

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

VALÉRIA DE OLIVEIRA BRITES

**O EFEITO DA LEI SARBANES-OXLEY NO ACESSO AO CRÉDITO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BOVESPA**

VITÓRIA

2008

VALÉRIA DE OLIVEIRA BRITES

**O EFEITO DA LEI SARBANES-OXLEY NO ACESSO AO CRÉDITO
DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito para Titulação de Mestre em Ciências Contábeis

Orientador: Prof. Dr. Bruno Funchal

VITÓRIA

2008

Dedico este trabalho aos meus
pais Edson e Neide.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, que sempre me iluminou e, nos momentos mais difíceis, me carregou em seus braços, não permitindo que eu desanimasse em minha caminhada.

Aos meus pais, que sempre estiveram ao meu lado, me transmitindo forças, vivendo o meu sonho e compreendendo minha ausência. À minha irmã e meu cunhado, pelo carinho e apoio incondicional.

Aos meus amigos de sala de aula, pelo convívio e amizade. Destaco principalmente: Márcio de Souza e Silva, Fernando Alberto Dutra Fernandes, Patrícia de Carvalho Diniz Soares e Tânia Aparecida Landgraf Müller, Sandro Brasil, Mateus Clóvis de S. Costa e Marcos Alex Vieira pelo companheirismo, pelas noites em claro estudando, pela troca de conhecimentos e experiências, pela família que nos tornamos.

Aos meus amigos que sempre me estimularam, vibrando com minhas conquistas, que me ajudaram com seus conselhos, críticas e contribuições: Flávia Rapozo, Iara Tamella, Telma Amorim Freitas, Jucimar André Secchin, Nora Vicente e Jane Teresa da Silva.

Em especial, ao Professor Dr. Bruno Funchal, que além de orientar-me na elaboração deste trabalho, com extrema dedicação e profissionalismo, transmitindo todo seu conhecimento, soube me apoiar, me estimular e me reerguer nos momentos de desânimo. Muito obrigada, por tudo!

Ao Professor Dr. Fernando Caio Galdi, pelas valiosas contribuições e por sua atenção.

Ao Prof. Arilton Teixeira, que durante minha qualificação prestou contribuições importantes para esta pesquisa.

A todos os Professores da FUCAPE, pelos conhecimentos e experiências transmitidos.

Aos funcionários da FUCAPE, principalmente da Secretaria e Biblioteca, que sempre estão dispostos a nos atender com dedicação, educação, simpatia e amizade.

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi verificar se existe relação entre a implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) e o acesso ao crédito das empresas listadas na BOVESPA. Analisou-se 542 empresas no período de oito anos (de 1999 a 2006), considerando anos antes e depois da vigência da referida Lei. Se a SOX tem a finalidade de restaurar a fidedignidade das demonstrações financeiras, é esperado que os *bondholders* passem a ter maior confiança nas informações contábeis, o que diminuirá o risco de seus investimentos, por estarem mais protegidos, ocasionando uma melhora no acesso ao crédito. Tirando proveito de tal choque institucional (visto como um “quase-experimento”), foi utilizado o procedimento *difference-in-difference* (em painel com duplo efeito fixo) para testar a hipótese de que o acesso ao crédito melhora com a implementação da SOX. O resultado obtido aponta que a Lei SOX aumentou o crédito de curto e longo prazo das empresas, o que indica que, após a lei, as empresas afetadas pela nova lei passaram a ter menor restrição ao crédito.

Palavras-chave: Lei Sarbanes-Oxley, informações contábeis, BOVESPA, crédito

ABSTRACT

The purpose of this dissertation was to verify the relation between the implementation of Sarbanes-Oxley Act (SOX) and the access to credit from the companies listed on BOVESPA. 542 companies were analyzed in a period of eight years (from 1999 to 2006), taking into account some years after and before the mentioned law. If SOX has the aim of reestablishing the financial statement's reliability, it is expected that bondholders increase their trust on accounting data. This will decrease the risk of investment by making it safer, which improves their access to credit. Taking advantage of such institutional shock (seemed as a "quasi-experiment"), a difference-in-difference approach (in a two side effect panel) was used in order to test the hypothesis that the access to credit was ameliorated by the implementation of SOX. The results point to the finding that SOX augmented short and long term credit of companies, which indicates that the companies affected by the new law began to have less restriction to credit.

KEY WORDS: Sarbanes-Oxley Act, Accounting data, BOVESPA, credit

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Regressão em Painel com Efeito Fixo: Variações Percentuais (%).....	42
Tabela 2 – Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito de Curto Prazo.....	43
Tabela 3 – Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito de Longo Prazo.....	45
Tabela 4 – Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito Total.....	46
Tabela 5 – Regressão em Painel com Efeito Fixo: Custo da Dívida.....	47

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Composição da Lei Sarbanes-Oxley	23
Quadro 2 – Comparativo entre as exigências da SOX e das normatizações brasileiras	29

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Mecanismo de compra através da emissão de ADR's	33
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	<i>Chief Financial Office</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
<i>Diff-in-diff</i>	<i>Differences-in-differences</i>
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
PIB	Produto Interno Bruto
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
US-GAAP	<i>US General Accepted Accounting Principles</i>

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	12
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA E A ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	16
2.2	A GOVERNANÇA CORPORATIVA	18
2.3	A LEI SARBANES-OXLEY	21
2.3.1	Os principais Aspectos da SOX	23
2.3.1.1	Criação do <i>Public Company Accounting Oversight Board</i> – PCAB	23
2.3.1.2	Independência dos Auditores	23
2.3.1.3	Responsabilidade Corporativa	25
2.3.1.4	Melhoria na Divulgação das Demonstrações Contábeis	26
2.3.1.5	Conflito de Interesses dos Analistas	27
2.3.1.6	Responsabilidade por Crimes de Fraude nas Empresas	27
2.3.1.7	Aumento das Penalidades para os Crimes de “Colarinho Branco”	28
2.3.1.8	Fraudes Corporativas e Prestação de Contas	28
2.3.2	Comparação entre a SOX e as Normas Editadas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM e Conselho Federal de Contabilidade – CFC	28
2.4	IMPORTÂNCIA E VANTAGENS DA EMISSÃO DE <i>AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS</i> – ADR’S PELAS EMPRESAS	32
2.5	O ACESSO AO CRÉDITO E O CUSTO DA DÍVIDA	35
3.	METODOLOGIA UTILIZADA	37
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	41
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
	REFERÊNCIAS	51

1. INTRODUÇÃO

Jensen e Meckling (1976), ao estudarem sobre a Teoria da Firma, estabeleceram a existência de conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários, entre administradores e acionistas, entre acionistas e credores. Os administradores (agentes) podem tomar decisões menos arriscadas com medo de perder seus empregos ou podem tomar decisões com o objetivo de conseguir proveitos próprios, sem pensar em aumentar a riqueza dos acionistas, mas sim em conseguir maior destaque na empresa e, para isso, podem optar pela realização de projetos com nível de risco alto. O acionista (também na figura do agente), ao obter recursos com os credores, pode investir de maneira ineficiente, escolhendo investimentos arriscados que, se derem certo, trarão bons retornos e, se derem errado, trarão perdas aos credores, já que o acionista responde por suas obrigações de forma limitada. As decisões tomadas pelos administradores e acionistas podem levar, inclusive, à insolvência da empresa. Akerlof (1970) já relatava que as pessoas, intencionalmente, ocultavam informações de outras para proveito próprio, ou seja, manipulavam informações.

Recentemente, o mundo se deparou com vários escândalos financeiros, provocados por manipulações contábeis, que envolveram grandes empresas, como a Enron, Worldcom, Arthur Andersen e a italiana Parmalat, o que abalou, e muito, o mercado de capitais.

Assim, para atenuar o impacto que os escândalos corporativos causaram para a imagem do mercado de capitais, a Lei Sarbanes-Oxley – SOX foi criada com a finalidade de aumentar a confiabilidade nas demonstrações financeiras e impor uma postura mais ética dos gestores e auditores.

Com a aprovação da Lei SOX, o governo norte-americano almejou a redução da assimetria informacional e, conseqüentemente, do conflito de agência, já que a referida Lei, ao avaliar os controles internos da empresa, exige que os administradores atestem a fidedignidade das informações prestadas à *Securities and Exchange Commission* – SEC (o que dificulta que informações falsas ou omissões venham a ocorrer), além de prever sanções penais caso venha a ser descumprida. Ainda estabelece que a empresa de auditoria independente fica proibida de prestar serviços de consultoria à empresa auditada, justamente para manter a independência (SARBANES-OXLEY ACT, 2002).

Cabe ressaltar que todas as companhias de capital aberto que possuem ações listadas na Bolsa de *New York* devem se adequar a esta lei.

Sabe-se que os números contábeis são utilizados pelos credores para que estes possam avaliar a saúde da empresa e sua viabilidade (ANDERSON, MANSI e REEB, 2004). A independência do comitê de auditoria, melhores níveis de monitoramento do processo contábil e uma maior transparência nas informações prestadas dão maior credibilidade aos demonstrativos contábeis. De posse de uma informação mais fidedigna, a estimativa de risco do credor tende a diminuir, o que predisporá a uma diminuição do custo da dívida do devedor (ANDERSON, MANSI e REEB, 2004; SENGUPTA, 1998; HANDA e LINN, 1993; SMITH JR., 1993; BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003). Ou seja, a preocupação dos *bondholders* está associada a proteção de seus investimentos, sendo o custo da dívida menor para as empresas que demonstrem maior confiabilidade nos números contábeis (o que é objetivo da Lei Sarbanes-Oxley).

A Lei Sarbanes-Oxley foi criada para trazer equilíbrio ao mercado financeiro, restaurando a confiança nas informações divulgadas, através de melhores

mecanismos de governança, maiores responsabilidades corporativas, maior independência aos auditores, sempre com o objetivo de diminuir a assimetria informacional, já que há o aumento do monitoramento entre agente e principal, o que eleva o nível de confiabilidade das demonstrações contábeis. Partindo deste pressuposto, este trabalho se propôs a responder a seguinte questão: Existe relação entre a vigência da Lei Sarbanes-Oxley e o acesso ao crédito das empresas listadas na BOVESPA?

O objetivo do presente estudo foi verificar se existe relação entre a vigência da Lei SOX e o acesso ao crédito das empresas listadas na BOVESPA. Para alcançar tal objetivo, foi analisado um período que compreende antes e depois da vigência da lei, além de verificar se o efeito ocorre nas empresas listadas na BOVESPA ou apenas nas que são emissoras de *American Depositary Receipt* - ADR's - no mercado de ações norte-americano.

O estudo limitou-se a pesquisar o efeito da Lei SOX em um período de 8 anos (de 1999 a 2006), considerando anos antes e depois da vigência da referida lei. Foram excluídos da base de dados os bancos e seguradoras, pois além de apresentarem contas nos Demonstrativos Financeiros diferentes dos demais grupos, o endividamento faz parte de sua atividade-fim.

Este trabalho se justifica e procura mostrar sua relevância para o campo de finanças no Brasil, pois busca demonstrar que a implantação da Lei SOX, que para muitos ocasionou um aumento desmedido de custos sem o correspondente benefício (Borgerth, 2007), acaba trazendo ganhos para as empresas e para os usuários de suas informações (credores), pois à medida que a empresa fornece informações mais confiáveis, seus credores percebem a redução de seu risco e, com isso, reduzem suas taxas de juros. Além disso, nos mercados desenvolvidos,

conforme citado acima, pesquisadores já estão abordando o reflexo da Lei Sarbanes- Oxley no custo da dívida, mas, no Brasil, os estudos encontrados sobre a Lei SOX (BORGERTH, 2007; COSTA, 2006; DRIMEL, 2006) não analisaram este efeito, bem como seu reflexo no acesso ao crédito.

O presente estudo apresenta-se dividido em 5 seções: a primeira seção é a introdução, na qual o assunto é apresentado e delimitado. A segunda seção é uma breve revisão do referencial teórico do tema, baseado na Teoria da Agência e na assimetria informacional, na governança corporativa, na Lei Sarbanes-Oxley, na importância e vantagens da emissão de *American Depositary Receipts* – ADR pelas empresas, além de explanar sobre o acesso ao crédito e o custo da dívida. A terceira seção mostra a metodologia aplicada ao estudo. A quarta demonstra a análise dos dados. A quinta seção, por sua vez, exhibe as considerações finais sobre esta pesquisa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Para aceitar a idéia de um mercado eficiente, onde todos, dentro de uma mesma corporação, possuam o mesmo nível de informação, é necessário que estas sejam transparentes e disponibilizadas de forma igualitária, de modo que todos possuam o mesmo nível de informação. De acordo com Akerlof (1970), é nítida a assimetria informacional existente entre o agente e o principal. Esta relação é estudada pela Teoria da Agência, na qual o agente, que representa o principal através de relações contratuais, pode possuir interesses divergentes do principal. O conflito de interesses surge quando o agente quer maximizar suas utilidades pessoais independentemente de estar ou não maximizando a riqueza do principal. (JENSEN e MECKLING, 1976).

A assimetria informacional é um problema freqüente que ocorre dentro das empresas entre acionistas majoritários e minoritários, entre gestores e acionistas, entre acionistas/gestores e credores, provocado pelo não alinhamento dos objetivos entre o agente e o principal. Esta relação imperfeita é causada pela informação assimétrica, na qual o principal depende de uma ação ou informação do agente. (AKERLOF, 1970; JENSEN e MECKLING, 1976).

Um problema decorrente da assimetria de informação é o *moral hazard* (risco moral), quando o principal não pode observar a ação do agente que detém informações privilegiadas. O agente, de posse dessas informações, tenta maximizar suas utilidades, já que conhece as falhas do contrato. Assim, o principal, que não detém todas as informações que julga importante, procura transferir o risco para o

agente, com o intuito de que esta informação não seja utilizada para prejudicá-lo, ou seja, evitando uma conduta irregular por parte do agente. (HÖLMSTROM, 1979; HÖLMSTROM, 1982; PUELZ e SNOW, 1991). Conforme Hölmstrom (1979), um remédio natural para este problema de risco moral é investir recursos no monitoramento destas ações para minimizá-las.

Como forma de sanar este conflito de interesses, são utilizados mecanismos de governança com a finalidade de melhorar o desempenho da empresa ao proteger os investidores, empregados, credores e demais interessados.

Isto torna claro que para os investidores/credores, a análise desses mecanismos auxilia na decisão de investimento, pois ela determina o nível e as formas de atuação que os investidores podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma.

La Porta *et al.* (1999) argumentam que as leis de proteção existentes em um país dificultam o processo de expropriação por parte dos gestores, e tão importante quanto o conteúdo das leis é a capacidade e a qualidade de sua aplicação, que é maior em países com economia desenvolvida. Na verdade, os credores possuem muito mais disposição em injetarem recursos em empresas que demonstrem melhores mecanismos de proteção, contra a expropriação por parte de gestores e acionistas.

O conflito entre acionistas e credores existe porque a dívida é um incentivo para que os agentes procurem investir em projetos mais arriscados, que poderão fornecer um maior retorno. Como os pagamentos aos credores são fixos, na forma de juros e principal, os agentes sabem que, se o projeto não for bem sucedido, a empresa poderá se tornar insolvente e os credores perdem seu investimento e, caso o projeto dê certo, os acionistas recebem os lucros (JENSEN e MECKLING, 1976).

Este conflito de interesse precisa ser reduzido para que os credores tenham confiança e percebam que seus investimentos/empréstimos estão mais protegidos, por isso que é importante, para os credores, que os números contábeis sejam monitorados, de forma que os demonstrativos não sejam enganosos, escondendo as notícias ruins ou manipulando as boas notícias. (SMITH JR, 1993; DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1996)

Para Sunder (1997) e Zimmermman (1997), a auditoria é um mecanismo da contabilidade que deve ser utilizado para resolver os problemas de agência, reduzindo custo de agência.

O aumento no nível de monitoramento do processo contábil, um comitê de auditoria mais independente, maior controle interno nas práticas contábeis exibem uma relação inversa com o custo da dívida (ANDERSON, MANSI e REEB, 2004; SENGUPTA, 1998; HANDA e LINN, 1993; SMITH JR., 1993; BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003).

Após os escândalos financeiros ocorridos nesta década, como os da Enron, Worldcom e Arthur Andersen, o mercado financeiro reagiu de imediato e as bolsas caíram, pois não havia mais confiabilidade nas informações divulgadas pelas empresas. Com isso, o governo dos Estados Unidos percebeu que teria que tomar medidas para reverter este quadro de desconfiança e restabelecer o mercado de capitais (ASTHANA, BALSAM e KIM, 2004; BORGERTH, 2007).

2.2. A GOVERNANÇA CORPORATIVA

A prática da Governança Corporativa tem se intensificado devido à dificuldade na obtenção de financiamento, ao aumento da competitividade, a uma maior

abertura do mercado de capitais, além dos escândalos corporativos nos Estados Unidos, demonstrando sua importância para o mercado e para o mundo globalizado (Sirqueira e Kalatzis, 2006). Por isso, é necessário entender o significado da Governança.

“Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, ou seja, investidores (minoritários inclusive), empregados e credores. A GC tem por objetivo principal dar maior transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestações de contas.” (DIAS, 2006, p. 57)

Uma análise das práticas de governança corporativa é importante para os investidores, uma vez que através delas é possível o aumento do valor da empresa, o que irá repercutir na redução de seu custo de capital, aumentando a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (Silveira, 2002 apud SIRQUEIRA e KALATZIS, 2006).

Através da Governança Corporativa, a empresa melhora seu desempenho com o monitoramento de seus gerentes, agindo como um mecanismo de defesa com o objetivo de evitar, detectar e eliminar abusos financeiros, na qual a perspectiva do investidor é que uma boa estrutura de governança sinalize um alto grau de confiabilidade e credibilidade nos relatórios financeiros e que uma fraca estrutura tenha como consequência a demonstração de resultados de má qualidade (GIROUX, 2006). Para Shleifer e Vishny (1997), a utilização desses mecanismos de governança garante, aos fornecedores de recursos, que estes irão obter o retorno de seus investimentos, já que estão mais protegidos.

Uma das preocupações da governança é manter a credibilidade e transparência das informações para os seus usuários, com o intuito de superar o conflito de agência. Os estudos de Anderson, Mansi e Reeb (2004) evidenciam que os detentores das dívidas estão preocupados com os mecanismos de governança

que limitam o oportunismo dos gerentes e melhoram o monitoramento dos processos contábeis/financeiros, já que aumentam o grau de confiabilidade e credibilidade nas informações prestadas.

Paligorova (2007) comenta sobre pesquisas que provam um aumento significativo nos salários dos CEO's e CFO's nas empresas e que, mesmo assim, várias fraudes corporativas ocorreram, o que caracteriza que este era um fraco mecanismo de governança. Após a passagem da SOX, que exerce uma punição mais severa àqueles que tiverem má conduta, através da implantação de novas práticas de governança, a pesquisa da autora aponta que o pagamento "por sorte" desapareceu nas empresas com fraco ou forte conselho e que o pagamento por performance decresceu nas empresas com forte conselho.

Nos estudos de Ashbaugh, Collins e LaFond (2004) eles revelam que a fraca governança corporativa pode resultar em empresas incorrendo em altos custos da dívida e Bhojraj e Sengpta (2003) fornecem evidências que firmas com forte mecanismo de governança estão associadas a elevados *bond ratings*¹ e a uma menor taxa de juros sobre os empréstimos.

No Brasil, foi criado no ano de 1999 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, com o propósito de difundir as melhores práticas de governança no país, sendo lançado neste mesmo ano, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que hoje está em sua terceira versão (<http://www.ibgc.org.br>). Neste código, destacam-se 4 princípios básicos, que são:

1. Transparência – A informação deve ser espontânea, franca e rápida, resultando em confiança tanto dos usuários internos quanto dos externos.

¹ Método para avaliar a possibilidade de inadimplemento de um emissor de obrigações, como por exemplo: a classificação AAA significa inadimplemento improvável (DOWNES e GOODMAN, 1993).

2. Eqüidade – Tratamento justo e igualitário para todos: acionistas, clientes, fornecedores e/ou credores.
3. Prestação de Contas (Accountability) – Os agentes devem responder integralmente por todos os atos que praticarem durante o mandato, prestando contas a quem os elegeu.
4. Responsabilidade Corporativa – Os executivos devem zelar pela perenidade da empresa, contemplando a criação de riqueza, oportunidades de emprego, defesa do meio ambiente, melhorando a qualidade de vida da comunidade.

Em resposta às fraudes corporativas ocorridas desde 2001, o governo norte-americano sancionou, no ano de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley com o intuito de melhorar a governança corporativa e restabelecer a confiança no mercado, sendo considerada a mais importante reforma nas práticas dos negócios americanos desde o tempo de Franklin Roosevelt (ZHANG, 2005).

2.3. A LEI SARBANES -OXLEY

A Lei Sarbanes-Oxley foi sancionada em 30 de julho de 2002, pelo Presidente George W. Bush, com o objetivo de proteger os investidores através do restabelecimento do nível de precisão e confiabilidade nas informações prestadas pelas empresas, nos demonstrativos financeiros e relatórios (Paligorova, 2007; Borgerth, 2007; Zhang, 2005; Anderson, Mansi e Reeb, 2004), pois após os escândalos financeiros ocorridos nesta década, o mercado ficou desacreditado e as bolsas despencaram no mundo inteiro. Afinal, o governo tinha medo de uma nova quebra da bolsa norte-americana, como a que ocorreu em 1929, sendo a SOX considerada a legislação mais importante do mercado de capitais desde a lei original

de 1930 (MORRISON, 2005, PALIGOROVA, 2007). Morrison (2005, p.1) afirma que “a Lei Sarbanes Oxley é a reforma mais radical para as leis de governança corporativa nos Estados Unidos, desde a adoção da Lei Federal para o mercado de capitais de 1933/34”.²

A *Securities and Exchange Commission* – SEC é a entidade responsável pela regulamentação desta lei. Para Peters (2007), Paligorova (2007), Anderson, Mansi e Reeb (2004), através da Lei SOX as empresas passam a ter relatórios financeiros mais confiáveis e controles internos mais consistentes, evitando manipulações e surpresas; e ainda, aumentam o grau de responsabilidade dos gestores (CEO – *Chief Executive Officer* e CFO – *Chief Financial Officer*) e auditores contratados.

*“The major provisions of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (hereafter, SOX) prohibit auditors from performing non-audit services for their audit clients, impose greater criminal penalties for corporate fraud, and require a more detailed and timely disclosure of financial information. Further, CEOs and CFOs have to certify financial statements, assess the firm’s internal control system, and restrict their own trading activities. In addition, the requirement for managers to return bonuses and stock-trading profits in the case of accounting restatement increases the punishment for CEO and CFO misconduct”.*³ (PALIGOROVA, 2007, p. 2)

Embora a SOX seja um mecanismo rígido de governança corporativa, trazendo efeitos positivos para as empresas através de maior monitoramento, controles internos mais eficientes e penalidades mais severas para os gestores com má conduta, os custos para o cumprimento desta lei são muito elevados. Para Engle, Hayes e Wang (2004) este fato tem desestimulado as empresas, principalmente as de menor tamanho, a procurarem o mercado de capitais. Os autores relatam que após a passagem da SOX houve um aumento no número de empresas decidindo por fechar o capital.

² Tradução nossa.

³ A mais importante providência da Lei Sarbanes-Oxley (de agora em diante, SOX) é proibir aos auditores que desempenhem serviços não auditados para seus clientes de auditoria, impondo maiores penalidades criminais para as fraudes corporativas, e exige mais detalhes e divulgação oportuna da informação financeira. Ainda, CEOs e CFOs têm que certificarem os demonstrativos financeiros, avaliarem o sistema de controle interno da empresa, e restringirem suas próprias atividades comerciais. Além disso, é requerido que os gerentes devolvam bônus e lucros obtidos pelas ações negociadas no caso de reformulação contábil aumentando a punição para o CEO e o CFO por má conduta. (tradução nossa).

A SOX é composta por 11 títulos, conforme quadro abaixo:

Quadro 1: Composição da Lei Sarbanes-Oxley

TÍTULOS	DESCRIÇÃO
I	Conselho de Supervisão das Empresas de Auditoria Independente
II	Independência dos Auditores
III	Responsabilidade Corporativa
IV	Melhoria na Divulgação dos Demonstrativos Contábeis
V	Conflito de Interesses dos Analistas
VI	Autoridade e Recursos da Comissão
VII	Estudos e Relatórios
VIII	Responsabilidade por Crimes de Fraude nas Empresas
IX	Aumento das Penalidades para Crimes de Colarinho-Branco
X	Restituição de Impostos
XI	Fraudes Corporativas e Prestação de Contas

Fonte: Adaptado de BORGERTH (2007, p.19) e ARAÚJO, ARRUDA & BARRETTO (2008, p.117)

A seguir, são apresentados os principais aspectos abordados pela SOX:

2.3.1 Os Principais Aspectos da SOX⁴

2.3.1.1 Criação do *Public Company Accounting Oversight Board*⁵ – PCAOB

Este Conselho foi criado pela SOX com o objetivo de supervisionar o trabalho das firmas de auditorias das companhias abertas, para proteger o interesse dos investidores.

É conferido a este Órgão a capacidade de estabelecer critérios para procedimentos de auditoria, controle de qualidade, ética e padrões de independência que devem ser seguidos pelas empresas de auditoria registradas. Ou seja, percebe-se a intenção de supervisionar os relatórios que são preparados para serem divulgados à SEC.

2.3.1.2 Independência dos Auditores

⁴ Todas as informações prestadas neste título tiveram como fonte de pesquisa a Lei Sarbanes-Oxley (2002).

⁵ *Public Company Accounting Oversight Board* - Conselho de Supervisão das Empresas de Auditoria Independente (tradução nossa).

Proíbe as empresas de auditoria registradas a fornecerem outros serviços aos seus clientes, tais como:

- registro e elaboração de demonstrações que depois serão por elas auditadas,
- projeção e implantação de sistemas de informações financeiras,
- realização de cálculo de valor econômico e opinião sobre valor justo,
- serviços atuariais,
- serviços de auditoria interna,
- gerenciamento de recursos humanos,
- corretagem, consultoria financeira, consultoria de investimento,
- demais serviços que necessitem de *expertise*, sem ser relacionados com o serviço de auditoria externa.

É permitido que a referida empresa de auditoria se envolva com serviços que não o de auditoria, como é o caso dos serviços tributários, desde que o Comitê de Auditoria aprove o serviço com antecedência. Outra exceção que se verifica é que o auditor pode prestar um serviço não auditado à empresa, desde que a quantidade agregada por estes serviços não seja superior a 5% do total recebido pelo auditor, durante o ano fiscal nos quais os serviços não auditados foram realizados.

A cada 5 anos fiscais, deverá ocorrer rodízio entre o responsável principal (sócio)⁶ ou o revisor do serviço de auditoria encarregado da conta da companhia; e a empresa de auditoria ainda deverá relatar ao Comitê de Auditoria todas as políticas e práticas contábeis importantes a serem usadas, todos os tratamentos alternativos da informação financeira dentro dos princípios contábeis aceitos e que tenham sido discutidos com os gerentes. Todas estas atitudes estão sendo tomadas no sentido

⁶ No Brasil a normatização é diferente, ocorrendo o rodízio de empresas de auditoria (maiores explicações no Quadro 2)

de diminuir o conflito de interesses entre as partes, tornando as demonstrações contábeis mais confiáveis.

2.3.1.3 Responsabilidade Corporativa

O Comitê de Auditoria tem a responsabilidade direta de supervisionar o serviço da auditoria independente, desvinculando o serviço de auditoria da diretoria financeira. Desta forma, o membro deste comitê deve ser independente (não podendo aceitar consultorias, aconselhamentos ou ser pessoa afiliada a empresa ou a qualquer subsidiária). A intenção da criação deste Comitê é terminar com a cumplicidade entre auditores independentes e empresas.

Pela Lei SOX, este Comitê ainda requer que os principais executivos da empresa (presidente e diretor financeiro ou pessoas que possuam funções similares) assinem uma declaração, atestando que as informações prestadas nos relatórios (trimestral e anual) são verídicas, que o relatório não contém nenhuma declaração falsa de um fato material ou omissão de fatos materiais necessários (não induzindo ao erro), que os relatórios foram revisados, que os controles internos são eficientes (nível de qualidade e abrangência). Desta forma, os dirigentes estão muito mais comprometidos com as informações divulgadas, aumentando a dificuldade de acontecerem omissões ou informações falsas nos relatórios, sob risco de aplicação de penalidades quando isto ocorre.

O executivo ainda deve revelar as deficiências significativas na criação e operacionalização dos controles internos que possam afetar negativamente o registro das informações contábeis, bem como qualquer fraude, seja ou não material, que envolva pessoas que tenham papel significativo nos controles internos.

Nesta seção, também se torna ilegal e contravenção fugir das regras elaboradas pela Comissão e que possam influenciar fraudulentamente, coagir e manipular os auditores independentes com o propósito de tornar os relatórios financeiros materialmente enganosos (não fidedignos).

Os executivos, que são responsáveis por prestarem informações corretas aos usuários, terão que reembolsar o emissor, por quaisquer bônus ou lucros recebidos por esses executivos, durante o período dos 12 meses seguintes à publicação das demonstrações financeiras, caso estas sejam elaboradas em desacordo com as regras desta lei.

2.3.1.4 Melhoria na Divulgação dos Demonstrativos Contábeis

Os demonstrativos contábeis, no momento de sua divulgação, devem refletir as correções apontadas pelos auditores. Além disso, os executivos devem atestar, no Certificado, que os controles internos são eficientes, que é mantida uma avaliação da efetividade dos controles internos, qual a responsabilidade dos executivos sobre o estabelecimento e que há a manutenção de uma estrutura de controles internos.

Os controles internos possuem o objetivo de manter a eficiência e eficácia das operações e a confiabilidade nos demonstrativos financeiros.

Como pode ser observado, o grande objetivo da Lei SOX é exigir que seus administradores tenham responsabilidades sobre suas empresas, ou seja, que as divulgações das informações sejam transparentes e confiáveis. Embora prestar informações verídicas seja uma obrigação, após todos os escândalos financeiros a Lei SOX cria estes mecanismos coercitivos para acabar com as fraudes e restabelecer a confiança nas demonstrações contábeis.

Investidores/credores precisam de informações fidedignas para poderem tomar suas decisões. Portanto, para aumentar ainda mais a credibilidade das informações, a empresa deve publicar um Código de Ética para os CEO's e CFO's e, caso não o publique, deverá explicar o porquê.

Em adição, fica proibido que sejam efetuados empréstimos pessoais aos diretores e/ou executivos (ou assemelhados) e estes têm a obrigação de arquivarem os demonstrativos financeiros na SEC. A empresa, ainda, deve divulgar com rapidez toda informação que seja relevante ao público, fornecendo gráficos e informações qualitativas para proteção dos investidores e do interesse público.

2.3.1.5 Conflito de Interesses dos Analistas

Esta seção regulamenta as regras que reduzem o conflito de interesses entre a empresa e os analistas de investimentos. Estes devem ter independência para poderem recomendar uma empresa, já que conhecem a real situação desta. Também serão estabelecidas condições para que corretores, acionistas ou pessoas contratadas por estes não possam retaliar ou ameaçar os analistas de investimentos dessa retaliação, quando estes apresentarem relatórios desfavoráveis.

2.3.1.6 Responsabilidade por Crimes de Fraude nas Empresas

São estabelecidas punições para os que alteram, destroem, encobrem, falsifiquem ou criem falsas entradas em quaisquer registros e documentos, com o intuito de impedir ou obstruir a investigação. Todos os papéis de auditoria e suas revisões devem ser mantidos por 5 anos.

Os funcionários que denunciam crimes corporativos (fraudes) devem possuir proteção legal, não podendo ser dispensados, removidos, ameaçados ou sofrer qualquer discriminação.

Essas punições são necessárias para inibir as fraudes corporativas, consistindo em multa, detenção/reclusão, ou ambos conforme o caso.

2.3.1.7 Aumento das Penalidades para os Crimes de “Colarinho Branco”

Estabelecimento de penalidades para crimes como: crime de violação do direito de aposentadoria do empregado, crimes eletrônicos, por utilização de má-fé e por darem declarações falsas nos Certificados.

2.3.1.8 Fraudes Corporativas e Prestação de Contas

Aborda mais procedimentos sobre as fraudes corporativas e o dever de prestar contas nos casos de adulteração/destruição de arquivos de informações e veto de executivos, como diretores ou membros do conselho, envolvidos em fraudes em companhias abertas.

2.3.2 Comparação entre a SOX e as Normas Editadas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM e Conselho Federal de Contabilidade - CFC

A Lei Sarbanes-Oxley foi criada pelo governo norte-americano, com a função de proteger os investidores. Ela é a nova regra de governança corporativa do maior mercado financeiro, estabelecendo transparência nos relatórios financeiros, através de monitoramento e controles internos mais rígidos (GIROUX, 2006).

Segundo Azevedo (2007), embora a SOX seja uma lei americana, toda empresa que deseja obter recursos externos através da negociação de seus títulos no mercado norte-americano, está obrigada a emitir ADR's – *American Depositary Receipts*⁷ e, com isso, fica sujeita a obedecer as exigências da SOX.

No Brasil, atualmente, existem 40⁸ empresas listadas como emissoras de ADR e que, portanto, devem se adequar a tais exigências. Araújo, Arruda e Barretto (2008) apontam que as principais disposições da SOX já estão previstas nas normatizações brasileiras, de acordo com o quadro 2 a seguir:

Quadro 2: Comparativo entre as exigências da SOX e das normatizações brasileiras

Lei Sarbanes-Oxley		Normatizações Brasileiras	
Seção	Comentários	Referência	Comentários
201	Proibição dos auditores independentes prestarem, à mesma empresa, trabalhos de auditoria e consultoria.	Instrução CVM nº 308/1999	As empresas de auditoria não podem prestar serviços de consultoria ou outros, para não perder a independência.
		Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – Jun 2002	Recomenda a proibição, por parte do Conselho de Administração, da contratação de seus auditores para a realização de outros serviços, que possam dar origem a conflitos de interesse e perda da independência.
		Instrução CVM nº 381/2003	Impõe que a empresa auditada seja obrigada a divulgar informações relacionadas à prestação, pelos auditores, de qualquer serviço que não seja de auditoria independente.
		Resolução CFC 961/2003 e Resolução CFC 1.034/2005	Serviços de consultoria podem caracterizar perda de independência para o auditor. O auditor não deve: auditar seu próprio trabalho, exercer funções gerenciais e promover interesses pelo seu cliente.
202	Todos os serviços auditados e os não auditados, deverão ser previamente aprovados pelo Comitê de Auditoria da empresa contratante.		Ainda não há regulamentação sobre a matéria, no Brasil.

Fonte: ARAÚJO, ARRUDA & BARRETTO (2008, p. 125 e 128) – com adaptações

⁷ *American Depositary Receipts* – Recibos de Depósito Americano

⁸ Informação obtida no Banco de Dados - Econômica

Quadro 2: Comparativo entre as exigências da SOX e das normatizações brasileiras (continuação)

<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>		<i>Normatizações Brasileiras</i>	
Seção	Comentários	Referência	Comentários
203	Determina o rodízio periódico obrigatório dos sócios das firmas de auditoria e responsáveis pelos trabalhos nas empresas (5 anos).	Instrução CVM nº 308/1999	As empresas devem fazer rodízio das firmas privadas de auditoria independente, a cada cinco anos.
		Resolução CFC nº 961/2003 e Resolução CFC nº 965/2003	Impõem rotação dos profissionais de liderança na equipe responsável pela auditoria de uma mesma empresa a cada intervalo máximo de 5 anos. Estes só podem retornar à equipe após intervalo mínimo de 3 anos.
206	Empresas de auditoria não podem fornecer serviços de auditoria para uma empresa onde o CEO, CFO ou <i>controller</i> tenha estado a serviço da empresa de auditoria ou tido qualquer participação em auditoria naquela empresa até 1 ano antes do início da auditoria.	Resolução CFC nº 961/2003	A independência do auditor pode ser comprometida se um diretor, administrador ou empregado da empresa auditada, tiver sido membro da equipe de auditoria ou sócio da empresa de auditoria nos últimos dois anos.
301	Determina a criação do Comitê de Auditoria, vinculado ao Conselho de Administração, composto por membros independentes, para supervisionar os processos de elaboração, divulgação e auditoria das demonstrações contábeis.	Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – Jun 2002	Recomenda que seja instituído o Comitê de Auditoria, composto por membros do Conselho de Administração ou do Conselho Fiscal com <i>expertise</i> em finanças, devendo incluir pelo menos um conselheiro que represente os sócios minoritários.
302	O CEO, CFO e profissionais que desempenham funções similares devem estabelecer e manter controles internos apropriados às informações contábeis, mantendo responsabilidade sobre sua divulgação em relatórios trimestrais e anuais.	Resolução CFC nº 820/1997 – (NBC T 11)	Os sistemas contábeis e de controles internos são de responsabilidade da administração da empresa, porém o auditor deve trabalhar em prol do seu aprimoramento, através das constatações decorrentes do seu trabalho de auditoria.
		Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – Jun 2002	A empresa deve divulgar, trimestralmente e com as demonstrações contábeis, relatório preparado pela administração, contendo análise dos fatores que tenham influenciado os resultados do período, indicando os principais fatores de risco (internos e externos).
304	No caso da empresa apresentar demonstrações contábeis com erros, sendo necessária sua republicação, gerando prejuízos, o CEO e o CFO terão de devolver bônus e participação nos lucros que tenham recebido referente a este período.		No Brasil não existe a obrigatoriedade da adoção de tal procedimento.

Fonte: ARAÚJO, ARRUDA & BARRETTO (2008, p. 126, 128, 130 e 131) – com adaptações

Quadro 2: Comparativo entre as exigências da SOX e das normatizações brasileiras (continuação)

<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>		<i>Normatizações Brasileiras</i>	
Seção	Comentários	Referência	Comentários
307	Exige padrões de conduta e maior responsabilidade dos advogados. Estes deverão comunicar ao Comitê de Auditoria, qualquer irregularidade legal cometida pelos seus clientes.		Ainda não há, no Brasil, regulamentação para o funcionamento do Comitê de Auditoria.
404	O presidente e os diretores financeiros devem divulgar relatório sobre a eficácia dos controles internos e das demonstrações contábeis, juntamente com os relatórios anuais.		Não existe a obrigatoriedade desta prática, no Brasil.
407	Estabelece a composição do Comitê de Auditoria, exigindo que pelo menos um de seus membros seja especialista financeiro.	Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – Jun 2002	Recomenda que seja instituído o Comitê de Auditoria, composto por membros do Conselho de Administração ou do Conselho Fiscal com <i>expertise</i> em finanças, devendo incluir pelo menos um conselheiro que represente os sócios minoritários. Tornou-se obrigatório para as empresas emissoras de ADR desde 31/07/2005.
802	Os presidentes e diretores financeiros que omitirem ou apresentarem informações falsas serão penalizados com multas elevadas, prisão de 10 a 20 anos ou ambos.		As disposições sobre este assunto são encontradas no Código Civil; e estas não são referenciadas pelas Normas Brasileiras.
802	Exige que os papéis de trabalho dos auditores sejam mantidos por pelo menos 5 anos, estabelecendo pena de 10 anos de prisão, multa ou ambos, pela destruição dos referidos documentos.	Resolução CFC nº 821/1997 (NBC P 1)	O auditor deve conservar em boa guarda todos os documentos relacionados ao trabalho de auditoria, para fins de fiscalização, pelo prazo mínimo de 5 anos, a contar da data de emissão do parecer. As Normas não vinculam estas práticas a crimes previstos no Código Penal.

Fonte: ARAÚJO, ARRUDA & BARRETTO (2008, p. 128, 129, 130 e 131) – com adaptações

Borgerth (2007) aponta que a SOX não interfere em quais informações devem ser divulgadas pelas empresas, mas sob que critérios estas devem ser elaboradas e qual o nível de responsabilidade que os administradores e auditores possuem sobre a fidedignidade de tais informações.

2.4. IMPORTÂNCIA E VANTAGENS DA EMISSÃO DE *AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS* – ADR’S PELAS EMPRESAS

A globalização é a interdependência econômica e financeira existente entre os diversos países do mundo. Bruni (2002) aponta que a globalização pode ser definida de diversas formas: em nível mundial, nacional, no mercado financeiro, em um setor, em uma empresa; e que o mercado globalizado precisa cada vez mais do mercado financeiro para obter captação de recursos/financiamentos podendo manter o crescimento de seu negócio.

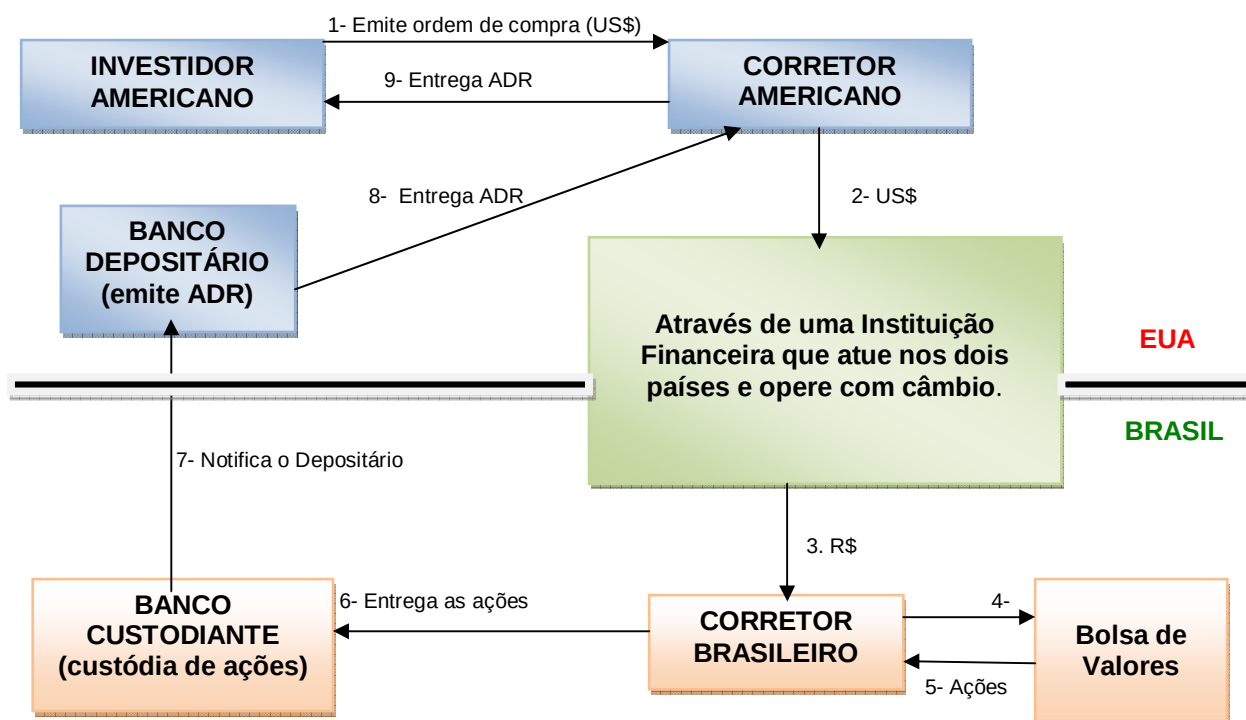
Um dos destaques neste processo de globalização do mercado financeiro é a emissão de *American Depositary Receipt* - ADR, que são títulos e valores mobiliários de empresas estrangeiras, negociáveis no mercado norte-americano. Através da emissão de ADR’s, os investidores americanos podem adquirir e negociar ações de empresas de outros países em dólar americano. Os investidores estrangeiros ainda se sentem mais protegidos, pois as empresas, ao emitirem ADR’s, precisam satisfazer várias exigências das agências reguladoras, como a SEC, o que assegura maior transparência nas informações e menor risco para o investidor (LANG, LINS e MILLER, 2002; LIMA, LIMA e PIMENTEL, 2006; BRUNI, 2002; MARCON, 2002).

MARCON (2002, p. 27) afirma que:

“O mercado de ADRs desenvolveu-se com os mercados emergentes, pois constituiu-se em uma das formas que os investidores estrangeiros têm de investir em ações de outros países, em busca de maiores lucros e de menor risco, diversificando seus portfólios.”

De acordo com Lima, Lima e Pimentel (2006) e Bruni (2002), o mecanismo para captação de recursos por uma empresa brasileira pode ser visualizada através da Figura 1 abaixo:

Figura 1: Mecanismo de compra através da emissão de ADR's



Fonte: LIMA, LIMA e PIMENTEL (2006, p. 81); BRUNI (2002, p. 9)

Além da grande importância em abrir o capital de sua empresa no mercado de ações norte-americano, Marcon (2002) assinala que a emissão de ADR diminui o risco de perdas cambiais aos investidores, pois estas ações e seus dividendos são negociados e pagos em dólar americano.

Lima, Lima e Pimentel (2006); Bruni (2002) e Marcon (2002) apontam várias vantagens para as empresas que emitem ADR's, destacando-se:

1. a abertura de capital nas bolsas norte-americanas aumenta o número de investidores com potencial de liquidez;
2. a imagem da empresa e de seus produtos é melhorada fora do mercado doméstico;
3. a liquidez das ações aumenta;

4. além do acesso ao importante mercado americano, a base de acionistas da empresa é mais diversificada;
5. ocorrência de maior facilidade nas fusões e aquisições internacionais;
6. ocorrência de menor custo de capital, pois os custos incidentes com a emissão de ADRs são inferiores aos ganhos obtidos, na maioria dos casos.

Os benefícios para as empresas que emitem ADR, de acordo com Doidge, Karolyi e Stulz (2007) são: acessar a novos investidores, ter suas ações comercializadas em um mercado eficiente e poder superar barreiras para investimentos internacionais. Além destes, o benefício da governança é muito forte no mercado americano, onde as regulamentações e leis são mais rígidas.

Estudos feitos por Lang, Lins e Miller (2002) apontam que empresas listadas no mercado americano (emissoras de ADR) aumentam o valor da firma através do efeito ocasionado pelo ambiente informacional das empresas. Este efeito é natural, já que as empresas emissoras de ADR necessitam seguir as regulamentações da SEC e reconciliar suas demonstrações financeiras de acordo com o US-GAAP⁹, o que aumenta o nível de transparência das informações prestadas. Esta maior transparência poderia afetar o valor da empresa pelo decréscimo no custo de capital.

Os mesmos autores comentam que a literatura também sugere que as informações de emissoras de ADR podem influenciar o valor através dos efeitos do fluxo de caixa e redução no custo de agência, uma vez que estas estão associadas a melhora no nível de governança corporativa.

Em relação ao impacto da SOX nas empresas que emitem ADR no mercado americano, Hostak *et al.* (2007) relatam que as evidências sugerem que as empresas

⁹ US-GAAP – *US General Accepted Accounting Principles* – Princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos

que estão optando por não mais emitir ADR, fazem-no porque possuem fraca governança corporativa e também porque os gerentes ou acionistas controladores desejam proteger seus próprios benefícios; já a pesquisa desenvolvida por Doidge, Karolyi e Stulz (2007) demonstra que o mercado americano não se tornou menos competitivo que o de Londres, depois da SOX, posto que desde 2001 o mercado da capital inglesa tem aumentado seu volume de negócios pela adesão de empresas de menor porte, que, muito provavelmente, não poderiam listar suas ações no mercado americano. O estudo de Litvak (2007) constatou que as empresas listadas ganharam maior credibilidade depois da SOX, pois ficaram sujeitas às regras de governança de seus países e as dos Estados Unidos, o qual aumentou sua rigidez após a SOX, porém o ágio das ações sofreu uma queda posteriormente a SOX, em virtude dos investidores acreditarem que os custos para a implementação das exigências da lei seriam maiores que seus benefícios.

2.5. O ACESSO AO CRÉDITO E O CUSTO DA DÍVIDA

O ambiente econômico, de acordo com Cicogna (2007), considera que as empresas que apresentam níveis superiores de transparência em suas demonstrações contábeis são mais sólidas e menos predispostas ao risco de inadimplência, possuindo menos restrição ao crédito. CICOGNA (2007, p. 50) ainda revela que “quanto maior o nível de transparência, incluindo melhores práticas de governança corporativa, menor a incerteza dos investidores acerca da empregabilidade de seu capital”.

A primeira preocupação dos credores, de acordo com Anderson, Mansi e Reeb (2004), é a presença de diretores independentes no conselho de administração e no comitê de auditoria das empresas, o que apóia as condições de

regulação demandadas pela SOX, já que precisam confiar nos relatórios financeiros emitidos pelas empresas. Quando esta exigência é obedecida, o estudo destes autores indica que quanto maior for o tamanho do conselho de administração e do comitê de auditoria e maior o monitoramento do processo contábil, menor será o custo da dívida, tendo em vista que os credores podem ter mais confiabilidade nas informações prestadas.

O estudo de Cicogna (2007) aponta que, no Brasil, as empresas que adotam melhores práticas de Governança Corporativa (Nível 1, 2 e Novo Mercado) aumentam a participação do capital de terceiros em sua estrutura de capital, havendo um endividamento maior a longo prazo, através da obtenção de financiamentos e debêntures.

3. METODOLOGIA UTILIZADA

No presente estudo, nosso objetivo é identificar o efeito médio da implementação da Lei Sarbanes-Oxley sobre acesso ao crédito das firmas brasileiras, isto é, o impacto do tratamento sobre o grupo tratado. Especificamente, estamos interessados em comparar as variáveis de endividamento das firmas afetadas pela lei (tratadas), quando a lei SOX foi implementada, contra um contrafactual, que nesse caso seriam as variáveis de endividamento das firmas que não foram afetadas pela lei no mesmo período de tempo.

A princípio, gostaríamos de ter um sorteio aleatório para definir o grupo de tratamento, de forma a evitar algum viés de seleção. Na ausência de tal sorteio aleatório, somos forçados a implementar um método “quase-experimental” que imita tal sorteio sobre razoáveis circunstâncias.

A principal preocupação é que as variáveis de interesse poderiam ser significativamente diferentes entre as firmas afetadas pela lei (grupo de tratamento) e as não afetadas pela lei (grupo de controle) de forma que estas não poderiam ser usadas como o contrafactual do grupo de tratamento, isto é, não representa o que teria acontecido com o grupo de tratamento no período pós-implementação da lei se este não tivesse sido afetado pela lei. De fato, diversas características (não-observáveis) que poderiam confundir a identificação são aquelas que variam entre os grupos, mas são fixas no tempo. Uma forma comum de controlar as heterogeneidades invariantes no tempo é utilizar o modelo *differences-in-differences* (*diff-in-diff* daqui em diante) com efeito fixo.

Portanto, sem o benefício de um sorteio aleatório, utilizamos a abordagem *diff-in-diff*, que compara a mudança da variável dependente para o grupo de tratamento antes e depois da implementação da lei (primeiro *diff*) com a mudança da variável dependente para o grupo de controle (segundo *diff*), controlando características não-observáveis que são invariantes no tempo. Assim, comparando tais mudanças, controlamos nossa estimação para características observáveis e não-observáveis das variáveis de interesse (crédito). As mudanças ocorridas no grupo de controle são uma estimativa do verdadeiro contrafactual, que é o que teria acontecido com o grupo de tratamento se não tivesse ocorrido a mudança na lei. Assim, a diferença entre os comportamentos dos grupos pós-implementação da SOX é gerada exclusivamente pela implementação da lei.

Neste estudo, foram analisadas 542 empresas, considerando as que possuem ações com *status* de ativa ou que possuíam algum tipo de movimentação durante o período analisado, sendo 34 emissoras de ADR's, no período de 8 anos (de 1999 a 2006), contemplando três anos antes da vigência da lei (1999, 2000 e 2001) e cinco anos após sua vigência (2002¹⁰ a 2006). Cabe ressaltar que as empresas emissoras de ADR compõem o grupo de tratamento, pois, para a negociação de seus títulos no mercado norte-americano, ficam sujeitas às regulamentações da SOX.

Por apresentarem contas nos Demonstrativos Financeiros diferentes dos demais grupos (de acordo com divisão de grupos na Económica) e terem o endividamento como atividade-fim, os bancos e seguradoras foram excluídos das informações coletadas na base de dados Económica.

¹⁰ Para levantamento dos dados, foram utilizados os valores dos demonstrativos financeiros do mês de dezembro de cada ano, como a SOX foi sancionada em 2002, este ano foi considerado no grupo após a vigência da Lei.

Para testar o efeito da Lei SOX sobre custo da dívida e volume de crédito, os dados foram coletados na base de dados Economática, sendo efetuadas regressões com dados em painel com efeito fixo. O estimador *diff-in-diff* (que elimina o elemento de causalidade, definindo claramente a direção do efeito) é definido pelo produto de duas *dummies*: *dummy* de tratamento, onde o valor 0 é para empresas não emissoras de ADR e o valor 1 para as empresas emissoras de ADR e *dummy* SOX, que toma valor 1 para o período pós-implementação e 0 para o período pré.

As contas consideradas para estimar o volume de crédito foram: Fornecedores CP, Debênture CP, Financiamento Moeda Nacional CP, Financiamento Moeda Estrangeira CP, Debênture LP, Financiamento Moeda Nacional LP, Financiamento Moeda Estrangeira LP.

O cálculo do Custo da Dívida foi estimado dividindo-se o valor das Despesas Financeiras pelo valor do Capital de Terceiros.

Para estimar o modelo, foi utilizada a seguinte especificação:

$$y_{it} = \alpha_i + \psi_t + \beta dSOX_t dT_i + BX_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

y_{it} = custo da dívida, volume de crédito (curto prazo e longo prazo)

α_i = efeito fixo de *cross-section*

ψ_t = efeito fixo de tempo

$dSox$ = *dummy* Lei; sendo 0 para antes da Lei e 1 para depois da Lei

dT_t = *dummy* Tratamento; sendo 0 para empresas sem ADR e 1 para empresas com ADR

X_{it} = vetor de variáveis de controle

ε_{it} = erro estocástico

Se $\beta > 0$ = coeficiente *diff-in-diff* $\rightarrow$ a Lei SOX tem efeito positivo na variável dependente para firmas tratadas.

Se $\beta < 0$ = coeficiente *diff-in-diff* $\rightarrow$ a Lei SOX tem efeito negativo na variável dependente para firmas tratadas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Primeiramente, para realizarmos o *diff-in-diff*, é necessário saber se o grupo utilizado como controle é de fato um grupo que representa o contrafactual do grupo de tratamento. Para isso, nós testamos formalmente se as características de ambos os grupos (tendência das variáveis dependentes) são similares no período anterior a intervenção legal. Faremos isso testando a hipótese de que a tendência de ambos os grupos para nível de crédito (total, curto prazo e longo prazo) e custo da dívida, era a mesma no período pré-lei. Desta forma, regredimos as variáveis dependentes no período anterior a 2002, na dummy de tratamento. Como visto na tabela 1, em todos os casos os testes não rejeitam a hipótese nula de que não há diferença entre os grupos; logo, temos um grupo de controle que é um bom contrafactual do grupo de tratamento, viabilizando o experimento.

Conforme já mencionado na seção anterior, a metodologia aplicada nesta pesquisa foi a utilização de dados em painel, utilizando o Modelo de Efeitos Fixos e, para tornar os testes mais robustos, os dados foram também rodados através de uma especificação mais completa, denominada painel com duplo efeito fixo.

A vantagem na aplicação deste método é que ele suprime a necessidade de utilização de outras variáveis de controle que mudam com o tempo e afetam todas as firmas simultaneamente, tais como: PIB, Risco Brasil, Lei de Falências, Selic, já que o efeito fixo de tempo captura todos os efeitos que poderiam influenciar o resultado de todas as empresas, ou seja, elimina os efeitos macroeconômicos, já que tudo que afeta as empresas está sendo capturado nas *dummies* de tempo.

Na tabela 1 apresentamos o resultado, através de regressão em Painel com Efeito Fixo, da variação de crédito e do custo da dívida das empresas, no período pré-implementação da lei (anos de 2000 e 2001). No painel A, é apresentado o resultado da variação do crédito total; no painel B o resultado da variação do crédito no curto prazo; no painel C, a variação do crédito no longo prazo; e no painel D, a variação do custo da dívida.

Tabela 1: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Variações Percentuais (%)

Painel A: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Total de Crédito

Variável Dependente: VCRED

Nº de Observações: 894

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
ADR	42,7997	258,6116	0,869
VARLNAT	205,6755	119,9006	0,087
_CONST	-277,6268	99,35069	0,005

Painel B: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito Curto Prazo

Variável Dependente: VCREDCP

Nº de Observações: 894

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
ADR	27,02075	214,8886	0,900
VARLNAT	171,0034	98,44357	0,083
_CONST	-246,8433	83,36542	0,003

Painel C: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito Longo Prazo

Variável Dependente: VCREDLP

Nº de Observações: 894

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
ADR	58,46961	302,3965	0,847
VARLNAT	240,3246	141,4105	0,090
_CONST	-308,5513	115,537	0,008

Painel D: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Custo da Dívida

Variável Dependente: VKD
Nº de Observações: 884

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
ADR	-11,91692	13,56733	0,380
VARLNAT	-4,959171	4,683941	0,290
_CONST	-10,14949	7,934709	0,201

O resultado da tabela 2 indica que a Lei SOX proporcionou um aumento médio no volume de crédito de curto prazo de 18,65% para as firmas que foram afetadas por essa lei americana (firmas com ADR), considerando os testes mais robustos (modelo de duplo efeito fixo – *diff-in-diff*), ou um aumento de 18,61% (modelo de efeito fixo).

Também podemos afirmar que o resultado é significativo, ou seja, a SOX proporcionou às empresas um aumento no volume de crédito a curto prazo, já que o p.valor é menor que 0,05.

Tabela 2: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito de Curto Prazo

Painel A: Regressão em Painel com Duplo Efeito Fixo: Crédito de Curto Prazo

Variável Dependente: CREDCP
Nº de Observações: 2.527

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	0,1864961	0,071302	0,009
VARLNAT	0,0586091	0,0208159	0,005
_CONST	10,8509	0,0539105	0,000

Painel B: Regressão em Painel com Efeito Fixo no Cross-Section: Crédito Curto Prazo

Variável Dependente: CREDCP
Nº de Observações: 2.527

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	0,1860807	0,0722363	0,010
SOX	0,3762349	0,0352872	0,000
VARLNAT	0,0651085	0,0223597	0,004
_CONST	11,04241	0,0252701	0,000

Assim, com o aumento do processo de monitoramento contábil pela Lei SOX, credores têm mais incentivo a emprestar recursos para as empresas sob essa legislação, uma vez que estas demonstrem maior grau de confiabilidade.

Este resultado demonstra que as empresas tendem a financiar seu ciclo operacional através de capital de terceiros, pois os credores se sentem incentivados a emprestar recursos para as empresas sob essa Lei, uma vez que as informações prestadas possuem mais transparência e credibilidade.

O resultado da tabela 3 indica que a Lei SOX proporcionou um aumento médio no volume de crédito de longo prazo de 15,29% para as firmas que foram afetadas por essa lei americana (firmas com ADR).

Quando a análise é feita com um modelo mais simplificado (efeito fixo apenas no *cross-section*), observa-se que houve um aumento de 14,99% no volume de crédito a longo prazo, com um p.valor de 0,052 (no modelo de efeito fixo). Embora o p.valor apresente valor acima de 0,05, este continua sendo significativo considerando um nível de significância em 10%.

Tabela 3: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Crédito de Longo Prazo***Painel A: Regressão em Painel com Duplo Efeito Fixo: Crédito de Longo Prazo*****Variável Dependente: CREDLP****Nº de Observações: 2.527**

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	0,1528713	0,0766568	0,046
VARLNAT	0,0637493	0,0210042	0,002
_CONST	10,94127	0,055324	0,000

Painel B: Regressão em Painel com Efeito Fixo no Cross-Section: Crédito Longo Prazo**Variável Dependente: CREDLP****Nº de Observações: 2.527**

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	0,1499172	0,0770878	0,052
SOX	0,3482538	0,0356955	0,000
VARLNAT	0,0702351	0,0224666	0,002
_CONST	11,12945	0,0255345	0,000

Conforme já informado acima, a Lei SOX traz maior confiança aos credores, pois as informações são mais transparentes e fidedignas. Desta forma, a empresa tem mais facilidade na obtenção de empréstimos/investimentos para o financiamento de seu empreendimento, com um prazo maior de pagamento, mas que ainda trazem vantagens quando seu custo é menor do que a taxa de retorno prevista.

O resultado da tabela 4 indica que a Lei SOX proporcionou um aumento médio no volume de crédito total de 16,66% para as firmas que foram afetadas por essa lei americana (firmas com ADR), através da aplicação de testes com duplo efeito fixo, ou um aumento de 16,47% (no modelo de efeito fixo).

Conseqüentemente, podemos afirmar que o resultado é significativo (p.valor menor que 0,05), uma vez que a SOX possibilitou às empresas o aumento no volume de crédito, tanto no curto quanto no longo prazo.

Tabela 4: Regressão em Panel com Efeito Fixo: Crédito Total

Painel A: Regressão em Panel com Duplo Efeito Fixo: Crédito Total

Variável Dependente: **CREDIT**

Nº de Observações: 2.527

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	0,1665788	0,0736199	0,024
VARLNAT	0,0615024	0,0209057	0,003
_CONST	11,59424	0,0545634	0,000

Painel B: Regressão em Panel com Efeito Fixo no Cross-Section: Crédito Total

Variável Dependente: **CREDIT**

Nº de Observações: 2.527

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	0,164746	0,0742564	0,027
SOX	0,3603975	0,0354331	0,000
VARLNAT	0,0679854	0,0224013	0,002
_CONST	11,78366	0,025339	0,000

O resultado indica que o aumento do crédito total pode ser explicado pelo fato das empresas conseguirem maior facilidade na obtenção de recursos de terceiros, já que os credores, após a SOX, percebem que as informações contábeis divulgadas são mais confiáveis e transparentes. Com esta confiabilidade dos credores, as empresas financiam seus empreendimentos e ciclos operacionais através de capital de terceiros.

Já a tabela 5, que testa o efeito sobre o custo da dívida, indica a Lei SOX não teve efeito estatisticamente significativo. Como pode ser observado, o p.valor é maior que 0,05.

Tabela 5: Regressão em Painel com Efeito Fixo: Custo da Dívida

Painel A: Regressão em Painel com Duplo Efeito Fixo: Custo da Dívida

Variável Dependente: *KD*
Nº de Observações: 2.526

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	-8,895017	8,485458	0,295
VARLNAT	0,4445787	0,9534814	0,641
_CONST	4,870849	3,609151	0,177

Painel B: Regressão em Painel com Efeito Fixo no Cross-Section: Custo da Dívida

Variável Dependente: *KD*
Nº de Observações: 2.526

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	P. Valor
DID	-7,175224	7,020637	0,307
SOX	7,620819	7,374202	0,302
VARLNAT	0,3172573	0,9098072	0,727
_CONST	1,023273	3,040002	0,736

O fato do custo médio da dívida permanecer inalterado para as empresas com ADR, após a vigência da SOX, pode ter como explicação:

1. A dificuldade maior das empresas era relativa à obtenção ou não de crédito, e não ao seu custo.
2. Estoque de dívida antiga, com elevadas taxas de juros pré-fixadas.
3. As mudanças cambiais com o intuito de controlar as demandas, evitar pressões inflacionárias e desequilíbrios externos e fiscais.

Desta forma, as empresas com ADR, após a vigência da Lei SOX, tem menos restrição de crédito, apesar do custo médio da dívida permanecer inalterado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo principal verificar o efeito da Lei Sarbanes-Oxley no acesso ao crédito das empresas brasileiras listadas na BOVESPA, onde foram pesquisadas 542 empresas, sendo 34 destas emissoras de ADR's no mercado de ações norte-americano.

Para isso, foi empregada a metodologia de dados em painel com efeito fixo, sendo as informações coletadas da base de dados Economatica. Para facilitar a identificação do efeito médio da implementação da Lei Sarbanes-Oxley sobre acesso ao crédito das firmas brasileiras, foi utilizado o estimador *differences-in-differences*, já que este elimina o elemento de causalidade, definindo claramente a direção do efeito. A intenção foi comparar as variáveis de endividamento das empresas tratadas (afetadas pela SOX), contra as empresas não tratadas (não afetadas pela SOX), no mesmo período de tempo. Para poder controlar diversas características não observáveis (heterogeneidades invariantes), que variam entre os grupos, mas são fixas no tempo, o modelo *differences-in-differences*, com efeito fixo, é empregado. Com ele, é possível comparar a mudança da variável dependente para as empresas afetadas pela lei (grupo de tratamento) antes e depois da implementação da SOX com a mudança da variável dependente para as empresas não afetadas pela lei (grupo de controle). Através da comparação de tais mudanças, é possível controlar nossa estimação para características observáveis e não observáveis das variáveis de interesse.

As conclusões a que este estudo chegou, após a análise dos resultados empíricos, foram:

- a) Após a vigência da Lei SOX, as empresas emissoras de ADR obtiveram um aumento médio no crédito de curto prazo, fazendo com que estas empresas financiem seus ciclos operacionais através de capital de terceiros;
- b) As empresas emissoras de ADR, após a vigência da Lei SOX, também obtiveram um aumento médio no crédito de longo prazo, possuindo mais facilidades em conseguir empréstimos para financiamento de seus empreendimentos;
- c) Quando é testado o efeito sobre o custo da dívida, observou-se que a Lei SOX não teve efeito estatisticamente significativo, já que a dificuldade era a obtenção de crédito e não seu custo.

Em suma, verifica-se que tais resultados foram alcançados tendo em vista que, posteriormente a vigência da Lei SOX, os credores passaram a ter mais confiança nos demonstrativos financeiros, já que as informações contábeis se tornaram mais transparentes e fidedignas, o que vem a confirmar que, quando os credores se sentem mais seguros, percebem que seus investimentos/empréstimos estão mais protegidos e, assim, se tornam mais dispostos a injetarem dinheiro nas empresas a uma taxa de juros menor.

Sugerimos para pesquisas futuras um estudo sobre o efeito do tamanho e independência dos conselhos de diretores no custo da dívida das empresas brasileiras listadas na BOVESPA.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George Arthur. **The market for “lemons”**: quality uncertainty and the market mechanism, 1970. Disponível em:

<<http://www.jstor.org/view/00335533/di951801/95p034u/0>> Acesso em: 12. set. 2007

ANDERSON, Ronald C.; MANSI, Sattar A.; REEB David M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 3, 2004, pp. 315-342.

ARAÚJO, Inaldo da Paixão Santos, ARRUDA, Daniel Gomes, BARRETTO, Pedro Humberto Teixeira. **Auditoria Contábil**: Enfoque teórico, normativo e prático. São Paulo: Saraiva, 2008.

ASHBAUGH, Hollis; COLLINS, Daniel W.; LAFOND, Ryan. **The Effects of Corporate Governance on Firms’ Credit Ratings**. Sep 2004, pp. 1-57. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=511902> Acesso em: 10 jan 2008

ASTHANA, Sharad, BALSAM, Steven, KIM, Sungsoo. **The effect of Enron, Andersen, and Sarbanes Oxley on the market for audit services**. Jun 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=560963> Acesso em: 20 abr 2008

AZEVEDO, Paulo José de. **O papel da regulamentação na Governança Corporativa**: estimando o efeito da Lei Sarbanes-Oxley sobre o retorno de ações brasileiras listadas nos EUA. Dissertação (Mestrado) – IBMEC São Paulo, SP, 2007.

BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The role of Institutional Investors and Outside Directors. **Journal of Business**. Vol. 76, nº. 3, 2003, pp. 455-475.

BORGERTH, Vânia Maria da Costa. **SOX**: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. São Paulo: Thonsom Learning, 2007.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital**: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período de 1992-2001. Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo, SP, 2002.

CICOGNA, Maria Paula Vieira. **Governança Corporativa como sinalização**: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, SP, 2007.

COSTA, Catariana de Araújo. **Comitê de auditoria no contexto da lei Sarbanes-Oxley**: um estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emittentes de American Depositary Receipts – ADR’s. Dissertação (Mestrado) – Centro Universitário Álvares Penteado, SP, 2006.

DECHOW, P.; SLOAN, R; SWEENEY, A. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**. Vol. 13, 1996, pp. 1-36.

DIAS, Sérgio Vidal dos Santos. **Auditoria de Processos Organizacionais: Teoria, finalidade, metodologia de trabalho e resultados esperados**. São Paulo: Atlas, 2006.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, George Andre; STULZ, René M. Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time. **Finance Working Paper**. Nº 173, 2007, pp. 1-67. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=982193> Acesso em 01 mai 2008

DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Elliot. **Dicionário de Termos Financeiros e de Investimento**. São Paulo: Nobel, 1993.

DRIMEL, Carmen Nagano. **A lei americana Sarbanes-Oxley e sua contribuição ao estudo dos controles internos de uma subsidiária brasileira de multinacional do ramo químico: um estudo de caso**. Dissertação (Mestrado) – Centro Universitário Álvares Penteado, SP, 2006.

ENGEL, Ellen; HAYES, Rachel; WANG, Xue. **The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decisions**. May 2004, pp. 1- 38. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=546626> Acesso em 23 mar 2008.

GIROUX, Gary. **Earnings Magic and the Unbalance Sheet: The search for financial reality**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HANDA, P. E.; LINN, S. Arbitrage pricing with estimation risk. **Journal of Financial Economics**, Mar. 1993, pp.81-100.

HÖLMSTROM, Bengt. Moral Hazard and Observability. **The Bell Journal of Economics**, Vol. 10, nº 1, Spring, 1979, pp. 74-91.

_____. Moral Hazard in Teams. **The Bell Journal of Economics**, Vol. 13, nº 2, Autumn, 1982, pp. 324-3400.

HOSTAK, Peter. et al. **An Examination of the Impact of the Sarbanes-Oxley Act on the Attractiveness of US Capital Markets for Foreign Firms**. Apr. 2007, pp. 1-54. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956020> Acesso em: 23 mar 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>> Acesso em: 27 set 2007.

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

LA PORTA, Rafael. et al. **Investor protection and corporate valuation**; 1999. Disponível em: <<http://econweb.fas.harvard.edu/hier/1999papers/HIER1882.pdf>> Acesso em: 13 set. 2007.

LANG, Mark H; LINS, Karl V.; MILLER, Darius. **ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?** April 2002, pp. 1-38. Disponível em: <http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304623> Acesso em: 06 abr 2008.

LITVAK, Kate. The Effect of the Sarbanes-Oxley Act on Non-US Companies Cross-Listed in the US. **Journal of Corporate Finance**. Vol. 13, 2007, pp. 195-228. Disponível em: <http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876624> Acesso em: 06 abr 2008.

LIMA, Iran Siqueira, LIMA; Gerlando Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, René Coppe. **Curso de Mercado Financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

MARCON, Rosilene. **O Custo do Capital Próprio das Empresas Brasileiras: o caso dos American Depositary Receipts (ADRs)**. Tese de Doutorado – Universidade Federal de Santa Catarina, SC, 2002.

MORRISON, Alan D. **Sarbanes Oxley, Corporate Governance and Operational Risk**. 2005, pp. 1-19. Disponível em: <http://www.isaca-london.org/docs/SOX_WhitePaper%20v2.0.pdf> Acesso em: 19 mar 2008.

PALIGOROVA, Teodora. **Corporate Governance and Executive Pay: evidence from a recent reform**. Working Paper Series nº 331. Jul 2007, pp. 1-44. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114106> Acesso em: 13 set 2007.

PETERS, Marcos. **Implantando e Gerenciando a Lei Sarbanes Oxley: governança corporativa agregando valor aos negócios**. São Paulo: Atlas, 2007.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Econometria: Modelos & Previsões**. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

PUELZ, Robert; SNOW, Arthur. Efficient Contracting in a Market for Life Insurance Agents with Asymmetric Information. **The Journal of Risk and Insurance**. Vol. 58, nº 4, Dec 1991, pp. 729-736.

SARBANES-OXLEY Act of. Senate and House of Representatives of the United States of America. **Sarbanes Oxley Act of 2002 Washington**. Disponível em <<http://findlaw.com>> Acesso em: 08 dez. 2007.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**. Vol. 73, nº4, Oct 1998.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. Vol. 52, nº 2, Jun 1997, pp. 737-783.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela; KATATZIS, Aquiles Elie Guimarães. **Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio**: uma análise comparativa. Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia, 2006. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2006/A06/A062.pdf>> Acesso em: 04 mar 2007.

SMITH JR, Clifford W. A Perspective on Accounting-Based Debt Covenant Violations. **The Accounting Review**. Vol. 68, nº 2, 1993, pp. 289-303.

SUNDER, Shyam. **Theory of accounting and control**. Cincinnati: South-Western, 1997.

ZHANG, Ivy Xiyang. **Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002**. Fev 2005, pp. 1-49. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961964> Acesso em: 19 mar 2008.

ZIMMERMAN, Jerold. **Accounting for decision making and control**. Boston. Global Fortune 500, 2000.