

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

Luis Sérgio Ribeiro dos Santos

**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.**

**VITÓRIA
2006**

LUIS SÉRGIO RIBEIRO DOS SANTOS

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.

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.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**VITÓRIA
2006**

Dedico aos meus pais, Seu Sérgio e Dona Rozali e ao grande amor da minha vida, minha esposa, Meire.

AGRADECIMENTO

Agradeço primeiramente a Deus por ter proporcionado oportunidades em minha vida profissional para que eu tivesse condições financeiras para fazer este curso.

A meus pais pelos ensinamentos firmes que me proporcionaram sabedoria para valorizar cada minuto de minha vida.

A minha esposa pelo carinho e compreensão nos momentos de minha ausência e pelo apoio incondicional.

A todos os colegas de turma, em especial a amigos que formei no mestrado e que ficarão para sempre, inclusive participando da minha vida pessoal.

Aos professores Aridelmo e Valcemiro; estes fazem parte de minha vida acadêmica desde o tempo de graduação.

Ao professor Alexandro Broedel pelas relevantes contribuições e aprendizado.

Ao meu orientador, o professor Fábio Moraes da Costa, pelos ensinamentos e sempre à disposição no apoio para a realização desta pesquisa.

Aos pesquisadores da FUCAPE e amigos Alfredo Sarlo e Flavia Dalmácio.

“A adversidade leva alguns a serem vencidos e outros a baterem recordes.”

(William Arthur Ward)

RESUMO

Este estudo investiga, empiricamente, o nível de utilização do conservadorismo contábil nos demonstrativos contábeis em US GAAP e BR GAAP das empresas brasileiras com ADRs negociadas na NYSE. A motivação deste estudo é fruto das sugestões para futuras pesquisas propostas no trabalho de Costa (2004), e pela baixa dimensão de explicações sobre a utilização do conservadorismo na realidade contábil das empresas brasileiras. Para responder a questão de pesquisa será utilizado o modelo de Basu (1997) aplicado no trabalho "*The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings*". A metodologia adotada compreende uma regressão múltipla cujas variáveis são: lucro, retorno, boas e más notícias. Tem-se como hipótese que o nível de utilização do conservadorismo é maior nos demonstrativos com configuração contábil em US GAAP do que em BR GAAP. Os dados foram coletados na ECONOMÁTICA no período de Dezembro de 1999 até Junho de 2004. Os resultados encontrados geram indícios de que o nível de utilização do conservadorismo não é maior nos demonstrativos com configuração contábil em US GAAP para as empresas brasileiras que negociaram ADRs.

ABSTRACT

The goal of this study is to investigate, empirically, the level of use of the accounting conservatism in the demonstrative ones accounting in US GAAP and BR GAAP of the Brazilian companies with ADRs negotiated in the NYSE. The motivation of this study is fruit of the suggestions for future researches proposed in the work of Costa (2004), and for the low dimension of explanations about the use of the conservatism in the accounting reality of the Brazilian companies. To answer the research subject the model of Basu it will be used (1997) applied in the work "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings." The adopted methodology understands a multiple regression whose variables are: profit, return, good news bad news. It is had as hypothesis that the level of use of the conservatism is larger in the demonstrative ones with accounting configuration in US GAAP than in BR GAAP. The data were collected in ECONOMÁTICA in the period of December of 1999 to June of 2004. The found results generate indications that the level of use of the conservatism is not larger in the demonstrative ones with accounting configuration in US GAAP for the companies that negotiation ADRs.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Características dos modelos Common Law versus Code Law.....	24
Quadro 2 - Resumo das diferenças entre as normas contábeis brasileiras e americanas.....	27

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística Descritiva.....	44
Tabela 2 - Estatística de regressão para lucro contábil segundo normas brasileiras.....	45
Tabela 3 - Estatística de regressão para lucro contábil segundo normas americanas.....	47
Tabela 4 - Estatística de regressão para ajuste aos US GAAP (resíduo).....	49

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Classificação da Amostra conforme tipo de ação e GAAP.....	40
---	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1. Problema.....	15
1.2. Objetivos da Pesquisa.....	15
1.3. Justificativa e Importância da Pesquisa.....	16
1.4. Metodologia e Classificação da Pesquisa.....	17
1.5. Limitações	18
1.6. Desenvolvimento da Pesquisa.....	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1 A Capacidade informacional da contabilidade.....	19
2.2 Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa.....	22
2.3 As normas brasileiras e americanas.....	28
2.4 O conservadorismo no Brasil.....	29
3 REVISÃO DE LITERATURA.....	32
3.1 Evidências empíricas de conservadorismo.....	32
4 HIPÓTESE DO TRABALHO.....	35
5 O MODELO.....	37
6 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	45
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS E SUGESTÃO PARA FUTURAS PESQUISAS.....	52
8 REFERÊNCIAS	55

1. INTRODUÇÃO

Ao longo dos anos pesquisadores desenvolveram estudos a fim de encontrar evidências que revelassem a relevância da informação contábil no mercado de capitais. Estes estudos motivaram e viabilizaram recentes pesquisas no mercado acionário brasileiro. Estudos sobre a relevância da informação contábil no mercado de capitais brasileiros acabaram por analisar uma das importantes características das práticas contábeis: o conservadorismo. Estas evidências podem ser encontradas no trabalho de Lopes (2001) e para Basu (1997) o conservadorismo contábil tem influenciado as práticas de contabilidade há pelo menos quinhentos anos.

No Brasil o arcabouço conceitual básico da contabilidade evidencia o conservadorismo entre os Princípios Fundamentais de Contabilidade e sua conceituação está presente no estudo elaborado pela Fipecafi e na Resolução 750/93 do CFC (Conselho Federal de Contabilidade).

O conservadorismo em termos contábeis normalmente tem sido caracterizado como o reconhecimento assimétrico entre despesas e passivos e ativos e receitas (Lopes, 2001). Costa (2004, p. 38) corrobora ao caracterizar as práticas de conservadorismo:

O conservadorismo é visto como a utilização de práticas contábeis, aplicadas de maneira consistente, que mantenham o valor contábil líquido dos ativos relativamente baixo. São exemplos de práticas conservadoras: a utilização do UEPS (último que entra é o primeiro que sai) para estoques quando comparado com o PEPS (primeiro que entra, primeiro que sai) em um ambiente de aumento de preços, o tratamento de Pesquisa e Desenvolvimento como despesa do período em que ocorre e não como despesa diferida, a utilização do método de depreciação acelerada e de menores prazos de vida útil para o imobilizado.

Lopes (2001) confirmou a expectativa de que a informação contábil no Brasil não é tão conservadora como em países cuja legislação é baseada em lei comum. O

nível de utilização do conservadorismo contábil pode ser influenciado pelos sistemas jurídico e tributário, e pela regulamentação contábil (GAAPS), que pode ser diferenciada em cada país. As práticas e procedimentos contábeis, tais como, FASB nos Estados Unidos, IASB no Reino Unido ou a Lei Societária (6.404/76) no Brasil apresentam normas com diferentes tratamentos de contabilização.

Estudos realizados no mercado de capitais apresentaram evidências de que o conteúdo informacional dos resultados contábeis reflete no preço das ações apesar dos mesmos serem afetados antes do anúncio dos resultados contábeis, ou seja, há uma antecipação do mercado através de outras fontes de informação. Autores como Ball e Brown (1968), Beaver (1968), Lopes (2001) e Sarlo Neto (2004) contribuíram para a formação de tais evidências. A oportunidade (*Timeliness*) da informação contábil tem sido objeto de pesquisa na literatura internacional, tanto que Lopes e Martins (2005, p.80) destacam que estudos desta natureza são extremamente importantes porque tratam de uma das mais relevantes características qualitativas da informação contábil.

Ball, Kothari e Robim (1999) estudaram a oportunidade do resultado contábil entre países *Code-Law* e *Commom-law*, e concluíram que o resultado contábil é mais oportuno nos países *Commom-law*.

As diferentes normas contábeis entre países podem influenciar na qualidade informacional do resultado contábil; empresas de um mesmo país podem divulgar informações para o mercado em diferentes normas. No mercado de capitais brasileiro um grupo de empresas está obrigado a divulgar informações contábeis nas normas brasileira e americana, pelo fato de negociarem títulos na Bolsa de Nova Iorque, destacam-se as companhias brasileiras emissoras de ADRs.

Um ADR – *American Depositary Receipt* – é um recibo de depósito de títulos e valores mobiliários de empresas não-americanas negociável no mercado norte-americano. Os ADRs podem ser negociados nas principais bolsas de valores (New York Stock Exchange) ou no mercado de balcão (NASDAQ). Quando empresas não americanas negociam ADRs no mercado norte-americano, estão sujeitas às normas do FASB (US GAAP). Os programas de ADRs se apresentam em quatro níveis, programas do nível 1, nível 2, nível 3 e regra 144 A. Os programas de ADRs apresentam as seguintes características:

Programa de Nível 1: Os ADRs não estão listados nas bolsas americanas e a empresa está sujeita a um menor número de exigência. A negociação ocorre no mercado de Balcão.

Programa de Nível 2: Maior número de requisitos exigidos pela SEC e demais regulamentações. A negociação ocorre em uma das bolsas norte-americanas.

Programa de Nível 3: A empresa emissora está sujeita a numerosas regulamentações de valores mobiliários norte-americanos. A oferta é registrada na *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Programa sob a Regra 144 A: A oferta não é registrada na SEC; a empresa emissora se sujeita a um menor número de exigências da legislação sobre valores mobiliários norte-americanos.

Como as empresas brasileiras que emitem ADRs estão sujeitas às normas americanas que dão, comparativamente às normas brasileiras, tratamentos diferenciados quanto às práticas e procedimentos contábeis, este estudo procura investigar o nível de utilização do conservadorismo e a oportunidade da informação

contábil nos demonstrativos contábeis entre as normas brasileiras e as normas americanas nestas empresas. Este estudo desenvolve o modelo utilizado por Basu (1997) para medir o nível de utilização do conservadorismo e a oportunidade da informação contábil entre as normas contábil brasileira e americana nas companhias brasileiras emissoras de ADRs.

1.1 Problema

Considerando que as práticas e procedimentos contábeis são diferenciados entre os países, e que as empresas brasileiras emissoras de ADRs estão sujeitas aos modelos contábil brasileiro e americano, esta pesquisa procura investigar a seguinte questão:

Qual o nível de utilização do conservadorismo e como o lucro contábil incorpora o retorno econômico (timeliness) entre os demonstrativos com configuração contábil em US GAAP e BR GAAP nas empresas listadas na Bovespa com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque?

1.2 Objetivos da Pesquisa

A presente pesquisa tem como objetivo principal investigar empiricamente o nível de utilização do conservadorismo contábil nos demonstrativos em US GAAP e BR GAAP entre as companhias brasileiras emissoras de ADRs.

Como o modelo utilizado na pesquisa também permite avaliar a oportunidade (*Timeliness*) da informação contábil, de forma complementar o estudo adiciona análises quanto ao reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil entre os GAAPs das empresas estudadas.

1.3 Justificativa e Importância da Pesquisa

Espera-se que este estudo venha fomentar as pesquisas que investigam o nível de utilização do conservadorismo no mercado acionário brasileiro, pois existem poucas evidências empíricas na literatura brasileira. Esta pesquisa tem a intenção de ampliar os estudos existentes sobre o comportamento da contabilidade nas companhias brasileiras emissoras de ADRs e as investigações que relacionam as variáveis lucro contábil e retorno econômico.

De forma geral, esta pesquisa procura contribuir para intensificar os estudos que comparam a influência dos modelos contábeis na capacidade informacional da contabilidade.

Pode-se encontrar na literatura internacional estudos relevantes sobre o princípio contábil do conservadorismo, entretanto, as pesquisas realizadas até o momento não investigaram as particularidades das companhias brasileiras.

Em sentido mais amplo, espera-se que este trabalho gere evidências sobre o comportamento da informação contábil a fim de auxiliar os investidores e analistas de mercado no processo decisório.

1.4 Metodologia e Classificação da Pesquisa

A presente pesquisa utilizará uma abordagem positiva. De acordo com seus objetivos, foi utilizado neste estudo um modelo que permite investigar a relação entre variáveis, através da análise de regressão múltipla. O modelo utilizado é o de Basu (1997), que permite relacionar as variáveis lucro contábil e retorno econômico e para Watts (2004) muitos estudos com o mesmo objetivo utilizaram este modelo.

Quanto aos aspectos epistemológicos esta pesquisa pode ser classificada como pesquisa exploratória, ex-post-facto. Segundo Gil (1996, p.45) as pesquisas exploratórias têm como objetivo "proporcionar maior familiaridade com o tema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições". De acordo com Martins (2000, p.26), na pesquisa ex-post-facto o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes porque suas manifestações já ocorreram, ou porque elas são, por sua natureza, não manipuláveis.

1.5 Limitações

Durante a realização da pesquisa foi possível encontrar algumas limitações:

- a) Seleção da Amostra: A pouca quantidade de dados pode dificultar o estabelecimento de conclusões e análise dos resultados, apesar da amostra ser considerada representativa. Deve-se tomar cuidado com a generalização dos resultados.
- b) A utilização da variável retorno econômico (variação do valor de mercado da ação) como referencial para indicar boas e más notícias.

1.6 Desenvolvimento da Pesquisa

O presente estudo está organizado e estruturado da seguinte forma: o primeiro capítulo trata da introdução, dos objetivos, contribuições, importância e metodologia adotada; o segundo capítulo dedica-se à exposição da capacidade informacional da contabilidade; o Gerenciamento de Resultados e a Governança Corporativa, às normas brasileiras e americanas, à origem do conservadorismo e o conservadorismo no Brasil; o terceiro capítulo revisa a literatura, destacando estudos relevantes tanto para a compreensão do tema, bem como para o modelo de estimação; o quarto capítulo tem o objetivo de formular a hipótese de pesquisa; no quinto capítulo encontra-se a metodologia do estudo empírico; no sexto capítulo os resultados obtidos e no sétimo e último capítulo as conclusões e considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A capacidade informacional da contabilidade

Dentro do paradigma positivo, a relação entre a informação contábil e o preço dos títulos negociados em bolsa de valores é central. Isso porque os preços de mercado refletem as expectativas dos agentes econômicos acerca do futuro da empresa e da economia (Lopes e Martins 2005, p.77).

O lucro contábil e sua relação com o mercado de capitais tem sido objeto de diversas pesquisas empíricas, principalmente a partir do trabalho seminal dos professores australianos Ray Ball e Philip Brown em 1968. A realização deste trabalho marca o desenvolvimento da pesquisa positiva em contabilidade. Ball e Brown investigaram se na divulgação dos resultados havia relação entre lucro contábil e preço das ações, ou seja, se o lucro contábil possuía capacidade informacional.

Seus resultados, dizendo essencialmente que os preços de títulos variam na mesma direção dos lucros contábeis, têm sido confirmados varias vezes desde então. (...) Alguns podem achar que este é um resultado óbvio e pouco especulador. No entanto, foi o primeiro indício concreto ao qual os contadores puderam apontar como demonstração de que os números contábeis eram informativos. (Hendriksen e Van Breda, 1999, p. 206)

No Brasil algumas pesquisas geraram evidências sobre a relevância da informação contábil no mercado de capitais. Sarlo Neto (2004) investigou se as informações contidas nas demonstrações contábeis e divulgadas ao mercado são refletidas pelos preços das ações, demonstrando a utilidade da contabilidade como fonte de informação para o mercado. As evidências encontradas no trabalho de Sarlo Neto (2004) confirmam a relevância das informações contábeis divulgadas como fonte de informação para os investidores.

Segundo Sarlo Neto (2004), as evidências encontradas na pesquisa indicam também que,

as evoluções das carteiras (*Good News e Bad News*) sinalizam um comportamento conservador do mercado em relação às informações divulgadas pela contabilidade. Os retornos sinalizam que o mercado tende a antecipar resultados ruins e prefere ser cauteloso ao antecipar resultados bons.

Costa (2005) avaliou a relevância das informações contábeis ajustadas aos US GAAP realizados por empresas brasileiras que possuem ADRs negociadas na bolsa de Nova Iorque, e os resultados encontrados evidenciam que a informação contábil é relevante. As informações em US GAAP possuem conteúdo informacional já existente e os ajustes aos US GAAP são relevantes para o mercado, em relação ao patrimônio líquido, mas não no tocante ao lucro líquido.

Entretanto, estudos mostram que o objetivo da contabilidade pode ter perdido relevância ao longo dos anos, pois a informação contábil vem se deteriorando, não conseguindo acompanhar o desenvolvimento econômico e tecnológico das empresas.

Aboody e Levi (1998) examinaram a relevância da informação contábil na aplicação da norma do IASB - *International Accounting Standards Board*, SFAS 86 que tratava da contabilidade de *software*. A norma estipula que os gastos deverão ser lançados como despesas até que a viabilidade tecnológica seja determinada e concluíram que a capitalização de *software* é relevante para os investidores. Segundo pronunciamentos do IASB, todos os custos com pesquisa e desenvolvimento devem ser contabilizados como despesas. Pode-se observar que o SFAS 86 e pronunciamentos do IASB quanto à contabilização de pesquisa e desenvolvimento são normas conservadoras. No Brasil não há normas específicas para o tratamento contábil de *software*; a lei societária deixa abertura para que estes sejam ativados.

Outra manifestação de conservadorismo que pode ser observada tanto na norma contábil americana quanto na brasileira é a aceitação do conceito de custo ou mercado, entre os dois o menor. Nos Estados Unidos não é permitida a reavaliação de ativos enquanto no Brasil a atual legislação societária disciplina a aplicação do método de reavaliação de ativos. O tratamento contábil do leasing nos Estados Unidos é totalmente diferente do tratamento brasileiro; a aplicação da norma contábil americana nas empresas brasileiras poderia levar, em determinadas situações, à reduções do ativo e do patrimônio líquido.

Para Watts (2002) a definição tradicional de conservadorismo contábil vem do provérbio: “não se antecipa lucro, mas se antecipa todas as perdas”. Para Hendriksen e Breda (1999, p. 105) o termo conservadorismo também significa que,

as despesas devem ser reconhecidas mais cedo, e não mais tarde, e que as receitas devem ser reconhecidas mais tarde, e não mais cedo. Portanto os ativos líquidos tendem a ser avaliados abaixo dos preços correntes de troca, e não acima, e o cálculo do lucro tende a resultar no menor dos diversos valores alternativos.

Durante séculos o conservadorismo contábil é objeto de críticas, segundo Watts (2002) há evidências empíricas de que o conservadorismo pode ter aumentado nos últimos 30 anos. Watts (2002) propõe em sua pesquisa a discussão das explicações para a existência do conservadorismo e o faz resumindo as evidências empíricas da sua existência e estabelecendo ligações entre conservadorismo e a formação de contratos, referindo-se aos contratos firmados entre empresas e terceiros, tais como: contratos de empréstimos, compra e venda, entre outros.

Para Watts (2002) as explicações para a existência do conservadorismo e o aumento do seu grau de utilização estão relacionados ao litígio de acionista, o efeito da tributação e a regulamentação da contabilidade, o autor advoga ainda que o

conservadorismo pode ser um ótimo princípio contábil, pois sua ausência poderia levar à manipulações das informações financeiras, proporcionando mais escândalos como o caso da Enron. Segundo Lopes (2001), a idéia geral do conservadorismo é fornecer informações mais confiáveis aos investidores por intermédio de demonstrações que não sejam excessivamente otimistas.

2.2 Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa

A “transparência” da informação contábil é almejada por parte dos usuários das informações financeiras. Entretanto, empresas e indivíduos podem ser estimulados a não evidenciar informações contábeis confiáveis.

Os estímulos dos gestores em adotar determinado procedimento contábil quando o conjunto de normas e práticas contábeis lhes facultam a adoção deste ou daquele critério, pode ser explicada pela Teoria de Agenciamento (*Agency Theory*). A separação entre gestores e acionistas gera conflitos nas organizações (conflitos de agenciamento).

Hendriksen e Breda (1999, p.139) afirmam que,

um desses dois indivíduos é um agente do outro, chamado de principal – daí o nome de teoria de agency. O agente compromete-se a realizar certas tarefas para o principal; o principal compromete-se a remunerar o agente. Pode ser feita uma analogia com a situação envolvendo os proprietários e os administradores de uma empresa.

Partindo da premissa de que os agentes buscam maximizar seus interesses individuais, nem sempre o agente terá os mesmos interesses do principal. Martinez (2001) argumenta que,

O problema central de análise na Teoria de Agenciamento (*agency problem*) é a possibilidade do Agente assumir comportamento oportunista no tocante

as suas ações (ou omissões), visando sua satisfação pessoal, eventualmente, com sacrifício dos interesses do Principal.

Nesse contexto específico, surge o problema causado pela assimetria informacional, ou seja, o proprietário (principal) pode ser incapaz de observar todas as ações do administrador (agente). Segundo Hendriksen e Breda (1999, p.139),

dado que os principais sempre estarão interessados nos resultados gerados por seus agentes, a teoria de *agency* oferece bases para um papel importante para a contabilidade no fornecimento de informações após a ocorrência de um evento: um chamado papel pós-decisório. Esse papel é freqüentemente associado à função de custódia da contabilidade, na qual um agente informa um principal a respeito dos eventos dos eventos do período passado.

Os problemas causados pela assimetria informacional ultrapassam o ambiente institucional da firma atingindo outros mercados, tais como, os mercados financeiros. Lopes e Martins (2004, p. 31) corroboram com esta afirmativa fazendo a analogia que os auditores são mecânicos informacionais na tentativa de fornecer “atestados” de fidedignidade das demonstrações da empresa para investidores que não têm o mesmo acesso à informação que os administradores.

Como podem existir interesses que motivam a prática dos indivíduos em fornecer informações contábeis que satisfaça suas necessidades, surge na literatura acadêmica estudos sobre Gerenciamento de Resultados (*earnings management*). Martinez (2001) caracteriza Gerenciamento de Resultados como,

alteração proposital dos resultados contábeis (intencional), visando alcançar, atender motivação particular. A gestão “maneja” artificialmente os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade latente no negócio.

Martinez (2001, p. 42) apresenta estudos internacionais que evidenciam as motivações das empresas para o Gerenciamento de resultados.

Quadro 1 – Motivações para “Gerenciamento” dos Resultados contábeis (*Earnings Management*)

Incentivos Contratuais	Estudos Relacionados
Contrato de dívida (<i>lending agreements</i>)	DHALIWAL (1980)
Contratos de Compensação de Executivos	HEALY (1985)
Negociação de Convenções coletivas de trabalho	LEIBERTY and ZIMMERMAN (1986)
Contratos implícitos e <i>Stakeholders Costs</i>	BROWEN, DUCHARME, and SHORES (1995)
Incentivos do Mercado de Capitais	
Melhorar termos em lançamento numa IPOs	TEOH, WELCH and WONG (1998)
Busca de financiamento externo, com o lançamento de Títulos	DECHOW, SLOGAN and SWEENEY (1996)
Evitar perdas e manter a continuidade dos resultados	DEGEORGE, PATEL and Zeckhauser (1999)
Atender as expectativas de lucro dos analistas	BARTOV, GIVOLY e HAYN (1999)
Pagar regular dividendos aos acionistas	KASANEN, KINNUANEN, NISKANEN (1996)
Incentivos Reguladores	
Processos Políticos	WATTS and ZIMMERMAN (1978)
Proteção de Mercado (restrições alfandegárias)	JONES (1991)
Empresas que estão sendo investigadas	NADEU & CORNMIERS (1999)

Fonte: Martinez (2001)

Nas normas contábeis existem diversas situações que facultam o gestor a realizar decisões sobre qual critério será utilizado para registrar fatos contábeis. São exemplos a opção pelo critério de depreciação e de rateio dos custos indiretos. Ressalta-se a instrução da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) que facultou as companhias registrar as perdas cambiais de 1999 e de 2001 em até quatro anos, ou seja, as perdas cambiais seriam estornadas dos resultados contábeis e

contabilizadas no ativo e ao longo do período seriam apropriadas ao resultado como perda.

Com objetivo de reduzir os custos de agenciamento e proporcionar maior transparência das informações contábeis surge a Governança Corporativa. A prática de Gerenciamento de Resultados pode ser inibida pelos processos de Governança Corporativa.

Segundo Martinez (2001) algumas definições para o significado de Governança Corporativa transmitem a idéia de que a Governança “é um meio para se atingir o fim, que no caso é a redução da assimetria informacional entre o gestor dos recursos (agente) e o proprietário desses recursos (principal).”

Lopes (2002) relaciona os pontos que podem ser ligados à estrutura geral de governança corporativa como sendo:

“Custo de litígio – O custo esperado dos litígios que podem afetar administradores e auditores impacta diretamente a atitude destes em relação à produção dos números contábeis [...].

Fontes de Financiamento – Empresas sediadas em países em que a maior parte do financiamento advém do mercado de capitais tendem a ter modelos de evidênciação mais transparentes do que empresas em países que baseiam o financiamento fundamentalmente em débito [...].

Tamanho do mercado de capitais – Está diretamente relacionado ao item anterior. Mercados maiores e mais desenvolvidos têm empresas com bases acionárias dissolvidas. Esses acionistas demandam informações mais detalhadas para acompanhar o desempenho das empresas negociadas [...].

Sofisticação da base de investidores – Mercados em que há predominância de investidores institucionais, fundos de investimento ativo e outros investidores especializados tendem a utilizar a informação contábil de forma diferente daquela presente em mercados nos quais a base de investidores é menos sofisticada”.

As diferentes características apresentadas nos modelos legais e de governança corporativa podem proporcionar diferentes níveis de utilização de conservadorismo contábil. O nível de governança corporativa pode gerar valor para

a empresa e conseqüentemente influenciar as práticas contábeis. Para Lopes (2001 p. 61) “a governança corporativa tem sido apresentada como um importante fator sendo influenciado e influenciando a contabilidade”. Empresas com nível de governança fraca podem exigir uma contabilidade forte para compensar a falta de transparência e empresas com contabilidade forte, ou seja, com elevado nível de evidenciação dos números contábeis, podem ter sistemas de governança menos eficazes.

Silveira (2002) verificou se o valor da empresa e o desempenho da companhia aberta brasileira se relacionam significativamente com sua estrutura de governança corporativa. Os resultados encontrados na pesquisa de Silveira (2002) indicam que as variáveis de valor tiveram relação mais forte com as de governança do que as variáveis de desempenho.

Outro fator importante que influencia a contabilidade são os modelos legais, *Common-law* ou direito consuetudinário e *Code-law* ou direito romano, estes modelos podem influenciar no nível de utilização do conservadorismo. Países que adotam o modelo *Code-law* assumem a premissa de que vale o que está na Lei; a contabilidade exerce um papel de proteção aos credores, como pode ser observado no código comercial Francês de 1673, no código comercial alemão, entre outros. Os países que adotam o modelo *Common-law* apresentam estruturas de regulamentação completamente diferentes, onde o investidor é um forte usuário da informação contábil. São exemplos de países *Common-law* Estados Unidos, Inglaterra, Canadá e de *Code-law* Alemanha, França, Espanha, Japão, Brasil entre outros. A seguir no quadro 1 são apresentadas as principais características que diferenciam os modelos *Common-law* e *Code-law* discutidas por Lopes (2002, p. 60,62,63):

Quadro 2 – Características dos modelos *Commom law* versus *Code law*

Características	<i>Commom-law</i>	<i>Code-law</i>
Regulamentação	Estruturas gerais de organização menos regulamentadas.	Estruturas gerais de organização mais regulamentadas.
Estrutura Acionaria	Normalmente apresentam mercado de capitais bem desenvolvidos; Estrutura acionaria dispersa;	Normalmente apresentam mercado financeiro bem desenvolvidos; Estrutura acionaria concentrada;
Força da profissão contábil	Auto-regulamentadas, com forte impacto social e prestígio; Influencia no conteúdo das normas e procedimentos.	Regulamentadas e sem prestígio; Pouca influência no estabelecimento de normas e procedimentos contábeis.
Impacto Tributário	Nível de influência da legislação tributária na contabilidade é elevado.	Contabilidade e legislação tributária são tratadas como assuntos distintos.
Regulamentação contábil	A contabilidade esta fora da esfera governamental; A autoridade de regulamentação é transferida para órgãos privados.	A contabilidade é regulada direta e legalmente pelo governo.

Fonte: Lopes 2002

Além dos pontos apresentados, outros fatores podem incentivar a utilização do conservadorismo. Para Bushmam (2005),

“A novel feature of the paper is our analysis of the influence of political economy on incentives for conservative reporting. We find that in countries characterized by high state involvement in the economy firms speed recognition of good news and slow recognition of bad news in reported earnings relative to firms in countries with less state involvement. This is consistent with a scenario where a “benevolent” government intervenes in poorly performing firms, and firms seek to avoid such interference by exploiting reporting discretion to portray an optimistic outlook. It is also consistent with publicly traded firms with partial state ownership being pressured by the state to optimistically tilt their reporting decisions.

In further analysis, we address whether the implications of political involvement in the economy differs fundamentally in countries with weak investor protections relative to those with strong investor protections. We document that in common law countries (with presumably stronger investor protections), high state involvement leads firms to speed recognition of good news and slow recognition of bad news relative to firms in countries with less state involvement.

In contrast, in civil law countries (with presumably weaker investor protections), high state involvement leads firms to slow recognition of good news and speed recognition of bad news relative to firms in countries with less state involvement. Thus, managers appear to adjust their financial reporting in response to the nature of the State’s involvement.”

Analisar o conservadorismo dividindo o mundo apenas em dois blocos, modelos *Commom-law* e *Code-law*, pode não ser suficiente para conclusões

definitivas, sendo então necessário a avaliação de outras variáveis. Segundo Bushman (2005), “empirically, the only institutional characteristic directly incorporated into the formal analysis in these studies is whether the country has a common law or civil law legal origin. We find that after controlling for legal origin, conservatism is significantly related to a variety of other country-level institutions”.

2.3 As normas contábeis brasileiras e americanas

Encontra-se uma extensa literatura abordando os padrões contábeis de cada país e seus efeitos sobre a qualidade da informação contábil, ou seja, demonstrativos contábeis quando publicados em padrões diferenciados poderiam apresentar maior qualidade a ponto de proporcionar maior retorno. Pesquisadores vêm realizando testes sobre o impacto das normas contábeis e a resposta do mercado para sua divulgação.

Van Tendeloo e Vanstralen (2004) investigaram o impacto no retorno das ações das companhias alemãs que adotaram as normas internacionais (*IFRS*). De acordo com os objetivos desta pesquisa em analisar os GAAPs das empresas brasileiras com ADRS negociadas na bolsa de Nova Iorque, a fim de averiguar o nível de utilização do conservadorismo, que pode estar sendo influenciado pelas normas contábeis, no quadro abaixo segue resumo contendo as diferenças entre as normas contábeis brasileiras e americanas.

Quadro 3 – Resumo das diferenças entre as normas contábeis brasileiras e americanas

ÍTEM DE RECONCILIAÇÃO	BRASIL	ESTADOS UNIDOS
Demonstrações Contábeis	BP, DRE, DMPL, DOAR, NE	BP, DRE, DMPL, DFC, NE
Reavaliação de ativos	Permitida	Proibida
Leasing Financeiro	Ativo reconhecido na Arrendadora	Ativo reconhecido na Arrendatária
<i>Impairment Test</i>	Não há exigência	Exigido
Titulos e Valores Mobiliários	Custo ou Mercado dos dois o menor. Para instituições financeiras, tratamento similar ao norte-americano	<i>Fair Value</i> (trading e available-for-sale)
Gastos com Pesquisa e Desenvolvimento	Ativo Diferido	Despesa do período
Ativos Intangíveis	Amortizados em até 10 anos	Teste de <i>impairment</i> para os de vida útil indefinida
Fusões e Aquisições	Soma das bases contábeis	Avaliação do <i>Fair Value</i> da Investida
<i>Ágio/Goodwill</i>	Diferença entre o valor pago e o valor contábil	Diferença entre o valor pago e do <i>fair value</i>
Informações por segmento	Não há exigência	Exigidas
Capitalização de Juros	Capitalização	Capitalização
Instrumentos Financeiros	Custo	<i>Fair Value</i>
Planos de Benefício Definido	Após 2001. reconhecimento do déficit atuarial na patrocinadora	Reconhecimento do déficit atuarial na patrocinadora
<i>Translation</i>	-	Método de taxa corrente
Consolidação	Soma das bases contábeis	O <i>fair value</i> da data da aquisição deverá ser levado em consideração

Fonte: Adaptado Costa (2005)

2.4 O conservadorismo no Brasil

O arcabouço das práticas e normas contábeis no Brasil apresenta características conservadoras e pode ter motivação no regime de tributário. O ambiente institucional brasileiro se caracteriza conforme sua estrutura legal no direito romano ou *Code-law* com uma forte estrutura geral de regulamentação, onde o principal órgão regulador é o Fisco e o principal usuário da informação contábil é o credor.

Órgãos não governamentais, tais como, organizações profissionais (IBRACON, CFC) e comissões consultivas (CCNC, CVM) fornecem auxílio para emissão das normas brasileiras contábeis representadas pela resolução 750/93 do CFC e a pela Deliberação 29/86 do IBRACON. As normas citadas evidenciam o

conservadorismo retratando-o como sendo: “Entre conjuntos alternativos de avaliação para o patrimônio, igualmente válidos, segundo os Princípios Fundamentais, a contabilidade escolherá o que apresentar o menor valor atual para o ativo e o maior para as obrigações.” Outro importante conjunto de procedimentos e normas contábeis no Brasil é a Lei 6.404/76, aplicada as Sociedades Anônimas.

No Brasil a contabilidade apresenta-se com a característica normativa, o Fisco interfere nos procedimentos e práticas contábeis para o estabelecimento dos regimes de tributação. A história da contabilidade no Brasil é marcada por esta interferência desde quando regia a forma de governo monárquico. Corroborando com esta afirmação, Schmidt (2002, p.205) afirma que “uma das primeiras manifestações contábeis brasileiras ocorreu no reinado de D. João VI. Quando da instalação de seu governo provisório, em 1808, foi publicado um alvará obrigando os contadores gerais da Real Fazenda a aplicarem o método das partidas dobradas na escrituração mercantil”. As atuais formas de tributação previstas no Regulamento do Imposto de Renda de 1999 estabelecem que as pessoas jurídicas com fins lucrativos estão sujeitas ao pagamento do imposto de renda por um dos seguintes regimes: lucro real, lucro presumido, lucro arbitrado e SIMPLES.

Destaque é dado para o lucro real, pois este é o regime de tributação obrigatoriamente utilizado pelas Sociedades Anônimas. O lucro real fornece opções para as formas de contabilização e adoção de tratamentos contábeis, como é o caso dos critérios de avaliação dos estoques (PEPS e Média Ponderada móvel). As opções de tratamento contábil estabelecida pelo Fisco quando as empresas são tributadas pelo lucro real podem gerar conservadorismo contábil, ou seja, reconhecer antecipadamente as despesas a fim de reduzir o pagamento do imposto e distorcer as informações contábeis para o mercado de capitais.

Lopes (2002, p.74) advoga que,

“A utilização de normas tributárias no processo de evidênciação das empresas negociadas em mercado de capitais tem impactos negativos do ponto de vista dos investidores, mesmo que as regras utilizadas sejam consideradas tecnicamente “adequadas”. Isso ocorre porque o processo discricionário de escolha de práticas e métodos contábeis é parte integrante do processo de comunicação entre administradores e investidores, reduzindo a assimetria informacional do mercado, o que contribui para maior eficiência.”

Apesar do conservadorismo contábil estar presente há anos no conjunto de práticas e procedimentos contábeis, poucas pesquisas têm sido desenvolvidas no Brasil com o objetivo de investigar o efeito da regulamentação da contabilidade e outras possíveis causas sobre o conservadorismo contábil, tais como, a estrutura acionária, a força da profissão contábil, a política econômica, os sistemas jurídicos e outros fatores internos. Todavia, os recentes estudos sobre conservadorismo trouxeram contribuições para a literatura brasileira, tais como, Lopes (2001) e Costa (2004). Os dois estudos apresentam evidências da existência da baixa relação entre lucro corrente e retorno corrente e que o reconhecimento dos resultados negativos é maior que o reconhecimento dos resultados positivos, ou seja, os resultados encontrados evidenciam conservadorismo contábil.

A regulamentação da contabilidade pode levar à distorções entre o valor contábil do patrimônio das empresas e o seu valor de mercado e uma das variáveis presentes nessa relação é o lucro contábil, que tem sido objeto de várias pesquisas. Trabalhos empíricos foram desenvolvidos a fim de testar esta relação e os resultados encontrados evidenciaram conservadorismo contábil, com destaque para os trabalhos de Basu (1997), Ball, Kothari e Robin (2000), Watts (1993 e 2002), Penman e Zhang (1999), Bushman e Piotroski (2005).

3. REVISÃO DE LITERATURA

3.1 Evidências empíricas de conservadorismo

Importantes pesquisas forneceram evidências quanto à utilização do princípio do conservadorismo nos demonstrativos contábeis, como destaque o estudo realizado por Basu em 1997.

Basu (1997) investigou se os retornos refletem as notícias ruins (*bad news*) mais rapidamente que as notícias boas (*good news*), ou seja, investigou o reconhecimento assimétrico de boas e más notícias e como o lucro incorpora o retorno econômico no período de 1963 a 1990 com dados extraídos da Bolsa de Nova Iorque.

Os resultados encontrados no estudo de Basu (1997) mostram que os retornos refletem mais rapidamente as notícias ruins do que as notícias boas e os testes também revelam que o nível de utilização do conservadorismo pode ter aumentado nos últimos anos; estes aumentos do conservadorismo coincidem com o aumento da responsabilidade legal dos auditores. A regressão do modelo de Basu (1997) apresenta as variáveis lucro, retorno, boas e más notícias e será estudado no quinto capítulo.

Ball, Kothari e Robim (1999) estudaram o conservadorismo utilizando o modelo de Basu (1997) nos países *Code-law* e *Common-law*, confirmando a hipótese de que o lucro contábil é mais constante e menos oportuno nos países *Code-law*. Confirmaram também que o conservadorismo é uma medida presente no lucro contábil em todos os países pesquisados.

A utilização do conservadorismo gerou críticas por parte de alguns pesquisadores, como exemplo, o trabalho de Penman e Zhang (1999).

Penman e Zhang (1999) se propõem a estudar o conservadorismo e o seu efeito na qualidade do lucro na visão dos analistas de mercado e alertam que o conservadorismo contábil pode gerar lucros de baixa qualidade e estes podem ser utilizados como indicador para lucros futuros.

Outros autores, tais como, Hendriksen e Breda (1999), também criticam o conservadorismo justificando que esta prática contábil conflita com o objetivo da contabilidade de divulgar toda informação relevante.

Como estudado por diversos autores a regulamentação da contabilidade é um dos fatores que pode gerar conservadorismo contábil. As empresas brasileiras com ADRs negociadas na bolsa de Nova Iorque estão obrigadas a divulgar suas informações contábeis com base nos US GAAP, considerando que a norma contábil americana é mais conservadora do que a norma contábil brasileira pode haver diferenças na aplicação do conservadorismo nos demonstrativos contábeis em US GAAP e BR GAAP nas empresas com ADRs negociadas na Bolsa de Nova Iorque.

O sistema jurídico dos países pode impactar na qualidade das informações contábeis. Segundo Bushman e Piotroski (2005) as empresas nos países com sistemas judiciais fortes refletem as más notícias mais rápido que empresas em países com sistemas judiciais fracos.

Encontram-se na literatura brasileira, recentes estudos sobre o efeito conservadorismo contábil, Costa (2004) pesquisou a aplicação do conservadorismo

contábil e a oportunidade da informação contábil utilizando o modelo de Basu (1997) em cinco países da América do Sul (Argentina, Brasil, Colômbia, Peru e Venezuela).

Os resultados encontrados mostraram a baixa relação entre lucro corrente e retorno corrente, indicando que nesses países, devido à relação entre modelos de governança corporativa e relevância da informação contábil, em conjunto com o ambiente institucional, a contabilidade não incorpora tão significativamente o retorno econômico como nos países *common-law*.

Apesar da baixa relação entre lucro e retorno, Costa (2004) constatou que o reconhecimento dos resultados negativos é maior que o reconhecimento do retorno como um todo, evidenciando conservadorismo nos resultados contábeis.

Corroborando com os estudos sobre conservadorismo no Brasil, Lopes (2001) conclui que,

a característica de conservadorismo dos dados brasileiros são consistentes com os primeiros resultados e com a literatura de governança corporativa mostrando que uma ligação entre relevância da informação contábil e a estrutura geral de governança corporativa é uma alternativa promissora de pesquisa.

Na literatura brasileira pode-se encontrar o estudo realizado por Tukamoto (2004), onde foi investigado se as características das normas contábeis influenciam no nível de “gerenciamento” dos resultados praticados. O gerenciamento de resultados (*earnings management*) pode ser praticado para aumentar ou diminuir os lucros. Segundo Tukamoto (2004), o gerenciamento de resultados para aumentar ou diminuir lucros busca atingir determinadas “metas” de referência que podem situar-se acima ou abaixo do resultado do período.

4. HIPÓTESES DO TRABALHO

Atendendo a perspectiva de que a regulamentação contábil (US GAAP e BR GAAP) infere na utilização do conservadorismo e na oportunidade do lucro contábil, esta pesquisa apresenta as seguintes hipóteses a serem testadas nas empresas listadas na Bovespa emissoras de ADRs para as ações preferenciais e ordinárias:

H_{0a}: Os demonstrativos com configuração contábil em US GAAP são mais conservadores que os demonstrativos com configuração contábil em BR GAAP.

A primeira hipótese elaborada procura comparar o nível de utilização do conservadorismo entre os GAAPs, a fim de procurar evidências de que a norma contábil americana é mais conservadora que a norma contábil brasileira, tanto para as ações preferenciais quanto para as ações ordinárias. Conforme discutido no capítulo 2, existem várias diferenças na norma contábil entre o padrão brasileiro e americano. Encontra-se na literatura internacional o estudo realizado por Pope e Walker (1999), que ao investigar o GAAP americano e o GAAP inglês encontraram evidências de que o conservadorismo é utilizado de maneira diferente, sendo maior nas empresas americanas.

H_{0b}: O lucro contábil em US GAAP incorpora mais significativamente o retorno econômico (timeliness) que o lucro contábil em BR GAAP.

A segunda hipótese elaborada se refere à oportunidade do lucro segundo o lucro contábil na norma brasileira e americana para os retornos de abril e junho respectivamente. Esta hipótese procura levantar evidências sobre a oportunidade da informação contábil entre os GAAPs brasileiro e americano para as empresas brasileiras. Pode-se encontrar na literatura pesquisas que evidenciaram uma baixa relação entre o lucro contábil e retorno econômico em países Code-law, como

exemplo o estudo Ball, Kothari e Robim (1999), entretanto esta relação foi estabelecida entre o retorno e o lucro segundo as normas do país origem.

H_{0c}: A parcela não explicada pelo lucro contábil em BR GAAP incorpora o retorno econômico (timeliness) de junho e o reconhecimento assimétrico entre boas e más notícias.

A terceira hipótese foi estruturada com objetivo de levantar evidências de que os ajustes realizados no lucro em BR GAAP para obter os demonstrativos contábeis em US GAAP incorporam o conservadorismo e a oportunidade da informação contábil. Costa (2005) investigou a relevância dos ajustes aos US GAAP nas empresas emissoras de ADR e seus resultados identificaram que os ajustes são relevantes para o mercado em relação ao patrimônio líquido, mas não no tocante ao lucro líquido.

5. O MODELO

Neste capítulo são apresentados, a metodologia empregada, os procedimentos de coleta e tratamento dos dados e a segregação das amostras.

5.1 Metodologia

Com a finalidade de reproduzir o trabalho de Basu (1997), utilizando como amostra empresas brasileiras que emitiram ADR's, esta pesquisa utilizará a metodologia desenvolvida pelo autor, tendo como motivação o estudo realizado por Costa (2004). O modelo de Basu (1997) permite estudar as variáveis lucro, retorno, boas e más notícias. Conforme apresentado por Costa (2004) o modelo é dado com as seguintes expressões:

$$\frac{Luc_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 \frac{RE_{it}}{P_{it-1}} + \alpha_3 D_{it} \frac{RE_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

Luc_{it} = Lucro líquido (contábil) por ação da empresa i no ano t.

D_{it} = Variável dummy, que será 1 se o retorno econômico for negativo e zero nos demais casos.

RE_{it} = Retorno econômico por ação da empresa i no ano t ($P_{it} - P_{it-1}$ ajustado pelo pagamento de dividendos).

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

α_2 = Reflete a oportunidade do lucro contábil, ou seja, o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil.

α_1 e α_3 = Refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico às boas e más notícias, pelo lucro contábil.

$\mathcal{E}_{it}$ = Termo de erro da regressão.

De acordo com Basu (1997) a variável *dummy* é utilizada para verificar se o lucro contábil é mais sensível aos resultados negativos que aos positivos. O coeficiente α_2 reflete o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro tanto positivo quanto negativo, enquanto α_3 somente o resultado negativo.

Os parâmetros da regressão α_1 e α_3 são definidos como os coeficientes que refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico pelo lucro contábil, ou seja, os coeficientes α_1 e α_3 refletem o conservadorismo.

Espera-se no modelo que os coeficientes α_1 e α_3 ao capturarem o reconhecimento assimétrico entre boas e más notícias apresentarão sinal positivo para α_3 e sinal negativo para α_1 . O coeficiente α_3 positivo demonstra que o retorno negativo multiplicado pelo intercepto positivo reflete o lucro negativamente.

Conforme critério utilizado por Basu (1997) as variáveis contábeis são deflacionadas pelo preço da ação do final do ano anterior (P_{it-1}) para controle da heterocedasticidade e do efeito escala.

Os coeficientes permitem responder a questão de pesquisa que é a de verificar qual o nível de utilização do conservadorismo contábil e como o lucro

contábil incorpora o retorno econômico (*timeliness*) entre os demonstrativos com configuração contábil em US GAAP e BR GAAP nas empresas brasileiras emissoras ADRs, ou seja, se o reconhecimento dos resultados econômicos negativos estão sendo incorporados pelo lucro contábil mais do que os resultados positivos.

5.2 Coleta e Tratamento de Dados

A população pesquisada neste trabalho consiste nas empresas de capital aberto listadas na Bovespa que emitiram ADRs. O período pesquisado para coleta de dados foi de dezembro de 1992 até junho de 2004. Apesar da primeira emissão de ADR ser registrada em 1992 na Bolsa de Nova Iorque, optou-se por utilizar o período compreendido entre 1999 a 2004 em função do reduzido número de observações anteriores a este período.

Identifica-se no período pesquisado um total de 35 empresas brasileiras que negociaram ADRs na Bolsa de Nova Iorque. Da amostra foram excluídas as companhias Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A e CPFL Energia S.A por terem emitido ADRs no exercício de 2004. Portanto, não foi possível obter informações em US GAAP; a amostra final compõe-se então por 33 companhias brasileiras.

As variáveis exigidas no modelo utilizado na pesquisa (modelo de Basu 1997), que são lucro líquido contábil por ação, retorno econômico e preço das ações, foram retiradas da Bovespa, para as informações contábeis em BR GAAP e da Bolsa de Nova Iorque, para as informações contábeis em US GAAP.

Para obtenção dos dados em BR GAAP, foi utilizado o *software* Economática, abrangendo os seguintes parâmetros: balanços não consolidados, em moeda

original, ajustados por dividendos, anuais e em milhares. E para obtenção dos dados em US GAAP, os mesmos foram extraídos diretamente dos Relatórios 20-F depositados na SEC, através do site da Bolsa de Nova Iorque.

Para atender os objetivos da pesquisa e atendendo à composição acionária do mercado brasileiro, optou-se por dividir a base de dados em quatro grupos de amostras:

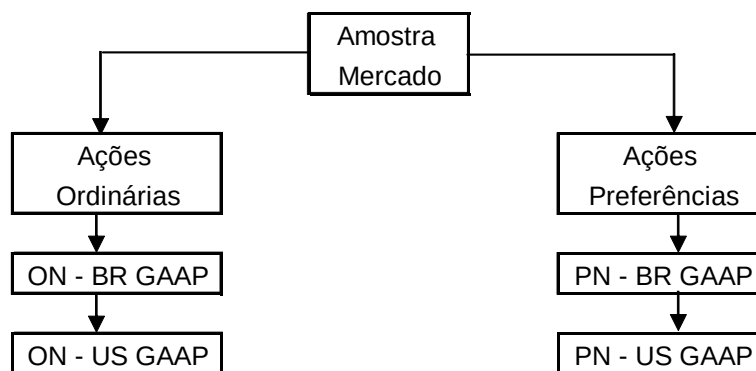


Figura 1: Classificação da amostra conforme tipo de Ação e GAAP

A justificativa em subdividir a amostra em ações preferenciais e ações ordinárias deve-se ao fato de que o acionista pode possuir diferentes interesses (controle ou dividendos), podendo a informação contábil impactar de maneira diferente. Devido a este comportamento, Sarlo Neto (2004) sugere que ao relacionar as variáveis lucro e retorno, as amostras sejam subdivididas em ações preferenciais e ordinárias. Com objetivo de comprovar as hipóteses relacionadas, no capítulo 6 serão utilizadas seis regressões conforme modelo sugerido. Para o lucro em BR GAAP com retorno em abril apresenta-se a seguinte regressão para as ações preferenciais:

$$\frac{Lucbrpn}{P}_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 REpnabr_{it} + \alpha_3 D_{it} REpnabr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde:

$Lucbrpn_{it}$ = Lucro líquido contábil por ação preferencial da empresa i no ano t.

$REpnabr_{it}$ = Retorno da ação preferencial em abril após 4 meses do ano t.

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

Para as ações ordinárias em BR GAAP tem-se:

$$\frac{Lucbron_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 REonabr_{it} + \alpha_3 D_{it} REonabr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde:

$Lucbron_{it}$ = Lucro líquido contábil por ação ordinária da empresa i no ano t.

$REonabr_{it}$ = Retorno da ação ordinária em abril após 4 meses do ano t.

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

Para o lucro em US GAAP com retorno em junho apresenta-se a seguinte regressão para as ações preferenciais:

$$\frac{Lucusp_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 REpnjun_{it} + \alpha_3 D_{it} REpnjun_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde:

$Lucusp_{it}$ = Lucro líquido contábil por ação preferencial da empresa i no ano t.

$REpnjun_{it}$ = Retorno da ação preferencial em junho após 6 meses do ano t.

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

Para as ações ordinárias em US GAAP tem-se:

$$\frac{Lucuson_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 REonjun_{it} + \alpha_3 D_{it} REonjun_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Onde:

$Lucuson_{it}$ = Lucro líquido contábil por ação ordinária da empresa i no ano t.

$REonjun_{it}$ = Retorno da ação ordinária em junho após 6 meses do ano t.

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

Para testar a terceira hipótese desta pesquisa serão utilizados os resíduos da regressão entre lucro contábil em US GAAP e lucro contábil em BR GAAP como *proxies* para os ajustes realizados no lucro contábil brasileiro segundo as normas americanas. Costa (2005) utiliza esta métrica para medir os ajustes aos US GAAP.

As regressões que utilizam os resíduos como *proxies* para os ajustes são as seguintes:

$$\frac{Rsidpn_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 REpnjun_{it} + \alpha_3 D_{it} REpnjun_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Onde:

$Rsidpn_{it}$ = Ajuste do lucro aos US GAAP por ação preferencial da empresa i no ano t.

$REpnjun_{it}$ = Retorno da ação preferencial em junho após 6 meses do ano t.

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

Para as ações ordinárias em US GAAP tem-se:

$$\frac{Rsido_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 REonjun_{it} + \alpha_3 D_{it} REonjun_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Onde:

$Rsido_{it}$ = Ajuste do lucro aos US GAAP por ação ordinária da empresa i no ano t.

$REonjun_{it}$ = Retorno da ação ordinária em junho após 6 meses do ano t.

P_{it-1} = Preço da ação da empresa i no final do ano anterior.

A escolha por utilizar a variável retorno de 4 meses após o encerramento do exercício social para o lucro brasileiro e de 6 meses para o lucro americano tem como objetivo assegurar a resposta do mercado para os retornos do fim do ano fiscal, ou seja, a oportunidade da informação. Este procedimento foi o mesmo adotado por BASU (1997).

Optou-se por utilizar a metodologia de *Panel Data*, que permite capturar o comportamento das variáveis tanto na dimensão temporal quanto na espacial. Segundo Baltagi (apud DAHER, 2004, p. 48-49) uma série de benefícios são oferecidos por esta técnica:

- Controle para heterogeneidade individual;
- Utilização de dados com mais poder de informação, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência estatística;
- Melhores condições para se estudar as dinâmicas de ajustamento;

- Permitem identificar e medir efeitos não detectáveis através de cortes transversais e séries temporais isoladamente;
- Os vieses resultantes da agregação de dados são eliminados;

Após todos os procedimentos adotados para obtenção de dados as amostras apresentam 118 observações para as ações preferenciais e 110 observações para as ações ordinárias.

Após a escolha do modelo de regressão (*Panel data*) que considera efeitos constantes, fixos e aleatórios, deve-se adotar um teste estatístico para a definição do efeito a ser utilizado no modelo. O teste utilizado é o Breusch & Pagan (1980) para todas as regressões e a partir da realização do teste foi escolhido o efeito Fixo.

De posse dos dados extraídos, foram levantadas as seguintes medidas estatísticas sobre as principais variáveis do modelo:

TABELA 1: Estatística Descritiva

Variáveis	Média	Médiana	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão
Lucbrpn	0.1127	0.0652	2.8561	-0.9124	0.3189
Lucbron	0.1206	0.0763	1.9041	-0.9722	0.2912
Lucuspn	0.1070	0.0688	1.8185	-1.6104	0.3275
Lucuson	0.1234	0.0777	3.6371	-1.7159	0.4441
REpnabr	0.0959	-0.0683	4.1964	-0.9994	0.6655
REonabr	0.1852	-0.0409	7.4578	-0.9995	0.9310
REpnjun	0.1130	-0.0165	2.1824	-0.9995	0.5865
REonjun	0.1280	0.0275	2.1134	-0.9995	0.5498
Rsidpn	0.0022	0.0017	0.9089	-0.9801	0.2065
Rsidon	0.0059	0.0134	1.4470	-1.6096	0.2399

Observando a estatística descritiva das variáveis envolvidas na pesquisa pode-se refletir sobre importantes informações. A relação entre a média e desvio-padrão evidenciam um cenário de alta volatilidade em decorrência do mercado de

capitais brasileiro e do ambiente econômico. Estas informações corroboram com os achados no trabalho de Sarlo Neto (2004).

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste item encontram-se comentados os resultados do teste empírico aplicados à amostra selecionada. As tabelas 2, 3, e 4 apresentam os resultados das regressões :

A tabela 2 apresenta os resultados das regressões para o conservadorismo e a oportunidade do lucro contábil segundo as normas contábeis brasileiras:

TABELA 2: Estatística de regressão para lucro contábil segundo as normas brasileiras.

Painel A (PREFERENCIAIS)

$\text{Lucbrpn}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 \text{REpnabr}_{it} + \alpha_3 D_{it} \text{REpnabr}_{it} + \varepsilon_{it}$			
P_{it-1}			
	Coefficientes	Estatística-t	P-value
α_0	0.0694	1.2295	0.2223
α_1	-0.0874	-0.9451	0.3473
α_2	0.1219	1.8389***	0.0695
α_3	-0.5846	-2.1400**	0.0352
R-quadrado Ajustado			0.1580
Nº Observações			118

Painel B (ORDINÁRIAS)

$\text{Lucbron}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 \text{REonabr}_{it} + \alpha_3 D_{it} \text{REonabr}_{it} + \varepsilon_{it}$			
P_{it-1}			
	Coefficientes	Estatística-t	P-value
α_0	0.1076	2.2671	0.0262
α_1	0.1361	0.1608	0.8727
α_2	0.0972	2.6798*	0.0090
α_3	0.0737	0.3187	0.7508
R-quadrado Ajustado			0.2616
Nº Observações			110

Onde: *, **, *** Estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente

A tabela 2 indica que o lucro líquido na norma contábil brasileira incorpora significativamente o retorno econômico de abril, onde o coeficiente α_2 que mede a oportunidade do lucro é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10% para as ações preferenciais e 1% para as ações ordinárias. O coeficiente α_2 positivo revela uma relação direta entre lucro e retorno. Analisando as regressões observa-se que o lucro líquido na norma brasileira é mais oportuno para as ações ordinárias do que para as ações preferenciais. Isto pode estar relacionado com o trabalho de Costa (2005), que constatou que o lucro líquido apresenta maior relevância para os acionistas ordinários, em comparação aos preferenciais. Os acionistas ordinários teriam maior foco na companhia sob sua direção, dado que são estes que possuem direito a voto nas deliberações sociais.

Quanto aos coeficientes que medem o conservadorismo contábil, α_1 e α_3 , apresentam-se estatisticamente significantes apenas nas ações preferenciais. Todavia, o coeficiente α_3 apresenta sinal negativo, portanto não se encontra evidências de reconhecimento assimétrico em ambas amostras.

Os resultados encontrados corroboram em parte com a pesquisa de Costa (2004), que evidenciou conservadorismo nas empresas brasileiras com ações na Bovespa. Todavia, sua pesquisa envolve todas as empresas da Bolsa de Valores de São Paulo.

A tabela 3 apresenta os resultados das regressões para o conservadorismo e a oportunidade do lucro contábil segundo as normas contábeis americanas:

TABELA 3: Estatística de regressão para lucro contábil segundo normas americanas.

Painel C (PREFERENCIAIS)

$\text{Lucusp}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 \text{REpn}_{it} + \alpha_3 D_{it} \text{REpn}_{it} + \varepsilon_{it}$			
P_{it-1}			
	Coeficientes	Estatística-t	P-value
α_0	0.0306	0.5080	0.6128
α_1	0.0751	0.8231	0.4128
α_2	0.1854	2.1938**	0.0310
α_3	-0.0999	-0.3921	0.6960
R-quadrado Ajustado			0.2034
Nº Observações			118

Painel D (ORDINÁRIAS)

$\text{Lucuson}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 \text{REon}_{it} + \alpha_3 D_{it} \text{REon}_{it} + \varepsilon_{it}$			
P_{it-1}			
	Coeficientes	Estatística-t	Probabilidade
α_0	0.0074	0.0783	0.9378
α_1	0.3705	2.2311**	0.0285
α_2	0.2008	1.4328	0.1559
α_3	0.6486	1.4924	0.1396
R-quadrado Ajustado			0.1035
Nº Observações			110

Onde: *, **, *** Estatisticamente significante ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente

A tabela 3 indica que o lucro líquido na norma contábil americana não incorpora significativamente o retorno econômico de junho para ações ordinárias, apesar do coeficiente α_2 ser positivo apresenta-se como não estatisticamente significante. Para o lucro líquido na norma contábil americana para as ações preferenciais a significância estatística apresenta um coeficiente a um nível de 5%.

Quanto aos coeficientes que medem o conservadorismo contábil, α_1 e α_3 , não apresentam-se estatisticamente significantes para a amostra com ações preferenciais, enquanto que para as ações ordinárias o coeficiente α_1 apresenta-se estatisticamente significante a um nível de 5%. Todavia, o coeficiente α_1 é positivo, contrariando os resultados esperados pelo modelo.

Sendo assim, não podemos inferir que o nível de utilização do conservadorismo é maior para os demonstrativos com configuração contábil em US GAAP para as empresas pesquisadas.

Estes resultados podem estar relacionados ao trabalho de Tukamoto (2004), que ao investigar se existem diferenças no nível de gerenciamento de resultados entre as companhias que emitiram ADRs e as que não emitiram, não foi possível encontrar nenhuma evidência que revelasse a existência de diferenças na qualidade informacional entre as demonstrações contábeis segundo as normas brasileiras e americanas.

Ao analisar como o lucro contábil incorpora o retorno econômico nos demonstrativos em BR GAAP e US GAAP nas empresas pesquisadas, pode-se inferir que o lucro contábil em BR GAAP incorpora o retorno econômico mais significativamente. Isto pode estar relacionado à divulgação dos resultados contábeis pela norma brasileira, que são publicados até abril, ou seja, dois meses antes dos resultados em US GAAP que são publicados em junho. O mercado pode estar antecipando o retorno de junho com a divulgação dos resultados na norma brasileira em abril.

Outro fator seria o de que as empresas utilizadas na amostra possuem controle acionário concentrado, ou seja, os controladores detêm informação privilegiada, podendo conhecer os resultados antecipadamente.

Por meio da análise do R^2 ajustado pode-se avaliar o poder de explicação do modelo proposto. Observa-se que o R^2 ajustado é maior na amostra com as variáveis contábeis na norma contábil brasileira do que na norma contábil americana

para as ações ordinárias conforme apresentado nas tabelas 2 e 3. Entretanto para as ações preferenciais o poder de explicação é menor. Para o lucro contábil em BR GAAP o R^2 ajustado varia entre 16% e 26% para as ações preferenciais e ordinárias respectivamente, enquanto que o lucro contábil em US GAAP R^2 ajustado varia entre 20% e 10%.

TABELA 4: Estatística de regressão para ajuste aos US GAAP (resíduo).

Painel E (PREFERENCIAIS)			
$R_{\text{sidpn}_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 RE_{\text{pnjun}_{it}} + \alpha_3 D_{it} RE_{\text{pnjun}_{it}} + \varepsilon_{it}$			
P_{it-1}			
	Coeficientes	Estatística-t	Probabilidade
α_0	-0.0298	-0.6365	0.5262
α_1	0.1149	1.6190	0.1092
α_2	0.0985	1.4982	0.1378
α_3	0.2924	1.4744	0.1441
R-quadrado Ajustado			0.0000
Nº Observações			118
Painel F (ORDINÁRIAS)			
$R_{\text{sidon}_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 RE_{\text{onjun}_{it}} + \alpha_3 D_{it} RE_{\text{onjun}_{it}} + \varepsilon_{it}$			
P_{it-1}			
	Coeficientes	Estatística-t	Probabilidade
α_0	-0.0380	-0.5721	0.5690
α_1	0.0738	0.6298	0.5308
α_2	0.0529	0.5421	0.5894
α_3	-0.0071	-0.0236	0.9812
R-quadrado Ajustado			0.0000
Nº Observações			110

Onde: *, **, *** Estatisticamente significativa ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente

A tabela 4 indica que o resíduo da regressão (ajuste aos US GAAP) entre o lucro líquido nas normas contábeis americanas e brasileiras não incorpora significativamente o retorno econômico de junho, onde o coeficiente α_2 , que mede a oportunidade do lucro não é estatisticamente.

Os coeficientes que medem o conservadorismo contábil, α_1 e α_3 , não são estatisticamente significantes para as ações preferenciais e ordinárias, além disso, o poder de explicação da regressão (R^2) ajustado é nulo.

Comparando as amostras de ações com lucro contábil em BR GAAP e lucro contábil em US GAAP, não se pode afirmar que existe um nível maior de utilização do conservadorismo por parte das normas americanas, ou seja, com as evidências encontradas rejeita-se a hipótese de que os demonstrativos contábeis em US GAAP são mais conservadores que os demonstrativos contábeis em BR GAAP nas companhias listadas na Bovespa com ADRS negociadas na NYSE.

A segunda hipótese desta pesquisa relata que o lucro contábil em US GAAP incorpora mais significativamente o retorno econômico (*timeliness*) de junho do que o lucro contábil em BR GAAP incorpora o retorno econômico de abril. De acordo com os resultados apresentados pelas amostras rejeita-se a hipótese fundamentada. Para as ações preferenciais em US GAAP o coeficiente que mede a oportunidade do lucro contábil é estatisticamente significativo a um nível de 5% enquanto que para as ações ordinárias o coeficiente não é estatisticamente significativo. Isto pode ser explicado pelo fato de que o retorno pode estar sendo antecipado quando da divulgação dos resultados em BR GAAP em abril, ou seja, como o acionista controlador divulga os resultados em BR GAAP de abril já se conhece os resultados em US GAAP de junho.

Ao testar a terceira hipótese pode-se observar que os ajustes aos US GAAP apresentam coeficientes não estatisticamente significantes para a oportunidade da informação contábil e o reconhecimento assimétrico entre boas e más notícias, além disso o poder explicativo da regressão é nulo. Os ajustes aos US GAAP não

capturaram o conservadorismo e a oportunidade da informação contábil. A alta concentração acionária pode ser a razão pela qual o modelo não captura o conservadorismo e a oportunidade do lucro. Rejeita-se a terceira hipótese fundamentada, não se pode afirmar que a parcela não explicada pelo lucro contábil em BR GAAP incorpora o retorno econômico de junho e o reconhecimento assimétrico entre boas e más notícias.

Foram realizadas análises dos pressupostos estatísticos para a regressão múltipla aplicada na pesquisa. De acordo com o teste F pelo menos uma das variáveis explicativas exerce influência no modelo. A análise dos coeficientes, através do teste t de *Student*, apresenta a significância de cada um. O poder de explicação de cada regressão foi avaliado por meio da estatística R^2 - ajustado.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

O presente estudo buscou investigar, empiricamente, o nível de utilização do conservadorismo e a oportunidade do lucro nos demonstrativos contábeis segundo as normas brasileiras e americanas nas companhias brasileiras que negociaram ADRs. Espera-se que este estudo venha fomentar as pesquisas que investigam o nível de utilização do conservadorismo no mercado acionário brasileiro como um todo gerando evidências sobre o comportamento da informação contábil a fim de auxiliar os investidores e analistas de mercado no processo decisório.

Esperava-se nas três hipóteses desenvolvidas para responder esta pesquisa, em suma, que o lucro contábil em US GAAP apresentasse maior nível de utilização do conservadorismo que o lucro em BR GAAP conforme as empresas da amostra pesquisada, bem como a oportunidade do lucro contábil fosse capturada entre ambos os GAAPs, sendo maior nos demonstrativos contábeis segundo as normas americanas.

As evidências encontradas não confirmam as hipóteses, portanto não se pode afirmar que existe um nível maior de utilização do conservadorismo por parte das normas americanas, nas empresas brasileiras emissoras de ADRS. Embora estudos internacionais evidenciem a existência de um maior nível de utilização do conservadorismo por parte das normas contábeis americanas, no presente estudo não é possível esta constatação.

Os coeficientes que refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico pelo lucro contábil não são estatisticamente significativos para as ações ordinárias. Uma das razões que podem explicar em parte a não existência de

diferenças na utilização do nível de conservadorismo entre os GAAP's pode estar relacionada ao trabalho de Tukamoto (2004), onde se encontra evidências de que o nível de gerenciamento dos resultados (*earnings management*) das empresas brasileiras com ADRs, mesmo em US GAAP, são similares aos de empresas que não possuem.

Os resultados geraram indícios de que o lucro contábil segundo as normas brasileiras é mais oportuno que nas normas americanas. Isto pode estar relacionada à divulgação dos resultados contábeis pela norma brasileira, que são publicados até abril, diferentemente dos resultados nas normas americanas, que são publicados em junho. O mercado pode estar antecipando o retorno de junho com a divulgação dos resultados, nas normas brasileiras, em abril.

Assim, diante dos resultados encontrados pode-se inferir que o conservadorismo contábil para as empresas brasileiras pode não estar no GAAP, os instrumentos de governança corporativa podem ser fatores que contribuam para o nível de utilização do conservadorismo.

A não variabilidade de utilização do conservadorismo entre as GAAP's das empresas com ADR's pode estar relacionada ao Gerenciamento de Resultados, ou seja, os resultados segundo o GAAP americano não apresentaram um nível de utilização de conservadorismo muito diferente do GAAP brasileiro. Isto pode estar relacionado com o trabalho de Martinez (2001) que encontrou evidências que as empresas que lançam ADR's promovem Gerenciamento de Resultados para aumentar lucros um ano antes da emissão.

Os problemas de agência podem estar neutralizando o efeito de conservadorismo. Todavia, um fator crítico para análise dos resultados e a

exposição de conclusões foi a pouca quantidade de dados, apesar da amostra ser considerada representativa.

Sugere-se para novas pesquisas investigar a utilização do conservadorismo entre as empresas brasileiras emissoras e não emissoras de ADRs, nas empresas que praticam gerenciamento de resultados, em setores específicos da economia, entre empresas brasileiras com maior e menor grau de liquidez e endividamento, bem como a influência da governança corporativa e o impacto dos problemas de agência, através de *proxies* tais como a forma de remuneração, no conservadorismo e na oportunidade da informação contábil. Uma nova linha interessante de pesquisa é a avaliação do nível de conservadorismo pelo modelo de Basu (1997) entre empresas com maiores e menores *Market to Book*.

8. REFERÊNCIAS

ABOODY, David. & LEV Baruch. The value-relevance of intangibles: the case of software capitalization. Sep. 1998.

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

BALL, R.; KOTHARI, S. P; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earning. Ago. 1999.

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

BUSHMAN, R. M. and PIOTROSKI, J. D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. Forthcoming Journal of Accounting and Economics, January 2005. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>> Acesso em: 20 abr. 2005.

COSTA, Alessandra. C. de Oliveira. **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.

COSTA, Fábio Moraes da. **Ajustes aos US GAAP**: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRS negociados na bolsa de Nova Iorque. 2005. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento

de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, USP, São Paulo, 2005.

DAHER, Cecílio Elias. **Testes Empíricos de Teorias Alternativas sobre a Determinação da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – UnB, UFPB, UFPE, UFRN, Brasília, 2004.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GREENE, William H. *Econometric Analysis*. 3rd ed. Prentice Hall, New Jersey: 1997. 1075 pp.

LOPES, A. B. **Uma contribuição ao Estudo da Revelância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O modelo de Ohlson Aplicado à BOVESPA**. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

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

HENDRIKSEN, Eldon S. e VAN BREDA, Michel. **Teoria da contabilidade**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis,

Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, Gilberto Andrade. **Manual de elaboração de monografias e dissertações**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

PENMAN, H. S.; ZHANG, X. Accounting conservatism, the Quality of Earning, and Stock Returns. Dez.1999. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>> Acesso em: 20 abr. 2005.

POPE, P. F.; WALKER, M. International Differences in the Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings. **Journal of Accounting Research**, supplement to vol. 37, p. 503-87, 1999.

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

SCHMIDT, P. **História do pensamento contábil**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil** [Mestrado em Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.

TUKAMOTO, Yhurika Sandra. **Contribuição ao Estudo do “Gerenciamento” de Resultados** – Uma Comparação entre as Companhias Abertas Brasileiras Emissoras de ADRs e Não Emissoras de ADRs. Dissertação [Mestrado em

Controladoria e Contabilidade]. São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

WATTS, R. L. A proposal for Research on Conservatism. Maio 1993. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/>> . Acesso em: 20 abr. 2005.

WATTS, R. L. Conservatism in Accounting. December 2002. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/>> . Acesso em: 20 abr. 2005.

VAN TENDELOO, Brenda & VANSTRAELEN, Ann. Earnings Management under German GAAP versus IFRS. Working Paper, Universiteit Antwerpen; Universiteit Maastricht, 44pp., 2004.

ANEXO A - LUCRO POR AÇÃO EM BR GAAP E US GAAP

Empresa	Ano	BR GAAP		US GAAP	
		Lucro ON	Lucro PN	Lucro ON	Lucro PN
Ambev	1999	-0.07075	-0.07108	0.07527	0.07562
Aracruz	1999	-	-	-	-
Bradesco	1999	-	-	-	-
Brasken	1999	0.75728	0.57619	0.97044	0.73838
Embratel	1999	0.09770	0.06218	0.02837	0.01805
Telecon	1999	-	-	-	-
Telecon par.	1999	0.07783	0.05935	-0.10777	-0.08219
Pão de Açúcar	1999	-	0.03391	-	-0.04854
CEMIG	1999	-	-	-	-
COPEL	1999	0.12222	0.09693	-0.12479	-0.09897
CSN	1999	0.15001	-	0.03881	-
Embratel	1999	0.71470	0.49552	1.32711	0.92013
Gerdau	1999	0.49974	0.57747	0.50104	0.57898
Itau	1999	0.24416	0.23382	0.29640	0.28385
Perdigão	1999	-	-	-	-
Petrobras	1999	-	-	-	-
SABESP	1999	-	-	-	-
Sadia	1999	-	0.16040	-	0.14927
Tele C.Oeste	1999	0.28121	0.21036	0.07767	0.05810
Telebras	1999	0.29836	0.21312	0.10578	0.07556
TELESP	1999	0.09813	0.06196	-0.01877	-0.01185
Tele Leste	1999	-	-	-	-
Telemig	1999	0.04409	0.02797	0.04024	0.02552
Tele Nordeste	1999	0.03846	0.02133	0.00145	0.00080
Tele Norte Leste	1999	0.02409	0.01579	-0.27373	-0.17944
Tele Norte	1999	0.15912	0.11082	0.12375	0.08618
Telesp Celuar	1999	-	-	-	-
Tele Sudeste	1999	-	-	-	-
Tele Sul	1999	0.07633	0.04190	-0.03693	-0.02027
Ultrapar	1999	-	-	-	-
Unibanco	1999	0.24786	0.20234	0.13302	0.10859
Vale	1999	0.24161	0.17458	0.14233	0.10284
Votarrantim	1999	-	-	-	-
Ambev	2000	0.07326	0.04690	0.18977	0.12148
Aracruz	2000	-	-	-	-
Bradesco	2000	-	-	-	-
Brasken	2000	0.25359	0.19931	0.40965	0.32196
Embratel	2000	0.05227	0.03395	0.05958	0.03870
Telecon	2000	0.19712	0.20416	0.00310	0.00321
Telecon par.	2000	0.05729	0.03369	0.01549	0.00911
Pão de Açúcar	2000	-	0.05178	-	0.04881
CEMIG	2000	0.09688	0.05863	0.08545	0.05171
COPEL	2000	0.11926	0.08178	0.01523	0.01045
CSN	2000	0.29713	-	0.09705	-
Embratel	2000	0.14015	0.15476	0.21847	0.24126
Gerdau	2000	0.19084	0.13120	0.17907	0.12311
Itau	2000	0.09508	0.09109	0.08550	0.08192
Perdigão	2000	0.04756	0.05638	0.05546	0.06575

Petrobras	2000	0.21258	0.18484	0.21858	0.19005
SABESP	2000	-	-	-	-
Sadia	2000	-	0.03212	-	-0.00445
Tele C.Oeste	2000	0.11954	0.08494	0.09685	0.06881
Telebras	2000	0.05583	0.05583	0.13599	0.13599
TELESP	2000	0.10917	0.06234	0.07710	0.04403
Tele Leste	2000	-	-	-	-
Telemig	2000	0.03045	0.02698	0.02040	0.01808
Tele Nordeste	2000	0.02074	0.01629	0.02216	0.01739
Tele Norte Leste	2000	0.06079	0.04073	0.08111	0.05434
Tele Norte	2000	0.01892	0.02014	0.01310	0.01394
Telesp Celuar	2000	-	-	-	-
Tele Sudeste	2000	-	-	-	-
Tele Sul	2000	0.01064	0.00697	0.00462	0.00302
Ultrapar	2000	-	0.10550	-	0.06946
Unibanco	2000	0.07813	0.11167	0.03879	0.05544
Vale	2000	0.11998	0.10078	0.12101	0.10165
Votantim	2000	-	-	-	-
Ambev	2001	0.03913	0.03913	0.04190	0.04190
Aracruz	2001	0.08200	0.06064	0.01728	0.01277
Bradesco	2001	-	-	-	-
Brasken	2001	-0.02109	-0.02137	-0.02188	-0.02218
Embratel	2001	-0.06720	-0.05086	-0.05727	-0.04334
Telecon	2001	0.03177	0.03037	-0.01917	-0.01833
Telecon par.	2001	0.03846	0.02987	-0.02025	-0.01573
Pão de Açúcar	2001	-	0.02991	-	0.02786
CEMIG	2001	0.11602	0.09660	-0.17455	-0.14533
COPEL	2001	0.12113	0.09959	0.08547	0.07027
CSN	2001	0.06503	-	0.26860	-
Embratel	2001	0.15098	0.10245	0.10288	0.06981
Gerdau	2001	0.30020	0.21670	0.25123	0.18136
Itau	2001	0.12101	0.12101	0.07769	0.07769
Perdigão	2001	0.22830	0.22998	0.22251	0.22415
Petrobras	2001	0.17694	0.18745	0.13924	0.14751
SABESP	2001	-	-	-	-
Sadia	2001	-	0.23177	-	0.23277
Tele C.Oeste	2001	0.05642	0.07642	0.05273	0.07142
Telebras	2001	1.90407	2.85611	0.81278	1.21917
TELESP	2001	0.17001	0.11135	0.13360	0.08750
Tele Leste	2001	0.00572	0.00875	0.00025	0.00038
Telemig	2001	0.02970	0.04121	0.02878	0.03994
Tele Nordeste	2001	0.03879	0.04453	0.03632	0.04170
Tele Norte Leste	2001	0.01076	0.00820	-0.00690	-0.00526
Tele Norte	2001	-0.01231	-0.01374	-0.02202	-0.02456
Telesp Celuar	2001	-0.16615	-0.10780	-0.17964	-0.11655
Tele Sudeste	2001	0.07622	0.05493	0.03988	0.02873
Tele Sul	2001	0.04074	0.03155	0.03273	0.02535
Ultrapar	2001	-	0.12413	-	0.11549
Unibanco	2001	0.06284	0.12679	0.03136	0.06327
Vale	2001	0.16633	0.16263	0.16282	0.15920

Votavantim	2001	-	0.16242	-	0.19149
Ambev	2002	0.07251	0.06519	0.07884	0.07088
Aracruz	2002	0.01514	0.01197	0.09895	0.07820
Bradesco	2002	0.10649	0.08945	0.11278	0.09474
Brasken	2002	-0.97217	-0.91239	-1.71591	-1.61040
Embratel	2002	-0.13774	-0.15165	-0.14907	-0.16412
Telecon	2002	0.06308	0.05018	0.04548	0.03617
Telecon par.	2002	0.05695	0.05579	0.03595	0.03522
Pão de Açúcar	2002	-	0.03496	-	0.03048
CEMIG	2002	-0.15970	-0.15244	-0.00191	-0.00183
COPEL	2002	-0.05907	-0.05555	-0.08370	-0.07872
CSN	2002	-0.06664	-	-0.17447	-
Embratel	2002	0.12323	0.11679	0.08063	0.07641
Gerdau	2002	0.32019	0.27606	0.32838	0.28312
Itau	2002	0.09088	0.09037	0.11604	0.11539
Perdigão	2002	-	0.01735	-	0.00236
Petrobras	2002	0.13716	0.14076	0.11424	0.11724
SABESP	2002	-	-	-	-
Sadia	2002	0.17594	0.23780	0.21181	0.28628
Tele C.Oeste	2002	0.09048	0.13460	0.07900	0.11752
Telebras	2002	0.27441	0.41162	0.90834	1.36251
TELESP	2002	0.07537	0.05907	0.01744	0.01367
Tele Leste	2002	-0.00489	-0.00721	-0.08293	-0.12226
Telemig	2002	0.02438	0.03840	0.00799	0.01259
Tele Nordeste	2002	0.09077	0.08765	0.07844	0.07574
Tele Norte Leste	2002	-0.02640	-0.02206	-0.09868	-0.08246
Tele Norte	2002	-0.03238	-0.05604	-0.05881	-0.10179
Telesp Celuar	2002	-0.26839	-0.23366	-0.35190	-0.30636
Tele Sudeste	2002	0.05914	0.04878	-0.01749	-0.01443
Tele Sul	2002	0.05244	0.04387	0.07015	0.05869
Ultrapar	2002	-	0.17900	-	0.11514
Unibanco	2002	0.05241	0.11303	0.02469	0.05325
Vale	2002	0.08160	0.07901	0.09595	0.09291
Votavantim	2002	-	0.07989	-	0.06323
Ambev	2003	0.07056	0.06246	0.08445	0.07475
Aracruz	2003	0.17021	0.11582	0.08290	0.05641
Bradesco	2003	0.14663	0.13535	0.14635	0.13509
Brasken	2003	0.29333	0.26387	0.29902	0.26898
Embratel	2003	0.14839	0.16585	0.25279	0.28253
Telecon	2003	-0.00384	-0.00369	-0.04360	-0.04196
Telecon par.	2003	0.02729	0.02069	-0.00158	-0.00120
Pão de Açúcar	2003	-	0.03363	-	0.04865
CEMIG	2003	0.28924	0.25716	0.33714	0.29975
COPEL	2003	0.07191	0.05753	-0.02732	-0.02185
CSN	2003	0.26548	-	0.38682	-
Embratel	2003	0.02261	0.02067	0.03962	0.03622
Gerdau	2003	0.34462	0.26571	0.44667	0.34439
Itau	2003	0.10779	0.09805	0.17396	0.15824
Perdigão	2003	-	0.21796	-	0.16624
Petrobras	2003	0.28097	0.31972	0.30382	0.34573

SABESP	2003	0.29257	-	0.22560	-
Sadia	2003	0.37636	0.44831	0.39364	0.46890
Tele C.Oeste	2003	0.12293	0.24017	0.12936	0.25275
Telebras	2003	1.71603	0.85801	3.63706	1.81853
TELESP	2003	0.13036	0.08627	0.16577	0.10970
Tele Leste	2003	-0.11773	-0.18195	-0.01827	-0.02824
Telemig	2003	0.10507	0.13433	0.15290	0.19548
Tele Nordeste	2003	0.22088	0.20377	0.23720	0.21882
Tele Norte Leste	2003	0.08259	0.06051	0.10389	0.07611
Tele Norte	2003	0.01672	0.03049	0.15822	0.28851
Telesp Celuar	2003	-0.13192	-0.11826	-0.02035	-0.01824
Tele Sudeste	2003	0.06905	0.05204	0.05140	0.03874
Tele Sul	2003	0.16531	0.11825	0.15328	0.10965
Ultrapar	2003	-	0.13064	-	0.15287
Unibanco	2003	0.07094	0.20253	0.03357	0.09584
Vale	2003	0.10501	0.11070	0.10416	0.10981
Votarantim	2003	-	0.17650	-	0.14155

ANEXO B - RETORNO ABRIL E JUNHO

Empresa	Ano	ABRIL		JUNHO	
		Retorno ON	Retorno PN	Retorno ON	Retorno PN
Ambev	1999	0.32269	0.42640	0.42807	0.30344
Aracruz	1999	-	-	-	-
Bradesco	1999	-	-	-	-
Brasken	1999	1.41659	0.81130	1.06548	1.03586
Embratel	1999	-	-	-	-
Telecon	1999	-	-	-	-
Telecon par.	1999	0.71245	0.07968	0.62964	0.11502
Pão de Açúcar	1999	-	-	-	-
CEMIG	1999	-	-	-	-
COPEL	1999	-0.05721	-0.16300	0.08015	-0.00389
CSN	1999	0.19594	-	0.01860	-
Embratel	1999	7.45779	4.19644	2.11342	1.91104
Gerdau	1999	-	-	-	-
Itau	1999	-	-	-	-
Perdigão	1999	-	-	-	-
Petrobras	1999	-	-	-	-
SABESP	1999	-	-	-	-
Sadia	1999	-	-	-	-
Tele C.Oeste	1999	-	-	-	-
Telebras	1999	-0.44491	-0.47960	-0.50042	-0.52421
TELESP	1999	0.49936	0.39835	-0.09613	0.08781
Tele Leste	1999	-	-	-	-
Telemig	1999	-	-	-	-
Tele Nordeste	1999	0.86207	1.13845	1.65572	1.30522
Tele Norte Leste	1999	0.64570	0.04682	0.98964	0.20835
Tele Norte	1999	-	-	-	-
Telesp Celuar	1999	-	-	-	-
Tele Sudeste	1999	-	-	-	-
Tele Sul	1999	0.70833	0.80786	1.01035	0.93171
Ultrapar	1999	-	-	-	-
Unibanco	1999	1.24816	0.16226	1.20055	0.80514
Vale	1999	0.55596	0.16354	0.49841	0.21784
Votarantim	1999	-	-	-	-
Ambev	2000	1.74906	1.06260	1.21297	0.76266
Aracruz	2000	-	-	-	-
Bradesco	2000	-	-	-	-
Brasken	2000	-0.12360	-0.13354	-0.10570	-0.23472
Embratel	2000	-0.48933	-0.53738	-0.51357	-0.62754
Telecon	2000	-	-	-	-
Telecon par.	2000	-0.06085	-0.20118	-0.01694	-0.29947
Pão de Açúcar	2000	-	0.20920	-	-0.06053
CEMIG	2000	-	-	-	-
COPEL	2000	0.54131	0.11971	0.22966	-0.07448
CSN	2000	-0.07787	-	-0.30898	-
Embratel	2000	0.99780	1.49016	0.87579	1.53688
Gerdau	2000	-0.14250	-0.15770	0.05020	-0.26043
Itau	2000	0.32289	0.15285	0.17114	0.11152
Perdigão	2000	-	-	-	-

Petrobras	2000	-	-	-	-
SABESP	2000	-	-	-	-
Sadia	2000	-	0.08956	-	-0.05684
Tele C.Oeste	2000	0.37193	-0.19335	0.10430	-0.15699
Telebras	2000	0.51342	0.51342	0.51342	0.13506
TELESP	2000	-0.17387	-0.38565	0.02593	-0.29240
Tele Leste	2000	-	-	-	-
Telemig	2000	0.64734	-0.26718	0.15088	-0.32511
Tele Nordeste	2000	-0.19898	-0.39240	-0.25831	-0.48584
Tele Norte Leste	2000	0.06549	0.06278	-0.20389	-0.24162
Tele Norte	2000	0.29723	-0.34793	0.10381	-0.37798
Telesp Celuar	2000	-	-	-	-
Tele Sudeste	2000	-	-	-	-
Tele Sul	2000	-0.33527	-0.43680	-0.43238	-0.50980
Ultrapar	2000	-	-	-	-
Unibanco	2000	0.41838	0.25967	0.32105	-0.01653
Vale	2000	0.10311	0.03597	0.07176	-0.06305
Votantim	2000	-	-	-	-
Ambev	2001	-0.30186	-0.18961	-0.34348	-0.27005
Aracruz	2001	-	-	-	-
Bradesco	2001	-	-	-	-
Brasken	2001	-0.11631	-0.18155	-0.47718	-0.37523
Embratel	2001	-0.62036	-0.73218	-0.86388	-0.92558
Telecon	2001	-0.28529	-0.15465	-0.23651	-0.23516
Telecon par.	2001	-0.13636	-0.15760	-0.27690	-0.24770
Pão de Açúcar	2001	-	-0.15784	-	-0.12412
CEMIG	2001	0.17723	0.33825	0.04253	0.07900
COPEL	2001	-0.10589	-0.06719	-0.33232	-0.39518
CSN	2001	-0.18169	-	-0.05193	-
Embratel	2001	-0.23994	-0.31177	-0.19510	-0.31342
Gerdau	2001	0.37261	0.41340	0.47570	0.45626
Itau	2001	-0.04095	-0.06511	-0.28759	-0.29276
Perdigão	2001	-	-0.07709	-	0.00580
Petrobras	2001	-0.10561	-0.06829	-0.18799	-0.16026
SABESP	2001	-	-	-	-
Sadia	2001	-0.12153	-0.03418	-0.12153	-0.11834
Tele C.Oeste	2001	-0.07811	-0.33268	-0.02172	-0.42632
Telebras	2001	-0.54704	-0.63763	-0.09408	-0.69803
TELESP	2001	-0.04330	-0.02780	0.02747	0.20195
Tele Leste	2001	-	-	-	-
Telemig	2001	-0.14313	-0.44369	-0.30960	-0.44522
Tele Nordeste	2001	-0.13829	-0.27813	-0.35277	-0.34471
Tele Norte Leste	2001	-0.25208	-0.28405	-0.29464	-0.26141
Tele Norte	2001	-0.43307	-0.52258	-0.59233	-0.78983
Telesp Celuar	2001	-	-	-	-
Tele Sudeste	2001	-	-	-	-
Tele Sul	2001	-0.29228	-0.38505	-0.38106	-0.37188
Ultrapar	2001	-	0.07818	-	0.06021
Unibanco	2001	-0.17805	-0.08577	-0.27484	-0.32547
Vale	2001	0.19919	0.12667	0.32400	0.25767

Votantim	2001	-	-	-	-
Ambev	2002	-0.01772	-0.05575	0.04704	0.04383
Aracruz	2002	0.02080	-0.05291	-0.16760	-0.17361
Bradesco	2002	-	-	-	-
Brasken	2002	-0.33142	-0.01494	0.85032	0.47241
Embratel	2002	-0.48673	-0.40038	0.85154	2.15627
Telecon	2002	-0.00845	-0.19732	0.04578	-0.08745
Telecon par.	2002	-0.27337	-0.09731	-0.14634	0.07781
Pão de Açúcar	2002	-	-0.36684	-	-0.30567
CEMIG	2002	-0.43154	-0.32795	-0.43475	-0.34286
COPEL	2002	-0.65648	-0.55169	-0.54719	-0.42928
CSN	2002	-0.01398	-	0.24522	-
Embratel	2002	-0.43906	-0.39750	-0.39662	-0.28082
Gerdau	2002	-0.07237	-0.09183	0.06734	0.19452
Itau	2002	-0.21573	-0.15214	-0.01505	-0.02269
Perdigão	2002	-	-0.43305	-	-0.33774
Petrobras	2002	-0.24941	-0.26847	-0.15521	-0.16519
SABESP	2002	-	-	-	-
Sadia	2002	-0.16206	-0.22052	-0.14211	0.09090
Tele C.Oeste	2002	0.43046	-0.04385	0.30140	0.04490
Telebras	2002	-0.60098	-0.60098	-0.46797	0.59608
TELESP	2002	-0.18655	-0.13918	-0.24038	-0.24073
Tele Leste	2002	-0.70738	-0.52549	-0.73399	-0.40485
Telemig	2002	-0.42775	-0.11003	-0.33493	-0.16472
Tele Nordeste	2002	-0.35637	-0.16723	-0.29419	-0.27068
Tele Norte Leste	2002	-0.30491	-0.15236	-0.16693	-0.04990
Tele Norte	2002	-0.47260	-0.53448	-0.48571	-0.00933
Telesp Celuar	2002	0.56528	0.51650	1.15774	1.02644
Tele Sudeste	2002	-0.11314	0.03592	-0.16612	-0.08915
Tele Sul	2002	-0.28634	-0.28169	-0.34019	-0.37724
Ultrapar	2002	-	0.17895	-	0.35539
Unibanco	2002	-0.15843	-0.30308	-0.26355	-0.10232
Vale	2002	0.01602	-0.02664	-0.13725	-0.14402
Votantim	2002	-	-0.03414	-	-0.15094
Ambev	2003	0.85151	-0.16151	1.17275	-0.03848
Aracruz	2003	0.33082	0.38284	0.37005	0.56382
Bradesco	2003	-0.03206	-0.03819	0.15831	0.21329
Brasken	2003	3.58516	2.63437	1.20750	2.18237
Embratel	2003	1.36826	0.82290	1.05726	0.36752
Telecon	2003	-0.19034	-0.18941	-0.15970	-0.18015
Telecon par.	2003	-0.03153	-0.18113	-0.04043	-0.17273
Pão de Açúcar	2003	-	0.06888	-	0.10446
CEMIG	2003	0.36160	0.37088	0.45831	0.61287
COPEL	2003	-0.03438	-0.07336	0.04988	0.11924
CSN	2003	1.22400	-	0.96811	-
Embratel	2003	0.58531	0.67817	0.46682	0.51043
Gerdau	2003	1.14031	1.06872	1.01303	1.06455
Itau	2003	0.25368	0.11032	0.29672	0.38367
Perdigão	2003	-	1.09081	-	1.31474
Petrobras	2003	0.43415	0.37735	0.41789	0.39719

SABESP	2003	0.19675	-	0.19664	-
Sadia	2003	1.19022	1.94220	1.05906	1.50038
Tele C.Oeste	2003	-0.34326	0.41506	-0.31963	0.60170
Telebras	2003	0.83979	0.83979	-0.08011	-0.08011
TELESP	2003	0.23238	0.15448	0.54604	0.25774
Tele Leste	2003	0.10657	0.34130	0.32558	0.69758
Telemig	2003	0.56191	0.54225	0.52720	0.41487
Tele Nordeste	2003	0.17037	0.42206	0.17241	0.43862
Tele Norte Leste	2003	0.31809	0.03785	0.31090	0.11911
Tele Norte	2003	-0.03169	0.55068	0.11022	0.43094
Telesp Celuar	2003	0.20310	0.75316	0.39510	1.01175
Tele Sudeste	2003	-0.07431	-0.24412	-0.13791	-0.20658
Tele Sul	2003	0.43229	0.55141	0.43484	0.56972
Ultrapar	2003	-	0.20820	-	0.14230
Unibanco	2003	-0.39099	0.17070	-0.27977	0.14340
Vale	2003	0.46203	0.35401	0.59339	0.41626
Votarantim	2003	-	0.52992	-	0.63283