demais casos.  $Er$  – variável *dummy* – *Equity raise*, que representa valor 1(um) para as empresas que são listadas no 144A ou no nível III de *ADR* e 0 (zero) para os demais casos.

---

Com relação aos resultados apresentados na Tabela 10 para o modelo de Ball e Shivakumar (2005), o coeficiente  $\beta_2$  se mostra em conformidade ao esperado para o modelo, indicando as variações positivas como componentes persistentes do resultado contábil e que, portanto, são revertidas em períodos subseqüentes para as equações 4, 5 e 6.

Já o coeficiente  $\beta_3$ , apesar de significativo ao nível de 1%, se apresenta com sinal contrário ao esperado, também para as três especificações, sugerindo para as empresas brasileiras, menor reversão dos resultado contábeis negativos.

Entretanto, a ocorrência de conservadorismo nas empresas pode ser verificada, pois Ball e Shivakumar (2005) predizem que quando a soma dos coeficientes  $\beta_2 + \beta_3 < 0$  indica reconhecimento oportuno (conservadorismo) dos componentes transitórios das variações negativas.

A Tabela 10 mostra que para as variáveis  $\beta_2$  e  $\beta_3$  que são estatisticamente significantes ao nível de 1% e seu somatório é menor que zero (-0,0012; -0,0022; -0,0024), respectivamente para as Equações 4, 5 e 6, indicando assim a antecipação assimétrica de perdas econômicas para as demonstrações financeiras das empresas brasileiras, fato não ocorrido com o modelo de Basu (1997). Resultados semelhantes são verificados no trabalho de Paulo et al (2008) e Antunes et al (2010).

Para as hipóteses levantadas neste estudo, a inferência para as hipóteses de aumento do conservadorismo em função da adesão aos níveis I, II, III e/ou 144A; para as empresas listadas na NYSE (II e III); e a terceira, referente ao conservadorismo em função da captação de recursos (III e 144A) das empresas atuantes em dois mercados, não podem ser confirmadas.

O fato ocorre devido o coeficiente  $\beta_7$  nas três equações não serem estatisticamente significantes aos níveis de 1%, 5% e 10% e apenas o sinal do coeficiente da equação 4 ser positivo (os demais são negativos), sugerindo que a frequência de reversão da informação contábil negativa não aumenta com os diferentes tipos de dupla listagem verificados, corroborando dessa forma os resultados do modelo anterior para os efeitos da dupla listagem no conservadorismo.

Os trabalhos sobre a dupla listagem desenvolvidos por Coelho et al (2007) e Mendonça et al (2010), tem verificações semelhantes às demonstradas acima. Em seus estudos utilizando o mesmo modelo, não foram encontradas alterações no nível de conservadorismo nas amostras estudadas em função da listagem no mercado norte-americano.

Cabe ressaltar, que ao utilizar o modelo de Ball e Shivakumar (2005), os demais testes realizados com o modelo de Basu (1997) não se demonstraram necessários, uma vez que, aqui são utilizadas apenas variáveis contábeis, ou seja, neste caso os resultados não são comprometidos pela liquidez em função da variável preço da ação para cálculo do retorno.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve por objetivo verificar os incentivos no grau de conservadorismo das empresas listadas na BM&FBOVSPA, com diferentes tipos de dupla listagem no mercado Norte-Americano. Para que o objetivo pudesse ser alcançado, as seguintes hipóteses foram levantadas:  $H_1$  – A adesão a dupla listagem aumenta o grau de conservadorismo das empresas.  $H_2$  – Aderir aos níveis II e III aumenta o grau de conservadorismo das empresas.  $H_3$  – A listagem nos níveis III e 144A aumentam os incentivos de conservadorismo das empresas.

Duas métricas para mesurar o conservadorismo foram utilizadas: Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Os dados foram coletados na base de dados ECONOMÁTICA, e rodados em painel, com duplo efeito fixo e erro padrão robusto, para a amostra das empresas brasileiras listadas no período de 1998-2007.

Como visto, os resultados obtidos no estudo demonstraram que a dupla listagem em seus diferentes tipos não alterou o grau de conservadorismo das empresas brasileiras listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América, pois nenhum dos coeficientes dos modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) foram estatisticamente significantes, nem ao nível de 10%. Para algumas das equações aplicadas, seus coeficientes tiveram sinais inversos ao esperado.

Em relação aos coeficientes que medem o conservadorismo de todas as empresas foram obtidos indícios diferentes, pois no modelo de Basu (1997) não foi verificada a incidência de conservadorismo, uma vez que os coeficientes não foram significantes. Porém, para o modelo de Ball e Shivakumar (2005) há indícios de conservadorismo nas empresas brasileiras já que a soma dos coeficientes  $\beta_2$  mais  $\beta_3$  é menor que zero.

Outro fator que pode ser notado é em relação ao reconhecimento das informações contábeis ao mercado. A informação só se mostra oportuna para as empresas com resultados positivos (coeficientes nas três equações positivos e significantes a 1%), e os níveis de ADR I, II, III e 144A, mesmo com seus coeficientes sendo significantes, a relação lucroretorno se apresenta inversa e não pode ser considerada oportuna, pois todos os sinais são negativos.

Algumas das possíveis influências para os resultados apresentados podem ser o fato de o mercado brasileiro ser classificado como *code-law*, e ainda possuir maior concentração de propriedade nas mãos de acionistas majoritários, o que poderia diminuir a transparência, além das empresas referentes aos níveis I e R-144A não possuírem a obrigatoriedade de emissão de relatórios nos moldes do US GAAP. (Coelho, 2007; Kaizer, 2007; Santos, 2006, Mendonça et al, 2010).

Ball, Kothari e Robin (2000) complementam que para os países *code-law*, a contabilidade tende a ser mais voltada, principalmente para bancos, fornecedores e governo (pois os acionistas majoritários estão ligados diretamente a gestão da empresa), e possuem acesso às informações internas, de modo que as Demonstrações Contábeis oficiais tendem a ser menos oportunas. Fato que também pode ser influenciado pela menor liquidez das ações de países *code-law* em comparação aos *common-law*, podendo assim em princípio ser uma das evidências da relação negativa encontrada entre lucroretorno.

Outros fatores que podem ainda estar influenciando nos resultados obtidos são: a prática de suavização de resultados, a qualidade do lucro contábil informado, a quantidade de divulgação de prejuízos, a estrutura de propriedade ainda vigente (como destacado acima) e ou em função das informações estarem apresentadas em BR GAAP.

Ainda em relação ao GAAP (diferenças entre BR GAAP e US GAAP) ser um dos fatores de influencia nos resultados, é necessário realizar estudo mais detalhado para as empresas da amostra, uma vez que Santos (2006), encontrou como resultados de sua pesquisa que conservadorismo contábil para as empresas brasileiras emissoras e não emissoras de ADRs, pode não estar no GAAP, e sim que talvez os instrumentos de governança corporativa possam ser fatores que contribuam para o nível de utilização do conservadorismo (Tukamoto, 2004).

Outro fator a ser destacado, e deve ser estudado em futuros trabalhos, é em relação à participação das empresas dos níveis I e R-144A com especial atenção para este último, uma vez que uma de suas características principais ser o fato de suas empresas terem informações “privilegiadas”, por se tratarem de investidores com “expertise” pode ter também influenciado nos resultados em relação ao conservadorismo, até por não estarem sujeitas às normas da SEC, como visto na revisão de literatura.

Porém, cabe ressaltar que Gusmão (2008), utilizou em sua amostra, empresas emissoras de ADRs nos EUA, empresas dos níveis I e R-144A, e seus resultados demonstraram incentivos para maior visibilidade no mercado para toda sua amostra, conforme o modelo utilizado pelo autor, e diminuição do risco entre as empresas emissoras e não emissoras de ADRs.

Marcon (2002) também encontrou incentivos para a emissão de papéis em dupla listagem, pois sua pesquisa demonstrou que a grande maioria das empresas brasileiras que lançaram ADRs apresentou uma valorização nos preços de suas ações em torno da data de listagem indicando uma redução no custo de capital próprio destas empresas. Encontrou também que a listagem internacional ajuda a

reduzir o grau de segmentação de mercado e que a redução esta associada a um aumento nos preços das ações e uma redução nos retornos esperados das ações.

Nesse sentido, Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) buscaram em seu estudo identificar a reação do mercado de capitais referente ao anúncio de prejuízos das empresas de capital aberto. O estudo foi analisado a partir da metodologia do estudo de eventos. Os resultados evidenciaram que o anúncio de prejuízos via Demonstração de Resultados do Exercício apresentou-se como uma informação relevante, que gerou reações negativas no mercado de capitais, como a queda nos preços e retornos das ações da maioria das empresas da amostra, nos dias seguintes ao anúncio.

Os autores verificaram ainda que a eficiência da forma semiforte, é a com mais presença, para o mercado de ações brasileiro em relação aos retornos, uma vez que os retornos anormais tenderam a desaparecer dois dias da negociação após a ocorrência do evento.

Dessa forma, o que se pode inferir é que os incentivos implícitos à dupla listagem, nos diferentes níveis, no mercado americano, não alteram as decisões dos gestores em relação à divulgação mais ou menos conservadoras das informações contábeis. Os benefícios em função da emissão de ADRs níveis I, II, III e 144A são fatores ligados às demais possibilidades levantadas pela literatura.

Já, em relação ao conservadorismo das empresas em geral e a oportunidade da informação, os resultados não podem ser considerados conclusivos, pois como observado os modelos utilizados (Ball e Shivakumar, 2005; e Basu, 1997) apresentam métodos distintos, e mesmo corroboradas por alguns dos estudos realizados, como já visto, divergem em seus resultados de outros. Tais inferências podem estar ligadas aos diferentes incentivos, como visto, para a listagem fora do

país de origem, e que possam vir a afetar ou não o conservadorismo destas empresas emissoras em relação às demais.

Assim, considerando as limitações implícitas aos modelos, à quantidade e qualidade dos dados contábeis disponíveis no país; sugere-se que em estudos futuros sejam feitos novos testes com outros modelos de mensuração do conservadorismo e variáveis de controle, especialmente para verificar as dissociações entre os modelos aplicados neste estudo, incluir outros países considerados *code-law* para comparação dos resultados, verificando as possíveis semelhanças ou diferenças entre os países, incluindo informações referentes aos GAAPs utilizados, e para o caso do Brasil, será necessário verificar os possíveis efeitos da alteração da legislação contábil a partir de 2008.

## 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, out. 2002.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro**: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Thomson, 2. ed. 2002.

ANTUNES, G. A. **Impacto da adesão aos níveis de governança da BM&F BOVESPA na qualidade da informação contábil**: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. 2007. 56 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2007.

ANTUNES, G. A.; TEIXEIRA, A. J. C.; COSTA, F. M.; NOSSA, V. Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 1, p. 1-14, 2010.

BASU, S. The Conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997.

BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The Effect of 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 Accounting conservatism due to debt or share markets? A test of 'contracting' versus 'value relevance' theories of accounting. **Working Paper**. 2005. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 06 maio 2008.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in U.K. private firms. **Journal of Accounting and Economics**, v.39, n.1, p. 83-128, 2005.

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

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital**: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período de 1992-2001. 2002. Tese (Doutorado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2002.

CAMARGOS, M. A.; GOMES, G. D.; BARBOSA, F. V. Integração de mercados e arbitragem com títulos transfronteiriços: ADRS – American Depositary Receipts.

**Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 51-67, abr./jun. 2003.

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

CVM. **Comissão de valores mobiliários**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 13 jul. 2008.

COLLINS, D. W.; PINCUS, M. P.K.; XIE, H., Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. **The Accounting Review**, v. 74, n. 1, p. 29-61, 1999

COSTA, A. C. O. **Conservadorismo e os países da América do Sul: um estudo da aplicação do conservadorismo em cinco países da América do Sul**. 2004. Dissertação (Mestrado profissional em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

COSTA, F.M.; LOPES, A. B.; COSTA, A. C. O. Conservadorismo em cinco países da América do Sul. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 2, n. 41, p. 07-20, 2006.

COSTA, R. A.; COSTA, F. M. ; AMORIM, G.; BAPTISTA, E. C. S. O Impacto da regulação no Conservadorismo das empresas brasileiras listadas na BM & F BM&F BOVESPA. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 12, n. 13, p. 28-37, 2009.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P. RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Brasil: Causas e Conseqüências. IN: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2006.

FOERSTER , S. R.; KAROLYI, G. A. The Effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the united states. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 981-1013, 1999.

GARCIA, L. L. **A curva de salário para o Brasil: uma análise microeconômica a partir dos dados da PNAD de 1981 a 1999**. Dissertação (Mestrado em Economia) – 2002. 91f. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2002.

GONZAGA, R.P.; COSTA, F. M. A Relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2009.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BRED, M. F. **Teoria da Contabilidade**; Tradução de Antonio Zoratto Sanvincente. São Paulo: Atlas, 1999

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas: 2004.

PUBLICO (2011). **CEO da NYSE Euronext destaca desafios em cenário de elevada volatilidade**. IBRI – INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI Coluna de 29/08/2011  
<[http://www.ibri.com.br/download/ibri\\_valor/Coluna\\_IBRI\\_02.09.2011.pdf](http://www.ibri.com.br/download/ibri_valor/Coluna_IBRI_02.09.2011.pdf)> Acesso em: 29 set. 2011

JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p.305-360, 1976.

LANG, M. H.; LINS, K.; MILLER, D. P. ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, v. 2, n. 41, p. 317-345, 2003.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, v. 2, n. 2, 2003.

LEUZ, C. Discussion of ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value? **Working Paper**. 2002. Disponível em: <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>. Acesso em: 20 abr. 2008.

LIMA, M. E. **Dupla negociação e arbitragem entre ações e ADRs de empresas brasileiras**: uma análise empírica. 2005. 140 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, 2005.

LIMA, G. A. S. F.; OZAWA, C. Y. ; GOULART, A. M. C. **Underwriting, Ações, ADR, BDR**. In: Iran Siqueira Lima; Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima; René Coppe Pimentel. (Org.). Curso de Mercado Financeiro: Principais Tópicos. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2006, v. 1, p. 68-106.

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

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working Paper**. 2008. Disponível em: <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>. Acesso em: 05 abr. 2008.

LUBBERINK, M.; HUIJGEN, C. *Cross-listing* in US markets and conservatism: does type of listing matter? **Working Paper**. 2005. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 set. 2007.

LUBBERINK, M.; HUIJGEN, C. Earnings conservatism and equity raisings of cross-listing firms. **Working Paper**. 2006. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 set. 2007.

\_\_\_\_\_. Earnings conservatism, litigation, and contracting: the case of cross-listed firms. **Journal of Business Finance e Accounting**, v.32, n.7-8, p.1275-1309, 2005.  
MARCON, R. **O Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras – O Caso dos American Depositary Receipts (Adrs)**. 2002. 152 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Santa Catarina, 2002.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MATSUMOTO, A. S. **A emissão de “ADRs – American Depositary Receipts” – pelas empresas da América do Sul e a Teoria do Mercado Eficiente**. 1995. 189 p. Tese (Doutorado em Administração) - EAESP/FGV, São Paulo.

MB ASSOCIADOS. **Caderno de estudo BM&F BOVESPA: desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. 2008. Disponível em: <[www.BM&F BOVESPA.com.br](http://www.BM&FBOVESPA.com.br)>. Acesso em: 10 jul. 2008.

MENDONÇA, M. M. de. **O Impacto da lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002**. 2008. 62 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2008.

MENDONCA, M. M.; COSTA, F. M.; GALDI, F. C.; FUNCHAL, B. O Impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 21, n. 52, p. 1-24, 2010.

MORGAN, J. P. Guia de referência. **Global Depositary Receipts**. 2008.

NASCIMENTO, M. **Análise do conteúdo informacional do resultado contábil em US-GAAP: um estudo de evento com companhias abertas brasileiras que negociam ADRs na bolsa de Nova Iorque**. 2006. 106 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

PAE, J.; THORNTON, D. B.; WELKER, M. The Link between earnings conservatism and the price to book ratio. **Contemporary Accounting Research**. v. 22, n. 3 p. 693–717, 2005.

PAULO, E. ; ANTUNES, M. T. P. ; FORMIGONI, H. . Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. **RAE. Revista de Administração de Empresas**, v. 48, p. 46-60, 2008.

RANGEL, L. L. et al. O Conservadorismo contábil e o valor de mercado. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27. 2003, Atibaia (SP). **Anais...São Paulo: ANPAD, 2003.**

SANTOS, L. S. R. **Conservadorismo contábil e timeliness:** evidências empíricas nos demonstrativos contábeis em US-GAAP e BR-GAAP das empresas brasileiras com ADRs negociadas na bolsa de Nova Iorque. 2006. 66 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

SANTOS, L. S. R.; COSTA, F. M. **Conservadorismo contábil e timeliness:** evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 19, n. 48, p. 27-36, 2008.

SAUDAGARAN, S. M. An Empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges. **Journal of International Business Studies**, Spring, p. 101-127, 1988.

SIEGEL, J. Can Foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. securities laws? **Journal of Financial Economics**, n. 75, p. 319–359, 2005.

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

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impactos da Divulgação de Prejuízos nos Retornos de Ações de Companhias participantes do IBOVESA. **Revista Universo Contábil**. v. 4, n. 1, p. 46-63, 2008.

TORRE, A. L. A.; SCHMUKLER, S. L. Emerging capital markets and globalization: the latin American experience. **Working Paper**. 2006. Disponível em: <[http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Schmukler\\_ECMGBookwithdelaTorre.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Schmukler_ECMGBookwithdelaTorre.pdf)>. Acesso em: 13 set. 2008.

TUKAMOTO, Y. S. **Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados:** uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs. 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2004.

WATTS, R. L. A Proposal for research on conservatism. **Working Paper**. 1993. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 22 fev. 2007.

\_\_\_\_\_. Conservatism in accounting part I: explanations and implications. **Accounting Horizon**, v. 17, n. 3, p. 207–221, 2003.

WATTS, R. L; ZIMMERMAN, J. L. The Demand for and supply of accounting theories: the market for excuses. **The Accounting Review**, v. 54, n. 2, p. 273-305, 1979.

ZATTA, F. N. **O Entendimento do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais**: uma contribuição para a formação de preços nesse mercado. 2004. 223 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

ZONATTO, V. C. S. **Evidenciação da Gestão de Riscos do COSO no Relatório da Administração de Empresas Brasileiras com ADRs**. 2008. 158f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2008.