

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

MARK MIRANDA DE MENDONÇA

**O IMPACTO DA LEI SARBANES-OXLEY (SOX) NO
CONSERVADORISMO CONTÁBIL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
QUE EMITIRAM ADR ANTES DE 2002:**

**VITÓRIA
2008**

MARK MIRANDA DE MENDONÇA

**O IMPACTO DA LEI SARBANES-OXLEY (SOX) NO
CONSERVADORISMO CONTÁBIL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
QUE EMITIRAM ADR ANTES DE 2002:**

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

Orientador: Prof. Dr: Fábio Moraes da Costa.

**VITÓRIA
2008**

Dedico este trabalho aos meus
pais, à minha esposa e ao meu
irmão.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais Luiz Carlos e Norma Miranda, meu irmão Mozart e a minha esposa Helen, pela demonstração de força, perseverança, apoio e compreensão, mesmo nos momentos mais difíceis.

Aos funcionários da FUCAPE, bem como ao professor Dr. Fábio Moraes da Costa, meu orientador, e ao professor Dr. Alexsandro Broedel Lopes, pelo incentivo no desenvolvimento do tema de pesquisa.

Aos colegas de turma, pela convivência harmoniosa e de ajuda mútua, que muito colaborou para a conclusão desse desafio.

RESUMO

Este trabalho analisa o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo das demonstrações contábeis das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002. Para medir o grau de conservadorismo, foram utilizados o Modelo de Basu (1997), o Modelo de Conservadorismo de Ball e Shivakumar (2005a) e o *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b), estimados em painel. Esperava-se que o aumento da regulamentação implicasse em maior grau de conservadorismo nas empresas e na redução do *accruals* discricionários no período pós-SOX. Apesar dos resultados não significativos nos modelos de Conservadorismo e *Cash Flow* de Ball e Shivakumar (2005), os resultados apresentados pelo Modelo de Basu (1997) sugerem indícios de aumento do conservadorismo contábil após a SOX, nas empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002. Contudo, esse aumento do conservadorismo pelo Modelo de Basu (1997) também foi observado para todas as empresas brasileiras. Portanto, os resultados aqui apresentados sugerem aumento do conservadorismo brasileiro a partir de 2002, mas por outros motivos econômicos que não ocasionados pelo efeito SOX.

Palavras Chaves: Lei Sarbanes-Oxley (SOX), Conservadorismo, *American Depositary Receipt* (ADR).

ABSTRACT

This paper examines the impact of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) in the conservatism of the financial statement of Brazilian firms that issued ADR in the period before 2002. In order to measure the degree of conservatism, it was used the Cash Flow Model (BALL and SHIVAKUMAR, 2005b), Basu Model (1997) and the Conservatism Model of Ball and Shivakumar (2005), estimated in panel. It was expected that an increase in regulation would result in greater degrees of conservatism and a reduction of discretionary accruals, in the post-SOX period. In spite of no significant results by Ball and Shivakumar's models conservatism e Cash Flow, the results by Basu Model (1997) to suggested increase of the accounting conservatism after SOX, in the Brazilian firms that issued ADR in the period before 2002. However, this increase of the conservatism by the model of Basu (1997) was also observed by all the Brazilian firms. Therefore, the results here presented suggest an increase of the Brazilian conservatism since 2002, but by other economic factors, not caused the SOX effect.

Key-Words: The Sarbanes-Oxley Act, Conservatism, Cross-Listing in the United States.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resultados esperados – Amostra só com empresas com ADR.....	42
Tabela 2: Resultados esperados – Amostra com todas as empresas brasileiras.....	43
Tabela 3: Coleta de dados – procedimento inicial de amostragem.....	44
Tabela 4: Coleta de dados – procedimento final de amostragem	45
Tabela 5: Resultados das regressões – Amostra só com empresas com ADR.....	52
Tabela 6: Resultados das regressões – Amostra com todas as empresas brasileiras	53

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Empresas que compõe a amostra final no período de 1996 a 2006.....	60
Quadro 2: Empresas que compõe a amostra inicial no período de 1994 a 2006	61
Quadro 3: Empresas que estão fora da amostra no período de 1994 a 2006	62
Quadro 4: Empresas que trocaram o tipo de ADR emitidas durante o período de 1994 a 2006.....	62

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – *American Depositary Receipt*

BACEN – Banco Central do Brasil

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BS – Ball e Shivakumar, 2005a (Modelo de Conservadorismo)

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*

KS – Kang e Silvaramakrishnan (Modelo de Gerenciamento)

PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SOX – Lei Sarbanes Oxley

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1 LEI SARBANES-OXLEY (SOX).....	17
2.2 CONSERVADORISMO.....	20
2.2.1 Análise Complementar do Conservadorismo	24
2.3 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT – ADR.....	27
3. HIPÓTESE DE TRABALHO	31
4. METODOLOGIA.....	32
4.1 EMPRESAS QUE EMITIRAM ADR ANTES DE 2002	33
4.1.1 Modelo de Basu (1997)	33
4.1.2 Modelo de Ball e Shivakumar (2005a)	35
4.1.3 <i>Cash Flow Model</i> (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b).....	38
4.2 TODAS AS EMPRESAS BRASILEIRAS	39
4.2.1 Modelo Adaptado de Basu (1997).....	40
4.2.2 Modelo Adaptado de BS (2005a)	40
4.2.3 <i>Cash Flow Model</i> (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b).....	41
5. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTOS DOS DADOS	44
6. ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
6.1 ANÁLISE DOS RESULTADOS DAS EMPRESAS QUE EMITIRAM ADR ANTES DE 2002	46
6.1.1 Análise dos Resultados do Modelo de Basu (1997).....	46
6.1.2 Análise dos Resultados do Modelo de BS (2005a)	47
6.1.3 Análise dos Resultados do <i>Cash Flow Model</i> (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b).....	48
6.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DE TODAS AS EMPRESAS BRASILEIRAS ...	49
6.2.1 Análise Resultados do Modelo Adaptado de Basu (1997)	49
6.2.2 Análise Resultados do Modelo Adaptado de BS (2005a).....	50
6.2.3 Análise dos Resultados do <i>Cash Flow Model</i> (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b).....	51
7. CONCLUSÃO.....	54
REFERÊNCIAS	56
ANEXOS.....	60

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho analisa o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) sobre o conservadorismo nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002.

Os escândalos contábeis de companhias americanas como Enron e a WorldCom abalaram significativamente a confiança dos investidores sobre as informações das demonstrações financeiras. Apesar de uma elaborada rede de governança corporativa, de uma regulamentação forte e órgãos fiscalizadores presentes (PALEPU e HEALY, 2003), estas corporações manipularam os demonstrativos utilizando formas complexas de gerenciamento de resultados (LOBO e ZHOU, 2006).

A WorldCom, por exemplo, buscando reduzir as despesas reais do período, lançou de maneira indevida, aproximadamente US\$ 3,8 milhões de despesas na conta de investimento de capital em 2001 e no primeiro semestre de 2002, criando, conseqüentemente, falsos lucros e valorização das suas ações (TUKAMOTO, 2004).

A Enron (companhia do setor de energia) cresceu rapidamente em 10 anos (1990 a 2000), sendo considerada pelo mercado americano uma administração talentosa, inovadora e agressiva. O elevado volume de capital e caixa, em decorrência dessa expansão, fora obtido por meio de complexas operações financeiras estruturadas, que embora permitidas pelos GAAPs, envolviam alto risco. A não consolidação contábil dessas informações permitiu que passivos e prejuízos significativos não fossem informados nas demonstrações financeiras, não evidenciando o risco real dessas operações. O colapso financeiro ocorreu com o

advento da recessão da economia americana e do declínio de diversos setores nos quais a Enron investira (TUKAMOTO, 2004).

A assimetria informacional entre a diretoria e os acionistas, e as atuações pouco rígidas do comitê de auditoria e da auditoria externa, descumprindo obrigações contratuais de proteção aos acionistas, foram primordiais para o colapso da Enron. O comitê de auditoria era pouco atuante e pouco especializado – seus membros se reuniam poucas vezes ao ano e tinham modesto conhecimento em contabilidade e finanças. Além disso, havia negligência em seus atos, pois não exigiam a divulgação integral das complexas transações estabelecidas pela contabilidade. Já a auditoria externa, foi acusada de ter aplicado pouca rigidez (conivência) nas suas auditorias, por causa do conflito de interesse sobre os significantes honorários, provenientes de auditoria e também de consultoria, gerados pela Enron¹ (PALEPU e HEALY, 2003).

Os escândalos demonstraram um ponto fraco no mercado de capitais americano, onde os problemas de governança corporativa poderiam emergir em muitas outras empresas, afetando potencialmente o mercado inteiro. Caso tal situação se confirmasse, o risco de afetar o mercado seria alto, uma vez que seus investidores exigem demonstrações financeiras transparentes e com informações confiáveis. Avaliam como realmente estão às perspectivas e os riscos das operações das companhias (PALEPU e HEALY, 2003).

É neste contexto que a SOX surge em 2002 para recuperar a credibilidade da informação contábil, aumentando o custo de litígio e o nível de governança

¹ Em 2000, a empresa de auditoria Arthur Andersen, recebeu US\$ 25 milhões de honorários de auditoria e US\$ 27 milhões de honorários de consultoria. Os honorários de auditoria provenientes da Enron contabilizavam 27% dos honorários de todos os clientes do escritório da Arthur Andersen em Houston (PALEPU e HEALY, 2003, p.15).

corporativa. Esta lei almeja proteger os investidores e restaurar sua confiança nas demonstrações financeiras das empresas, por meio de uma maior precisão das divulgações contábeis (UNITED STATES, 2002).

Para atingir tal objetivo, trabalhando em conjunto com a SEC, a SOX introduz mudanças significativas na estrutura das empresas, obrigando-as a constituir um comitê de auditoria, implementando também medidas para assegurar maior independência da auditoria externa e alinhar os incentivos de CEOs e CFOs pelo aumento significativo das penalidades criminais, tornando-os co-responsáveis pelo conteúdo das demonstrações contábeis.

Contudo, empresas estrangeiras provenientes de ambientes de fracas instituições legais nos seus países, são normalmente listadas na bolsa de Nova Iorque, sendo que a SEC e as leis americanas não coíbem eventuais fraudes. Ao identificá-las, raramente tem conseguido fazer cumprir sanções legais contra qualquer empresa estrangeira listada no mercado de capitais americano (SIEGEL, 2005).

Dessa forma, se o arcabouço legal que envolve as empresas estrangeiras ao emitirem ADR não serve como barreira para evitar ou coibir fraudes, as premissas teóricas quanto o aumento do conservadorismo baseadas na redução do conflito de interesses resultado do aumento da regulamentação, não terão efeito.

Watts (2003a) afirma que a regulamentação é uma alternativa de impacto no conservadorismo contábil e que o gerenciamento de resultados pode ser utilizado como medida complementar.

Utilizam-se os modelos de conservadorismo de Basu (1997) e de Ball e Shivakumar (2005a), para analisar se no pós-SOX às informações negativas foram

absorvidas mais rapidamente pelo lucro do que às positivas. E, utiliza-se outra *proxy* de conservadorismo baseada em *accruals*, comparando-se o gerenciamento de resultados entre os períodos utilizando o *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b). Uma redução nos *accruals* discricionários indicaria um aumento no conservadorismo no período posterior a SOX.

A comparação do conservadorismo entre os períodos pré e pós-SOX, está em linha com o trabalho de Lobo e Zhou (2006), que assim como Watts (2003.b), utilizaram o reconhecimento assimétrico entre boas e más notícias e o nível de *accruals*, como medida de conservadorismo.

O advento da lei incentiva à suavização no grau de gerenciamento. De acordo com Lobo e Zhou (2006) uma mudança significativa da responsabilidade legal seguindo a SOX é provável para alterar a gestão dos negócios do CEO/CFOs quanto a exagerar ou não nos resultados. Consequentemente é provável que os resultados contábeis sejam mais conservadores e reconheçam as perdas mais rapidamente do que os ganhos, no período pós-SOX que no período pré-SOX.

Em função da repercussão dessa legislação, este estudo apresenta a seguinte questão de pesquisa: **As empresas brasileiras que possuem ADR emitidas antes de 2002 aumentaram o conservadorismo contábil de suas demonstrações financeiras depois da SOX?**

Na busca desta resposta, investiga-se se maior regulamentação incorre em aumento do conservadorismo contábil e, em contra partida, na redução do nível dos *accruals* discricionários nas demonstrações das empresas no período pós-SOX. Tal objetivo está em linha com o que foi constatado por Lobo e Zhou (2006). Contudo, Siegel (2005) afirma que a SEC e as leis americanas não influenciam a contabilidade das empresas estrangeiras emissoras de ADR.

Dentro deste contexto, por ser um dos principais países estrangeiros em número de ADR emitidas, o estudo do impacto da SOX no conservadorismo contábil das empresas brasileiras emissoras de ADR é importante, por analisar até que ponto a regulamentação efetivamente influencia em medidas contábeis mais conservadoras por parte da administração das instituições.

O restante do trabalho está organizado da seguinte maneira: referencial teórico sobre os assuntos relacionados a regulamentação, SOX, conservadorismo, *accruals* discricionários como medida de análise complementar do conservadorismo e ADR (Capítulo 2). No Capítulo 3 apresenta-se a hipótese do trabalho, no Capítulo 4 a metodologia, seleção da amostra e tratamento dos dados no Capítulo 5 e os resultados são apresentados no Capítulo 6. Enfim, nos capítulos finais reportam-se as conclusões, referências bibliográficas e anexos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O impacto da regulamentação nas demonstrações contábeis é estudado por Watts (2003a) onde, de acordo com o autor, a regulamentação fornece incentivos para as empresas terem demonstrações mais conservadoras.

Watts (2003a) afirma que perdas em excesso dos valores dos ativos e das receitas são mais observáveis e utilizáveis nos processos políticos do que renunciar aos ganhos previstos pela avaliação a menor dos ativos e das receitas.

Dentro dessa linha de influência da regulamentação na contabilidade, a sua relevância consiste em impactar na informação contábil, afetando direta e indiretamente as divulgações das empresas. Dessa forma, a regulamentação governamental, bem como as questões judiciais sob a imposição das leis, encoraja e incentiva o conservadorismo nas demonstrações financeiras das empresas (LOPES, LOSS e SARLO NETO, 2005; COSTA e COSTA, 2004; BEAVER, 1993; WATTS, 2003a).

Segundo Watts (2003a), as alternativas principais para explicar o conservadorismo são: contrato, questões judiciais (custo de litígio), impostos e regulamentação.

A regulamentação foi escolhida como alternativa de impacto no conservadorismo contábil, utilizando a SOX como *proxy* de legislação. A referida lei pode ser estudada no Brasil, pois para negociarem nos EUA, as empresas brasileiras que emitem ADR têm que seguir a legislação norte-americana.

2.1 LEI SARBANES-OXLEY (SOX)

A lei norte-americana Sarbanes-Oxley, assinada em 30 de Julho de 2002, teve como objetivo evitar a possível fuga dos investidores financeiros, que após os escândalos envolvendo grandes companhias como a Enron, Tyco e WorldCom, estavam inseguros quanto a real qualidade das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas (JAIN e REZAEE, 2004).

Além dos rígidos parâmetros legais impostos às empresas com ações negociadas nas bolsas americanas, incluindo empresas estrangeiras que negociam ADR, seu conjunto de regras busca garantir: a criação de mecanismos confiáveis de auditoria e a criação de comitês para supervisionar suas atividades. Visa também, assegurar maior independência na atuação da auditoria externa, de modo a mitigar riscos aos negócios, evitar fraudes e garantir transparência aos resultados contábeis das companhias.

A atividade de auditoria é um tema muito importante e componente chave no ambiente da governança corporativa, que possui particular apreciação dos reguladores, profissionais, investidores, enfim, do público em geral. A área ficou ainda mais em evidência, após as falhas e os escândalos contábeis da Enron, WorldCom e outras companhias americanas (DEFOND e FRANCIS, 2005).

Nesse sentido, a SOX fez mudanças radicais, principalmente nas questões relacionadas à auditoria. Algumas delas são expostas a seguir (DEFOND e FRANCIS, 2005):

- Transformou a auditoria de uma atividade auto-regulada e supervisionada pela SEC, em uma atividade diretamente controlada por uma quase agência governamental, a PCAOB²;
- Fez diversas mudanças com o compromisso fundamental de melhorar a independência da auditoria externa, como: a determinação da qualidade do serviço; o aumento em mais de 50% dos honorários da auditoria; e os conflitos de interesses entre a administração e a empresa de auditoria;
- Estabeleceu critérios quanto a criação e a composição do comitê de auditoria, como: todas as empresas devem ter um comitê composto inteiramente por membros que são independentes da administração; o comitê deve conter no mínimo um especialista em finanças (*financial expert*) e caso não possua, explicar o porquê; o comitê é responsável pela nomeação da empresa de auditoria externa; a empresa deve ter consultor externo e outros consultores que o comitê considerar necessário para cumprir as obrigações legais; e o comitê deve implementar procedimentos para receber e investigar queixas de empregados sobre as práticas e políticas contábeis.

Não se pode relacionar a maior porção de culpa dos escândalos contábeis e das falhas da auditoria, com o nível dos profissionais dessa área, mas sim com a qualidade dos serviços prestados pelos comitês de auditoria e pelas diretorias das companhias fraudulentas (DEFOND e FRANCIS, 2005).

No Brasil, acompanhando a tendência mundial, algumas das normas impostas pela SOX, implementação do comitê de auditoria, por exemplo, estão sendo exigidas às empresas brasileiras. A Cartilha da CVM de 2002 sobre governança corporativa recomenda a composição do comitê e o BACEN, através da

² A PCAOB é custeada independentemente da SEC, mas a SEC possui supervisão na nomeação dos membros da sua diretoria (DEFOND e FRANCIS, 2005, p.11).

Resolução 3.170/04, exige a sua implementação para as instituições financeiras de grande porte. Na BOVESPA, existe um programa de listagem para as empresas que adotam princípios diferenciados de governança corporativa (OLIVEIRA e COSTA, 2005).

De acordo com Lobo e Zhou (2006), que analisaram o impacto da SOX no conservadorismo das empresas americanas, houve aumento no conservadorismo com o resultado assimilando mais rapidamente as más notícias do que as boas e redução do nível dos *accruals* discricionários no período pós-SOX. Os autores relatam outros estudos que também investigaram o impacto da SOX nas demonstrações financeiras das empresas americanas, como: Cohen, Dey e Lys (2005) que em linha com a intenção da lei de aumentar a precisão das demonstrações contábeis, encontraram redução no *accruals* discricionários no período pós-SOX; e, Heflin e Hsu (2004) que constataram um significativo declínio no uso de informações “Non-GAAP” para mensurar os resultados e a probabilidade dos resultados divulgados ultrapassarem as previsões dos analistas após a SOX. Por outro lado, contrário aos resultados apresentados nestes estudos, Jain e Rezaee (2004) não constataram aumento no grau do conservadorismo após a instituição da SOX.

Outros trabalhos abordam o alto custo de capital que a SOX impôs as empresas, principalmente, em relação a Seção 404 da lei. Segundo Ogneva, Subramanyam e Raghunandan (2006), essa seção da SOX exige das empresas vários relatórios da eficácia do controles internos sobre os relatórios financeiros. Essa exigência é muito controversa, pois empresas reclamam que o alto custo de capital supera os benefícios de controles impostos pela lei. Nesse sentido, os autores examinaram a relação entre o custo de capital e os relatórios encaminhados

a SEC sobre a eficácia dos controles internos das empresas. No geral, constataram que na média os fracos controles internos não estão diretamente associados ao aumento no custo de capital.

Ainda sobre aumento de *compliance* imposto pela SOX, Stewart e Favato (2007), afirmam que a exigência de controles internos tornará cada vez mais importante para as grandes empresas britânicas que visam o aumento de capital. Esse padrão de controle poderá ser no futuro como um pré-requisito de qualidade dos relatórios financeiros, similar ao ISSO-9000, no que diz respeito à transparência dos relatórios. Os autores afirmam ainda, que empresas que adotaram a SOX, podem pagar agora o alto preço do custo de capital, mas explorarão invejável posição competitiva no futuro, fazendo com que grandes empresas as prefiram como parceiras, em detrimento das que não seguem esse padrão de controle.

Em linha com Watts (2003.b) – que para analisar o impacto das leis no conservadorismo das demonstrações financeiras, recomenda como medidas o resultado contábil relacionado às boas e más notícias e o *accruals* discricionários – Jain e Rezaee (2004) e Lobo e Zhou (2006) examinaram o impacto da SOX no conservadorismo das demonstrações contábeis. Ambos utilizaram o reconhecimento assimétrico das más e boas notícias e o nível do *accruals* discricionários, como medidas para comparar o conservadorismo entre os períodos pré e pós-SOX.

2.2 CONSERVADORISMO

Basu (1997) define conservadorismo no resultado como sendo o reconhecimento das más notícias, mais rapidamente do que o reconhecimento das boas notícias, em relação aos fluxos de caixa futuros.

Segundo Ball, Kothari e Robin (2000), conservadorismo pode ser entendido como o grau do qual o período corrente do resultado contábil incorpora assimetricamente as perdas e ganhos econômicos.

Conservadorismo contábil, segundo Watts (2003a), é tradicionalmente definido como não antecipar o lucro, mas antecipar todas as despesas, ou seja, diferencial verificável exigido pelo reconhecimento dos lucros versus o reconhecimento das perdas. Afirma que o conservadorismo não implica que todas as receitas do fluxo de caixa deveriam ser recebidas antes de ser reconhecidas, mas, ao invés disso, que os fluxos de caixa deveriam ser verificáveis.

Lopes (2001) também entende que o conservadorismo é o reconhecimento assimétrico entre despesas e passivos, receita e ativos, e complementa, relatando sobre a importância do conservadorismo ao fornecer informações mais confiáveis aos investidores por intermédio de demonstrações não excessivamente otimistas.

A influência do conservadorismo nas práticas contábeis tem sido longa e significativa. Basu (1997) argumenta que o conservadorismo vem influenciando as práticas contábeis nos últimos 500 anos. E segundo Watts (2003a), a discussão sobre esse tema, parece ter aumentado nos últimos 30 anos.

De acordo com Watts (2003a e 2003b), o conservadorismo beneficia os usuários das demonstrações contábeis das empresas, uma vez que o reconhecimento assimétrico restringe a manipulação e as fraudes contábeis. Ressalta que a eliminação do conservadorismo seria gravemente prejudicial às demonstrações financeiras, pois mudaria o comportamento dos administradores impondo significativo custo aos investidores e ao mercado de capitais em geral.

Segundo Ball, Kothari e Robin (2000), o incentivo para a utilização do conservadorismo pode estar relacionado ao modelo legal do país. Em modelos *common-law*, com mercado de capitais desenvolvido e controle acionário descentralizado, o grau de conservadorismo é maior do que em países com modelo *code-law*, com mercado menos desenvolvido e controle acionário centralizado. Contudo, constataram em todos os países que há reconhecimento das más notícias mais rapidamente do que as boas notícias, independente do modelo legal do país.

Dentro dessa linha que envolve o conservadorismo e o mercado de capitais, autores como Ball *et al.* (1999), Watts (1993), Lubberink e Huijgen (2000), Pope e Walker (1999) e Penman e Zhang (1999), desenvolveram testes empíricos sobre a relação entre o conservadorismo contábil nos lucros e o mercado acionário. Os autores, em sua maioria, defendem a utilização do conservadorismo no lucro contábil, com exceção do trabalho de Penman e Zhang (1999), no qual demonstram que a utilização do conservadorismo pode gerar lucro de baixa qualidade (apud COSTA e COSTA, 2004).

Na América do Sul, seguindo a literatura sobre o tema, os resultados do estudo de Costa e Costa (2004) evidenciaram baixa relação entre o lucro corrente e o retorno corrente nos cinco países analisados³. Apesar disso, o estudo mostra que o reconhecimento dos resultados negativos é maior que o reconhecimento do retorno como um todo, evidenciando conservadorismo nos resultados contábeis. Tal conclusão converge como os resultados obtidos por Ball, Kothari e Robin (2000)

³ Argentina, Brasil, Colômbia, Peru e Venezuela.

onde confirmam que o conservadorismo é uma propriedade universal do lucro contábil⁴.

No Brasil, podemos destacar o trabalho de Costa, Almeida e Scalzer (2006), os resultados demonstraram que o grau de conservadorismo nas empresas que possuem níveis diferenciados de governança corporativa (listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) é maior do que as demais empresas listadas na BOVESPA que não possuem tais níveis.

Destaca-se também, o trabalho de Paulo et al. (2006), que verificaram se existem diferenças significativas entre os níveis de conservadorismo nas demonstrações das companhias brasileiras abertas e fechadas. Utilizaram o modelo econométrico proposto por Ball e Shivakumar (2005), que analisa o nível de conservadorismo condicional por meio da reversão dos resultados contábeis. Concluíram que as companhias fechadas apresentaram menor reconhecimento oportuno das perdas, e que há indícios do menor nível de conservadorismo nas suas demonstrações contábeis em relação às demonstrações das companhias abertas.

Outro trabalho nacional sobre conservadorismo, é o de Coelho e Lima (2007), que avaliaram a presença de conservadorismo nos resultados apresentados nas demonstrações contábeis publicados no Brasil pelas sociedades por ação no período de 1995 a 2004. Utilizaram os modelos de Basu (1997) e de Ball e Shivakumar (2005), regredindo os dados em painel. Constataram que os gestores não praticam o conservadorismo condicional, apesar de constatarem reversão dos componentes transitórios do lucro em maior magnitude no caso de variações negativas do lucro antecedente.

⁴ A exceção da França e do Japão.

Outro assunto que está diretamente relacionado com o conservadorismo nos lucros, podendo afetá-lo, segundo Lubberink e Huijgen (2000), é a preocupação da administração com a divulgação da *performance* da empresa e das preferências individuais dos administradores. Os autores afirmam que administradores avessos a risco apresentam lucros mais conservadores do que os que não são avessos a risco. Um dos motivos pode estar relacionado com o aumento da regulamentação, questões judiciais, o que também acaba por influenciar no nível de gerenciamento de resultados nas demonstrações contábeis das empresas.

2.2.1 Análise Complementar do Conservadorismo

De acordo com Watts (2003a) o gerenciamento de resultados pode explicar o conservadorismo contábil nas empresas, desde que seja analisado em conjunto com uma das principais alternativas (contratos, questões judiciais, impostos e regulamentação) de impacto. Sendo que essa alternativa complementar não pode, individualmente, explicar a máxima do conservadorismo contábil que é o reconhecimento assimétrico das perdas e ganhos no resultado.

Utiliza-se neste trabalho, o gerenciamento de resultados como alternativa complementar de análise do conservadorismo. Comparando as empresas nos períodos pré e pós-SOX, as que demonstrarem menor nível de *accruals* discricionários estarão gerenciando menos os resultados, indicando maior conservadorismo nas suas demonstrações contábeis.

Quando os administradores utilizam-se das análises dos relatórios financeiros e das transações para alterar os demonstrativos contábeis, ou induzem alguns acionistas para encobrir a *performance* financeira da empresa, ou ainda, influenciam resultados contratuais que dependem dos números contábeis

informados nas demonstrações, estão gerenciando os resultados (LEUZ, NANDA e WYSOCKI, 2002; HEALY e WAHLEN, 1998).

Os gestores aproveitam da assimetria informacional inerente a sua posição em relação aos demais grupos de interesse da empresa, para tomar ações deliberadas com intuito de apresentar resultados adequados aos seus interesses. Resultados esses, diferentes dos esperados segundo as normas, padrões e princípios contábeis vigentes (LOPES e COELHO, 2005).

Motivações regulatórias podem ser utilizados para reduzir lucros que têm como objetivo diminuir o pagamento de impostos. O gerenciamento realizado pelos administradores, dentro da sua discricionariedade para atingir obrigações legais, fiscais ou contratuais, podem estar relacionados com a regulamentação, que acaba por induzir as firmas a gerenciar os resultados (HEALY e WAHLEN, 1998).

Neste contexto, Watts (2003a) afirma que o gerenciamento de resultados, através da mensuração do grau do *accruals*⁵ discricionários – a porção do *accruals* que sofrem intervenção dos gestores – pode ser utilizado como uma das medidas para determinar o grau do conservadorismo.

Segundo Martinez (2001), os *accruals* discricionários podem ser positivos ou negativos, representando que os administradores da empresa podem gerenciar seus resultados tanto para cima (melhorando-os), quanto para baixo (piorando-os), de acordo com seus interesses.

⁵ *Accruals* são os ajustes das diferenças entre o regime de competência e de caixa (MCNICHOLS e WILSON, 1998; ALMEIDA, 2006). Segundo McNichols e Wilson (1988), Martinez (2001) e Tukamoto (2004), é a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido, podendo ser dividido em discricionários (ajustes artificiais utilizados para gerenciar o resultado) e não discricionários (ajustes exigidos de acordo com a realidade do negócio).

Os resultados demonstram que os administradores utilizam os *accruals* discricionários e derivativos como substitutos parciais para suavizar os resultados, tanto para reduzir o custo de agência, tributos sobre o lucro e assimetria informacional, quanto para aumentar a riqueza pessoal. Utilizam ainda, os *accruals* discricionários e os derivativos para afetar a volatilidade dos resultados de suas empresas através do gerenciamento da volatilidade do fluxo de caixa (BARTON, 2000).

Dentro dessa linha, de acordo com McNichols e Wilson (1998), as empresas escolhem os *accruals* para minimizar a variância dos resultados nas demonstrações, ou seja, quando a renda tende a ser alta, os administradores escolhem reduzi-la através dos *accruals*, e aumentam-na com *accruals* quando os resultados tendem a ser baixos.

Segundo Healy (apud MCNICHOLS e WILSON, 1998), os administradores cujo plano de compensação tem limite baixo, tem um incentivo para maximizar a despesa discricionária quando o planejamento está “sem dinheiro” e adiam o resultado quando este for superior a uma meta de compensação elevada.

Observa-se que os *accruals* discricionários possuem um importante papel informacional, sendo que os métodos para detectar e analisar o gerenciamento de resultados nas empresas, baseiam-se no uso desses *accruals* pelos gestores, uma vez que os mesmos conduzem o resultado que mais interessam a eles ou a empresa. Modelos como de Healy, Jones, Jones Modificado e, Kang e Silvaramakrishnan (KS), têm sido utilizados frequentemente pelos pesquisadores (LOPES e COELHO, 2005; MARTINEZ, 2001).

Neste trabalho, para determinar o nível dos *accruals* discricionários, utilizou-se outra *proxy* de conservadorismo baseado em *accruals*, o *Cash Flow Model* (Modelo de Fluxo de Caixa), em linha com os estudos de Ball e Shivakumar (2005b).

2.3 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT – ADR

De acordo com Downes e Goodman (1993), o Recibo de Depósito Americano ou ADR (*American Depositary Receipt*), é o recibo de ações de empresas sediadas fora dos EUA, custodiado por um banco americano e outorgado ao acionista o direito sobre todos os dividendos e ganhos de capital. Em vez de comprar ações de companhias estrangeiras nos mercados externos, os americanos podem comprá-las nos EUA sob forma de um ADR.

Dentro desse contexto, as empresas estrangeiras utilizam ADR como substituto parcial da fraca legislação em seus países e também para ajudar a atrair mais capital através de financiamento externo. Nos mercados emergentes em crise, tem sido utilizada também como instrumento de segurança, como, por exemplo, na crise asiática de 1997, onde as empresas com ADR estavam mais valorizadas do que as outras empresas que tinham recebido o mesmo valor pelos analistas exatamente antes da crise (RESE e WEISBACH, 2002; COFFEE, 1999; MITTON, 2002).

Coffee (1999), utilizando a teoria da agência, afirma que a combinação da supervisão da SEC e sanções das leis americanas podem proteger os acionistas minoritários, coibindo efetivamente possíveis fraudes de empresas estrangeiras listadas no mercado de capitais americano, minimizando assim o custo de agência.

Segundo Lubberink e Huijgen (2006), a principal causa da migração de ações em direção ao mercado americano em forma de ADR, está na responsabilidade que a empresa sofre em assegurar aos investidores a *performance* futura prometida. A empresa que está num ambiente de regulamentação considerado de fraca proteção ao investidor, passaria voluntariamente a um ambiente mais forte, aumentando assim o seu nível de governança corporativa. Os autores concluem, afirmando que neste caminho as empresas acabam atraindo investidores que poderiam estar relutantes em investir em mercados que não tragam tanta proteção aos investidores.

Neste contexto, somente as penalidades legais, baseadas em modelos formais, podem coibir empresas quanto a roubos e fraudes. Mesmo se a SEC não for totalmente eficiente, as empresas estrangeiras temeriam os possíveis processos na justiça americana (COFFEE, 1999).

Siegel (2005), ao contrário, afirma que empresas estrangeiras mesmo provenientes de legislações fracas, são aceitas pelas bolsas americanas. No caso de fraudes comprovadas, a SEC raramente tem conseguido fazer cumprir as sanções da lei contra qualquer empresa estrangeira que emite ADR. No período de 1932 a 2002, a SEC teve poucas ações legais contra estrangeiros listados, sendo que as companhias mexicanas fraudulentas, objeto de maior parte no estudo do artigo do autor, não foram efetivamente coibidas e nem punidas pela justiça americana. Diversas empresas desse país conseguiram, muitas vezes, acordos com clara desvantagem para a SEC.

Lubberink e Huijgen (2006) encontraram outras desvantagens na decisão de emitir ADR, como: aumento de pressão nos CEOs devido ao minucioso exame

público dos seus antecedentes, aumento do número de relatórios divulgados e elevados honorários adicionais.

Outra situação contrária à emissão de ADR, diz respeito à crença de que uma vez listada, os acionistas minoritários dessas empresas estrangeiras receberiam alguma medida de proteção. Segundo Siegel (2005), tal afirmação não procede, pois as ADRs estão longe de serem uma substituição perfeita para fortalecer as sanções legais estrangeiras na prevenção contra fraudes e desfalques.

No caso do México, as ADRs nem sempre serviram como um efetivo mecanismo para coibir malfeitorias, sendo que diversas empresas, mesmo listadas nas bolsas americanas, foram acusadas de fraudes no seu país de origem (SIEGEL, 2005).

Pessoas que possuem informações privilegiadas, responsáveis pelos abusos na governança, raramente são forçadas a pagar qualquer compensação financeira significativa aos acionistas. O conhecimento público dessa impunidade agrava ainda o problema do risco moral, desacreditando os acionistas minoritários (SIEGEL, 2005).

Siegel (2005) conclui que, as regras de governança, bem como a regulamentação que afeta as empresas estrangeiras listadas no mercado de capitais americano, são mais rígidas no papel do que realmente acontece na prática.

Em relação ao nível de governança corporativa, Lubberink e Huijgen (2006) afirmam que os administradores só submetem suas empresas a um alto nível de governança via ADR, se as oportunidades de crescimento forem financiadas com o uso de recursos externos. Segundo eles, isso ocorre principalmente em países com características *code-law*.

Essa afirmação acima, diz respeito ao trabalho de Lubberink e Huijgen (2006), onde os autores analisaram o conservadorismo das empresas de diversos países que emitem ADR nos EUA. Compararam as listadas nos programas de ADR de níveis II e III, sendo que a diferença básica entre os programas, é que as de nível III podem levantar participação em capital acionário (*equity capital*), ao contrário das de nível II. Dividiram também os níveis de ADR de acordo com o modelo legal dos países, comparando o conservadorismo entre os níveis II e III em países com características *common-law* e em países com características *code-law*.

Em seus resultados, Lubberink e Huijgen (2006) concluem que as empresas do nível III demonstraram maior conservadorismo do que as do nível II, sendo que essa diferença é mais acentuada nos países com características *common-law*⁶ do que nos *code-law*⁷. Afirmam ainda, que as empresas ao aderirem ao nível III do programa de ADR, escolhem levantar participação em capital acionário visando a possibilidade de aumento nos financiamentos futuros, por fornecer aos investidores credibilidade e confiabilidade nas informações das demonstrações contábeis.

O aumento nos mecanismos de governança e no custo de litígio, objetivando reduzir o conflito de interesses entre os agentes e provocar o cumprimento das obrigações contratuais, assuntos propostos pela SOX, pode não impactar em aumento do conservadorismo contábil nas empresas que emitem ADR. Isso de fato tende a ocorrer, caso a SEC e o arcabouço legal americano realmente não forem eficientes na coerção e punição das fraudes, bem como não reúnam condições de proteger os interesses dos investidores.

⁶ Países com características *common-law*: Inglaterra, Austrália, Irlanda, África do Sul e Hong Kong.

⁷ Países com características *code-law*: Japão, Nova Zelândia, Brasil, México, França, Chile, Alemanha, Argentina, China e Suíça.

3. HIPÓTESE DE TRABALHO

Para responder a questão de pesquisa, serão utilizados os modelos de conservadorismo de Basu (1997) e de Ball e Shivakumar (2005a), e o modelo *Cash Flow* de gerenciamento de resultados de Ball e Shivakumar (2005b).

Esses modelos estão em linha com Watts (2003b), que aponta o reconhecimento assimétrico das más e boas notícias e o nível de *accruals* discricionários como medidas de conservadorismo das demonstrações contábeis.

Dessa forma, a hipótese de trabalho será a seguinte:

H₁: O conservadorismo aumentou depois da SOX nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002.

4. METODOLOGIA

Neste capítulo, descreve-se a metodologia de cálculo de cada modelo, para medir o conservadorismo e o nível de *accruals* discricionários. Todas as regressões dos modelos citados foram estimadas em painel, analisando-se os pressupostos das regressões e utilizando-se recursos de efeito fixo e erro padrão robusto.

A análise é dividida em dois momentos: no primeiro, analisa-se apenas as empresas com ADR emitidas antes de 2002 e introduz-se, nos três modelos, uma *dummy* “ANO” para captar o efeito do período 2002 a 2006 (pós-SOX). O coeficiente dessa *dummy* expressaria, caso significativo, a variação do conservadorismo apenas nas empresas com ADR. Contudo, ainda não se poderia afirmar que se trata efetivamente da SOX, pois esse aumento pode decorrer de algum fenômeno ocorrido em todo o mercado brasileiro no período de 2002 a 2006.

Dessa forma, no segundo momento, tenta-se isolar o efeito SOX dos demais efeitos do mercado brasileiro. Nessa etapa, todas as empresas brasileiras são estudadas e se introduz uma nova *dummy* “ADR” interagindo com a *dummy* “ANO”, para captar o efeito adicional ocorrido nas empresas com ADR. Entende-se que o coeficiente do termo “ADR*ANO” expressaria, se significativo, indícios do impacto médio da SOX no conservadorismo contábil das empresas que emitiram ADR antes de 2002.

Assim, o coeficiente da *dummy* “ANO” mensuraria o efeito “economia brasileira” e o coeficiente da *dummy* “ADR” captaria o efeito “estar no mercado americano”. Essa mensuração adicional seria, então, um indicativo de efeito “SOX”. Se o coeficiente da multiplicação entre as *dummies* for significativo, há indícios do

aumento do conservadorismo pela SOX, caso contrário, rejeita-se a hipótese do trabalho.

4.1 EMPRESAS QUE EMITIRAM ADR ANTES DE 2002

Pretende-se apurar o efeito da SOX, a partir do ano de sua promulgação, no conservadorismo das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002.

Contudo, ressalta-se, que qualquer outro fenômeno que esteja ocorrendo a partir de 2002 no mercado brasileiro poderá ser captado pela *dummy* “ANO”. Assim, o teste descrito no tópico 4.2 se faz necessário.

4.1.1 Modelo de Basu (1997)

O modelo de Basu (1997) é utilizado para mensurar o conservadorismo contábil nas demonstrações financeiras das empresas. Este método avalia se os resultados incorporam más notícias mais rapidamente do que boas notícias, conforme demonstrado na equação (1) abaixo:

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

onde:

$LPA_{i,t}$ = Lucro Por Ação (lucro/prejuízo) da empresa i no período t ;

$D_{i,t}$ = Variável *dummy* assume valor 1 se o retorno econômico for negativo e valor 0 nos demais casos;

$R_{i,t}$ = Retorno econômico da ação da empresa i no período t (entre abril do ano t e abril do ano $t+1$);

$A_{i,t}$ = Variável *dummy* (ANO) que assume valor 1 para as observações a partir do ano de 2002 (promulgação da SOX) e valor 0 nos demais casos;

$P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i que contém a precificação no ano $t-1$ (abril do ano t subsequente);

α_2 = Reflete a oportunidade do lucro contábil;

α_1 , α_3 e α_5 = Refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico, às boas e más notícias, pelo lucro contábil;

ε_{it} = Termo de erro estatístico.

A análise do coeficiente α_0 não se faz relevante, por não conter significado teórico econômico. A utilização de uma variável *dummy* permite verificar se o lucro contábil é mais sensível aos resultados negativos que aos positivos, o seu coeficiente α_1 mensura a defasagem temporal. A intensidade dessa defasagem é mensurada pelo coeficiente α_3 . Estes dois coeficientes refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico pelo lucro contábil. O coeficiente α_2 reflete a oportunidade do lucro contábil, ou seja, o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil.

Se houver conservadorismo no reconhecimento do retorno econômico pelo lucro, o α_2 deverá incorporar mais significativamente o retorno econômico negativo que o positivo, sendo esperado que o coeficiente α_3 seja positivo. Maior diferença entre os coeficientes α_3 e α_2 indica maior grau de conservadorismo contábil, esperando-se sinal negativo e significativo para α_1 e positivo e significativo para α_3 .

Nota-se que a introdução da variável " $A_{i,t}$ " faz com que o coeficiente α_4 se configure no principal instrumento para análise do conservadorismo no neste primeiro momento. O α_4 mensura a alteração do conservadorismo a partir de 2002,

ano de promulgação da SOX, ou seja, a variação da intensidade de defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias já reconhecidas pelo mercado. Espera-se sinal positivo e significativo para o coeficiente α_4 .

Apresenta-se na tabela 1, o resumo dos resultados esperados para o teste de alteração a partir de 2002 do conservadorismo mensurado pelo modelo de Basu (1997).

4.1.2 Modelo de Ball e Shivakumar (2005a)

Optou-se também, por adotar outro modelo, de Ball e Shivakumar (2005a)⁸, de agora em diante denominado BS, objetivando a complementação do estudo de mensuração do grau de conservadorismo contábil das empresas.

Esse modelo, segundo Coelho e Lima (2007), evidencia que a prática do conservadorismo estaria condicionada à existência de sinalização de mau desempenho econômico atual da empresa. Uma vez que associa a antecipação tempestiva de perdas econômicas à existência de fluxos de caixa negativos contemporâneos.

Ao contrário do modelo de Basu (1997), o modelo de BS (2005), não é afetado pela liquidez, pois não utiliza como variáveis o retorno econômico da ação da empresa.

A liquidez que uma determinada empresa ou um setor esteja passando no mercado, pode afetar os resultados apresentados pelo modelo de Basu (1997).

⁸ O objetivo do referido estudo é analisar a diferença no grau de conservadorismo entre as empresas britânicas de capital aberto e fechado, onde, os autores esperam constatar uma menor reversão dos resultados negativos nas empresas de capital fechado. Ball e Shivakumar desenvolveram um modelo próprio para esta análise – que não é possível com o modelo de Basu (1997). Constataram que em média a qualidade dos resultados é menor nas empresas de capital fechado do que nas de capital aberto.

Dessa forma, o controle por liquidez, é realizado pelo modelo de BS (2005) que mede o conservadorismo condicional com base na associação entre as apropriações contábeis e os fluxos de caixa.

O modelo utiliza como variáveis a variação do lucro por ação e permite identificar o nível de conservadorismo por meio da reversão dos resultados (ganhos ou perdas) contábeis (Ball e Shivakumar, 2005a). Também mede a assimetria de reconhecimento entre as receitas (boa notícia) e as despesas (má notícia), conforme a equação (2) abaixo:

$$\begin{aligned} VLPA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_2 VLPA_{i,t-1} + \alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

onde:

$VLPA_{i,t}$ = Variação do Lucro Por Ação (contábil) da empresa i , do ano $t-1$ para o ano t ;

$VLPA_{i,t-1}$ = Variação do Lucro Por Ação (contábil) da empresa i , do ano $t-2$ para o ano $t-1$;

$D_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$ = Variável *dummy* para indicar se existe variação negativa do lucro por ação no ano $t-1$ para o ano t , assumindo valor 1 se $VLPA_{t-1} < 0$, e 0 nos demais casos;

$A_{i,t}$ = Variável *dummy* (ANO) que assume valor 1 para as observações a partir do ano de 2002 (promulgação da SOX) e valor 0 nos demais casos;

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ e α_5 = estimadores dos coeficientes;

$\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro estatístico.

A análise dos parâmetros α_0 e α_1 não é relevante, pois os mesmos não trazem significado teórico econômico, não existindo uma predição para estes coeficientes.

Devido à diferença do reconhecimento dos ganhos até o momento em que o fluxo de caixa é realizado, onde os resultados positivos se tornam um componente persistente do lucro contábil, tendendo a não ser revertido, espera-se que o coeficiente α_2 seja igual a zero (não significativo).

No caso desse reconhecimento não ser postergado, os ganhos passam a ser um componente transitório do resultado e nos períodos seguintes tendem a ser revertidos, implicando no coeficiente α_2 menor que zero ($\alpha_2 < 0$).

O coeficiente α_3 estima a ocorrência de reversão de resultados contábeis negativos (variações negativas do resultado). O reconhecimento mais oportuno das perdas do que dos ganhos, resulta em decréscimos transitórios do resultado, devendo ser revertidos nos períodos subseqüentes. Assim, espera-se que o coeficiente α_3 seja estatisticamente negativo ($\alpha_3 < 0$).

A introdução da variável " $A_{i,t}$ " faz com que os coeficientes α_4 e α_5 mensurem a alteração da frequência da reversão de resultados contábeis positivos e negativos a partir de 2002, ano da promulgação da SOX.

Espera-se que os componentes positivos do resultado não sejam revertidos após a promulgação da SOX, de modo que o sinal esperado para α_4 é nulo (estatisticamente não significativo). Contudo, espera-se que a frequência da reversão de resultados negativos se eleve a partir de 2002, de modo que o sinal esperado para α_5 é estatisticamente negativo ($\alpha_5 < 0$).

Apresenta-se na tabela 1, o resumo dos resultados esperados para o teste de alteração a partir de 2002 do conservadorismo mensurado pelo modelo de BS (2005a).

4.1.3 Cash Flow Model (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)

Se a administração da empresa é mais conservadora seguindo a SOX, ela tenderá a usar menos *accruals* discricionários, ou seja, espera-se que o *accruals* discricionários seja menor seguindo a SOX (regulamentação) do que no período pré-SOX.

Para analisar o nível de *accruals* discricionários, utilizou-se o *Cash Flow Model*, proxy de conservadorismo baseado em *accruals*, de acordo com o trabalho de Ball e Shivakumar (2005b), conforme demonstrado na equação 5.

O ponto de partida para medir o *accruals* discricionário (AD) é o cálculo do *accruals* total, conforme abaixo:

$$ACT_{i,t} = LL_{i,t} - FCO_{i,t} \quad (3)$$

onde:

$ACT_{i,t}$ = *Accruals* Total da empresa *i* no período *t*;

$LL_{i,t}$ = Lucro Líquido da empresa *i* no período *t*;

$FCO_{i,t}$ = Fluxo de Caixa Operacional da empresa *i* no período *t*.

Após a mensuração dos *accruals* total, calcula-se os *accruals* não-discricionários através do *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b). Segundo Ball e Shivakumar (2005b, p.15), espera-se $\alpha_1 < 0$, onde a variação das operações de fluxo de caixa é a única variável exploratória. Os autores afirmam

ainda, que esta previsão assume a correlação negativa em função da redução do comportamento dos *accruals*.

$$AND_{i,t} = \alpha_1 FCO_{i,t} \quad (4)$$

onde:

$AND_{i,t}$ = *Accruals* Não-Discrecionários da empresa *i* no período *t*;

α_1 = coeficiente estimado pela seguinte regressão:

$$ACT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t} + \alpha_2 A_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

onde:

$A_{i,t}$ = Variável *dummy* (ANO) que assume valor 1 para as observações a partir do ano de 2002 (promulgação da SOX) e valor 0 nos demais casos;

α_0 , α_1 e α_2 = estimadores dos coeficientes;

ε_t = termo de erro estatístico.

Com a introdução da variável “ $A_{i,t}$ ” espera-se, que o seu coeficiente α_2 seja estatisticamente negativo, em função da redução do comportamento dos *accruals* em decorrência da redução dos resíduos (*accruals* discrecionários).

Apresenta-se na tabela 1, o resumo dos resultados esperados para o teste de alteração a partir de 2002 do nível de *accruals* mensurado pelo *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b).

4.2 TODAS AS EMPRESAS BRASILEIRAS

Neste tópico, pretende-se avaliar se a alteração no conservadorismo das empresas com ADR emitidas antes de 2002 ocorreu efetivamente pelo efeito SOX ou por outros motivos econômicos ocorridos no mercado brasileiro no período de

2002 a 2006. Acrescenta-se a estas empresas, as empresas que não emitiram ADR e que estão na amostragem final⁹ dos dados.

4.2.1 Modelo Adaptado de Basu (1997)

Na equação (1), referente ao modelo de Basu (1997), acrescenta-se a variável “ $ADR_{i,t}$ ”, conforme equação (6), a seguir:

$$LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_5 ADR_{i,t} * A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

onde:

$ADR_{i,t}$ = Variável *dummy* (ADR) que assume valor 1 para as empresas que emitiram ADR e valor 0 nos demais casos.

Na tabela 2, apresenta-se o resumo dos resultados esperados referentes ao impacto da emissão de ADR sobre o conservadorismo mensurado pelo modelo de Basu (1997).

4.2.2 Modelo Adaptado de BS (2005a)

Na equação (2), referente ao modelo de BS (2005a), acrescenta-se a variável “ $ADR_{i,t}$ ”, conforme equação (7), a seguir:

$$\begin{aligned} VLPA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_2 VLPA_{i,t-1} + \alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \\ & \alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_6 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \\ & \alpha_7 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

onde:

⁹ Pode-se analisar no anexo 1, as 9 empresas com ADR emitidas antes de 2002 e com dados contínuos no período de 1996 a 2006 e as demais 51 empresas, que também possuem dados contínuos nesse período e que compõem a amostra final (660 observações e 60 empresas).

$ADR_{i,t}$ = Variável *dummy* (ADR) que assume valor 1 para as empresas que emitiram ADR e valor 0 nos demais casos.

Apresenta-se, na tabela 2 o resumo dos resultados esperados referentes ao impacto da emissão de ADR sobre o conservadorismo mensurado pelo modelo de BS (2005a).

4.2.3 Cash Flow Model (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)

Na equação (5), referente ao modelo de *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b), acrescenta-se a variável “ ADR_t ”, conforme equação (8), a seguir:

$$ACT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t} + \alpha_2 A_{i,t} + \alpha_3 ADR_{i,t} * A_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

onde:

$ADR_{i,t}$ = Variável *dummy* (ADR) que assume valor 1 para as empresas que emitiram ADR e valor 0 nos demais casos.

Na tabela 2, apresenta-se o resumo dos resultados esperados referentes ao impacto da emissão de ADR sobre o nível de *accruals* mensurado pelo *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b).

Tabela 1: Resultados esperados – Amostra só com empresas com ADR

Modelo de Basu (1997)			
Equação (1): $LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variável	Coeficiente	Resultado Esperado	Significado Econômico Esperado
$D_{i,t}$	α_1	Sinal (-) e significativo	As más notícias são divulgadas pela contabilidade em tempo hábil.
$D_{i,t} * R_{i,t}$	α_3	Sinal (+) e significativo	As más notícias são divulgadas pela contabilidade em tempo hábil.
$A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t}$	α_4	Sinal (+) e significativo	A velocidade de transmissão das informações negativas pela contabilidade aumenta a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.
Modelo de BS (2005a)			
Equação (2): $VLPA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_2 VLPA_{i,t-1} + \alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variável	Coeficiente	Resultado Esperado	Significado Econômico Esperado
$VLPA_{i,t-1}$	α_2	Insignificância	As informações contábeis positivas são persistentes.
$VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	α_3	Sinal (-) e significativo	As informações contábeis negativas se revertem.
$A_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	α_4	Insignificância	A frequência da reversão das informações contábeis positivas não se eleva a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.
$A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	α_5	Sinal (-) e significativo	A frequência da reversão das informações contábeis negativas aumenta a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.
Cash Flow Model (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)			
Equação (5): $ACT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t} + \alpha_2 A_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variável	Coeficiente	Resultado Esperado	Significado Econômico Esperado
$FCO_{i,t}$	α_1	Sinal (-) e significativo	Informações quanto à variação das operações de fluxo de caixa.
$A_{i,t}$	α_2	Sinal (-) e significativo	O nível de <i>accruals</i> discricionários se reduz a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.

Fonte: Adaptado de Antunes (2007).

Tabela 2: Resultados esperados – Amostra com todas as empresas brasileiras

Modelo Adaptado de Basu (1997)			
Equação (6): $LPA_{i,t}/P_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_5 ADR_{i,t} * A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variável	Coeficiente	Resultado Esperado	Significado Econômico Esperado
$ADR_{i,t} * A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t}$	α_5	Sinal (+) e significativo	A velocidade de transmissão das informações negativas pela contabilidade aumenta para as empresas com ADR a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.
Modelo Adaptado de BS (2005a)			
Equação (7): $VLPA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_2 VLPA_{i,t-1} + \alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_6 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \alpha_7 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variável	Coeficiente	Resultado Esperado	Significado Econômico Esperado
$ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	α_6	Insignificância	A frequência da reversão das informações contábeis positivas não se eleva especificamente para as empresas que emitiram ADR a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.
$ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	α_7	Sinal (-) e significativo	A frequência da reversão das informações contábeis negativas se eleva especificamente para as empresas que emitiram ADR a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.
Cash Flow Model (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)			
Equação (8): $ACT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t} + \alpha_2 A_{i,t} + \alpha_3 ADR_{i,t} * A_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Variável	Coeficiente	Resultado Esperado	Significado Econômico Esperado
$ADR_{i,t} * A_{i,t}$	α_3	Sinal (-) e significativo	O nível de <i>accruals</i> discricionários se reduz especificamente para as empresas que emitiram ADR a partir de 2002, ano de promulgação da SOX.

Fonte: Elaborado pelo autor.

5. SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTOS DOS DADOS

A amostra deste trabalho foi extraída do banco de dados da Economatica (valores nominais do final do ano, não corrigidos pela inflação), analisados a partir do Stata 9.0 e se referem ao período de 1996 a 2006. Este período foi escolhido devido à disponibilidade dos dados, bem como à relativa estabilidade econômica brasileira após o Plano Real.

Coletou-se os dados nominais sobre as variáveis dos três modelos de 31 de dezembro no período entre 1994 e 2006, dos demonstrativos consolidados, quando estes disponíveis. Coletou-se também o preço de fechamento das ações nominal de 30 de abril no período de 1995 e 2006, utilizando-se tolerância de 15 dias.

Inicialmente obteve-se 8.125 entradas totais, referentes as 625 empresas disponíveis na Economatica e aos 13 anos coletados (1994 a 2006). Em seguida, exclui-se as 1.250 entradas referentes aos anos de 1994 e 1995, por não ser possível de calcular a variável $VLPA_{i,t-1}$ da equação (2) para esses anos sem as informações de dezembro de 1992 e 1993, respectivamente. Exclui-se também 4.905 observações com dados ausentes, não disponíveis e/ou extremos, referentes às variáveis dos três modelos, conforme tabela 7 a seguir.

Tabela 3: Coleta de dados – procedimento inicial de amostragem

Anos coletados: 1994 a 2006	13
Empresas disponíveis na Economatica	625
(=) Entradas totais	8.125
(-) Exclusão dos anos de 1994 e 1995	(1.250)
(=) Dados potenciais	6.875
(-) Dados ausentes	(4.905)
(=) Entradas válidas	1.970

Fonte: Elaborado pelo autor.

As 1.970 entradas válidas referente a 351 empresas, foram reduzidas após a exclusão de 1.310 observações referentes a 291 empresas cujas informações do período de 1996 a 2006 não estavam completas (descontínuas) e, assim, obteve-se 660 observações de empresas com informações contínuas no período estudado.

A tabela 8 explicita que as 660 observações referentes a 60 empresas, foram divididas em empresas que possuem ADR emitidas antes de 2002 (9 empresas e 99 observações) e por empresas que não possuem ADR (51 empresas e 561 observações).

Tabela 4: Coleta de dados – procedimento final de amostragem

Amostragem	Observações	Empresas
Empresas com ADR emitidas antes de 2002	99	9
Empresas sem ADR emitidas	561	51
Amostra final	660	60

Fonte: Elaborado pelo autor.

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo, serão apresentados os resultados dos testes com os modelos Basu (1997) e BS (2005a), para análise do conservadorismo contábil e *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b), para a identificação do nível de *accruals* discricionários, todos estimados em painel.

Os resultados estimados pelos modelos estão divididos em: empresas que emitiram ADR antes de 2002 e todas as empresas brasileiras.

6.1 ANÁLISE DOS RESULTADOS DAS EMPRESAS QUE EMITIRAM ADR ANTES DE 2002

Analisa-se, nos tópicos a seguir, os resultados dos três modelos estimados em painel apenas para as empresas que emitiram ADR antes de 2002.

6.1.1 Análise dos Resultados do Modelo de Basu (1997)

Apresenta-se na tabela 5, os resultados das regressões estimadas em painel pelo Modelo de Basu (1997) para as empresas que emitiram ADR antes de 2002.

Observa-se que as variáveis “ $D_{i,t}$ ” e “ $D_{i,t} * R_{i,t}$ ” não revelaram coeficientes α_1 e α_3 significativos, respectivamente, mesmo ao nível de significância de 10%. Utilizando-se o modelo de Basu (1997) não se pode inferir que a informação contábil das empresas com ADR seja conservadora.

Por outro lado, o conservadorismo mensurado pelo modelo de Basu (1997) apresentou aumento a partir de 2002 (ano de promulgação da SOX), vez que a variável “ $A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t}$ ” apresentou coeficiente significativo ao nível de 5%.

Dessa forma, permite-se dizer que há indícios de que a informação contábil das empresas com ADR se tornou mais conservadora a partir do ano de 2002, mas ainda não se pode afirmar que há indícios de que a SOX efetivamente contribuiu para esses resultados.

6.1.2 Análise dos Resultados do Modelo de BS (2005a)

Apresenta-se na tabela 5 os resultados das regressões estimadas em painel pelo Modelo de BS (2005a) para as empresas que emitiram ADR antes de 2002.

Observa-se nos resultados, que as variáveis “ $VLPA_{i,t-1}$ ” e “ $VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$ ” revelaram coeficientes α_2 e α_3 significativos, respectivamente, ao nível de significância de 5%. Contudo, os resultados dos coeficientes α_2 são contrários ao esperado, uma vez que ao serem menores que zero ($\alpha_2 < 0$), demonstram que os ganhos passam a ser um componente transitório do resultado e nos períodos subsequentes tendem a ser revertidos. Assim, utilizando-se o modelo de BS (2005a) não se pode inferir que a informação contábil das empresas seja conservadora.

No que tange ao conservadorismo mensurado pelo modelo de BS (2005a) a partir de 2002, verifica-se que a variável “ $A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$ ” não apresentou coeficiente significativo, mesmo ao nível de 10% de significância. Dessa forma, também pode-se dizer que não há indícios de que, a partir de 2002 (ano de promulgação da SOX), houve aumento do conservadorismo contábil das empresas que emitiram ADR antes de 2002. Esse resultado sugere a rejeição da hipótese do trabalho.

Após análise dos resultados dos dois modelos, Basu (1997) e BS (2005a), observa-se que o modelo de Basu (1997) parece conseguir captar indícios de conservadorismo a partir de 2002, ao contrário do Modelo de BS (2005a) que não captou o conservadorismo contábil.

Contudo, apesar dos resultados apresentados no modelo de Basu (1997), só pode-se afirmar que ocorreu aumento do conservadorismo pela SOX, e não por outros motivos econômicos intrínsecos ao período 2002 a 2006, na apuração dos resultados no capítulo 6.2, caso a *dummy* “ $ADR_{i,t}$ ” seja significativa.

6.1.3 Análise dos Resultados do *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)

Apresenta-se na tabela 5, os resultados das regressões estimadas em painel pelo *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005) para as empresas que emitiram ADR antes de 2002.

Observa-se que nos resultados da regressão estimada em painel, o sinal do coeficiente α_1 está negativo, assumindo a correlação negativa em função do comportamento dos *accruals* total, em linha com o trabalho de Ball e Shivakumar (2005b).

Contudo, em relação ao gerenciamento de resultados mensurado pelo modelo do *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b) a partir de 2002, verifica-se que a variável “ $A_{i,t}$ ” não apresentou coeficiente significativo, mesmo ao nível de 10%.

Dessa forma, pode-se dizer que não há indícios de que, a partir de 2002, as empresas que emitiram ADR antes de 2002 reduziram o nível de *accruals* discricionários. Esse resultado também sugere a rejeição da hipótese do trabalho.

6.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DE TODAS AS EMPRESAS BRASILEIRAS

Analisa-se, nos tópicos a seguir, os resultados dos três modelos estimados em painel a partir de amostra que contém todas as empresas brasileiras.

6.2.1 Análise dos Resultados do Modelo de Basu (1997)

Na tabela 6, apresenta-se os resultados das regressões estimadas em painel pelo Modelo de Basu (1997) para todas as empresas que compõem a amostragem final.

Novamente, observa-se que as variáveis “ $D_{i,t}$ ” e “ $D_{i,t} \cdot R_{i,t}$ ”, assim como nos resultados apresentados na tabela 9, não revelaram coeficientes α_1 e α_3 significativos, respectivamente, mesmo ao nível de significância de 10%. Assim, não se pode inferir que a informação contábil das empresas brasileiras seja conservadora utilizando-se o modelo de Basu (1997).

No que tange ao impacto a partir de 2002 sobre o conservadorismo de Basu (1997), verifica-se que a variável “ $A_{i,t} \cdot D_{i,t} \cdot R_{i,t}$ ” apresentou coeficiente significativo ao nível de 5%. Dessa forma, também se pode dizer que há indícios de que a informação contábil, de todas as empresas que compõem a amostra final, se tornou mais conservadora a partir de 2002.

Já a variável “ $ADR_{i,t} \cdot A_{i,t} \cdot D_{i,t} \cdot R_{i,t}$ ”, que mensura impacto adicional sobre as empresas que emitem ADR, não apresentou coeficiente significativo mesmo ao nível de 10%. Isso sugere que o indício de aumento no conservadorismo contábil a partir do ano de 2002 efetivamente não ocorreu pelo impacto da SOX e sim por outros motivos econômicos do mercado brasileiro no período que compreende os anos de 2002 a 2006. Esse resultado sugere a rejeição da hipótese do trabalho.

6.2.2 Análise dos Resultados do Modelo de BS (2005a)

Apresenta-se na tabela 6 os resultados das regressões estimadas em painel pelo modelo de BS (2005a) para todas as empresas que compõem a amostragem final.

Observa-se nos resultados, que as variáveis “ $VLPA_{i,t-1}$ ” e “ $VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$ ”, revelaram coeficientes α_2 e α_3 não significativos, respectivamente, mesmo ao nível de significância de 10%. Assim, utilizando-se o modelo de BS (2005a) não se pode inferir que a informação contábil das empresas brasileiras seja conservadora.

No que tange ao impacto das empresas que emitem ADR sobre o conservadorismo de BS (2005a), verifica-se que o resultado do coeficiente α_6 é contrário ao esperado, uma vez que ao ser menor que zero ($\alpha_2 < 0$), demonstra que os ganhos passam a ser um componente transitório do resultado e nos períodos subseqüentes tendem a ser revertidos.

Verifica-se que tanto em relação ao impacto a partir do ano de 2002, quanto ao impacto das empresas que emitem ADR, as variáveis “ $A_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$ ”, “ $A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$ ” e “ $ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$ ” não apresentaram coeficientes α_4 , α_5 e α_7 , respectivamente, significativos mesmo ao nível de 10% de significância.

Dessa forma, também pode-se dizer que não há indícios de que a informação contábil das empresas brasileiras se tornou mais conservadora depois da SOX.

Portanto, pode-se afirmar que efetivamente não ocorreu aumento do conservadorismo depois da promulgação da SOX, também em relação aos

resultados apresentados no modelo de BS (1997). Isso sugere a rejeição da hipótese do trabalho.

6.2.3 Análise dos Resultados do *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)

Apresenta-se na tabela 6 os resultados da regressão estimada em painel pelo *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b) para todas as empresas que compõem a amostragem final.

Observa-se que nos resultados, o sinal do coeficiente α_1 está negativo, assumindo a correlação negativa em função do comportamento dos *accruals* total, em linha com o trabalho de Ball e Shivakumar (2005b).

Em relação tanto ao impacto a partir do ano de 2002, quanto ao impacto adicional específico sobre as empresas que emitem ADR, verifica-se que as variáveis " $A_{i,t}$ " e " $ADR_{i,t} * A_{i,t}$ " não apresentam coeficientes α_2 e α_3 significativos, respectivamente, mesmo ao nível de 10%.

Dessa forma, pode-se dizer que não há indícios de redução do nível de *accruals* discricionários a partir de 2002, tanto nas empresas com ADR quanto para todas as empresas que compõem a amostra final. Esse resultado sugere a rejeição da hipótese do trabalho.

Tabela 5: Resultados das regressões – Amostra só com empresas com ADR

Modelo de Basu (1997)				
Equação (1): $LPA_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	Coefficiente	P-value	Erro Padrão Robusto	Teste t
$\alpha_1 D_{i,t}$	0,008	0,865	0,047	0,17
$\alpha_2 R_{i,t}$	0,176	0,092*	0,103	1,70
$\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$	0,389	0,174	0,284	1,37
$\alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t}$	0,047	0,039**	0,022	2,10
Modelo de BS (2005a)				
Equação (2): $VLPA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_2 VLPA_{i,t-1} + \alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	Coefficiente	P-value	Erro Padrão Robusto	Teste t
$\alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	1,769	0,000***	0,180	9,83
$\alpha_2 VLPA_{i,t-1}$	-0,269	0,029**	0,121	-2,22
$\alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	-0,131	0,006**	0,046	-2,84
$\alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	-0,026	0,848	0,136	-0,19
$\alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	0,033	0,150	0,023	1,45
Cash Flow Model (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)				
Equação (5): $ACT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t} + \alpha_2 A_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	Coefficiente	P-value	Erro Padrão Robusto	Teste t
$\alpha_1 FCO_{i,t}$	-0,402	0,000***	0,063	-6,39
$\alpha_2 A_{i,t}$	0,007	0,369	0,007	0,90

Fonte: Elaborado pelo autor. Obs: ***Significância estatística de 1%; **Significância estatística de 5%; *Significância estatística de 10%.

Tabela 6: Resultados das regressões – Amostra com todas as empresas brasileiras

Modelo Adaptado de Basu (1997)				
Equação (6): $LPA_{i,t}/P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} + \alpha_2 R_{i,t} + \alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} + \alpha_5 ADR_{i,t} * A_{i,t} * D_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
	Coefficiente	P-value	Erro Padrão Robusto	Teste t
$\alpha_1 D_{i,t}$	0,333	0,143	0,227	1,47
$\alpha_2 R_{i,t}$	0,887	0,101	0,540	1,64
$\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$	-0,619	0,121	0,399	-1,55
$\alpha_4 A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t}$	2,331	0,054*	1,208	1,93
$\alpha_5 ADR_{i,t} * A_{i,t} * D_{i,t} * R_{i,t}$	-1,423	0,405	0,076	-0,83

Modelo Adaptado de BS (2005a)				
Equação (7): $VLPA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_2 VLPA_{i,t-1} + \alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \alpha_6 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} + \alpha_7 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
	Coefficiente	P-value	Erro Padrão Robusto	Teste t
$\alpha_1 D_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	1,400	0,000***	0,081	17,20
$\alpha_2 VLPA_{i,t-1}$	-0,169	0,103	0,103	-1,63
$\alpha_3 VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	-0,049	0,115	0,031	-1,58
$\alpha_4 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	-0,115	0,466	0,157	-0,73
$\alpha_5 A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	0,021	0,473	0,029	0,72
$\alpha_6 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1}$	-0,063	0,483	0,089	-0,70
$\alpha_7 ADR_{i,t} * A_{i,t} * VLPA_{i,t-1} * D_{i,t} * VLPA_{i,t}$	0,005	0,703	0,014	0,38

Cash Flow Model (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b)				
Equação (8): $ACT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t} + \alpha_2 A_{i,t} + \alpha_3 ADR_{i,t} * A_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
	Coefficiente	P-value	Erro Padrão Robusto	Teste t
$\alpha_1 FCO_{i,t}$	-0,173	0,006***	0,0633	-2,73
$\alpha_2 A_{i,t}$	0,005	0,382	0,006	0,88
$\alpha_3 ADR_{i,t} * A_{i,t}$	-0,051	0,534	0,008	-7,71

Fonte: Elaborado pelo autor. Obs: ***Significância estatística de 1%; **Significância estatística de 5%; *Significância estatística de 10%.

7. CONCLUSÃO

Procurou-se investigar nesse trabalho, o impacto da SOX no conservadorismo das demonstrações contábeis das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002. Em suma, analisou-se a assimetria de reconhecimento de boas e más notícias e os níveis de gerenciamento de resultado das empresas sujeitas a SOX, antes e após sua promulgação.

A base econométrica são os modelos de Basu (1997) e BS (Ball e Shivakumar, 2005a), que permitem verificar o conservadorismo contábil, e de *Cash Flow* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b), outra *proxy* de conservadorismo utilizada para analisar o grau dos *accruals* discricionários. A utilização dos modelos como medida de conservadorismo está em linha com Watts (2003.b).

Os resultados utilizando-se os modelos de BS (2005a) e o *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b), tanto em relação ao impacto no conservadorismo a partir de 2002, quanto ao impacto devido a emissão de ADR, não foram significativos indicando que não houve aumento do conservadorismo contábil após a implementação da SOX.

Apesar dos resultados em relação ao modelo de Basu (1997) apresentarem indícios de conservadorismo a partir de 2002, em função do coeficiente significativo da *dummy* “ANO”, tanto para as empresas que emitiram ADR antes de 2002, quanto para todas as empresas brasileiras, o termo “ADR*ANO” não apresentou coeficiente significativo mesmo ao nível de 10%. Isso indica que o aumento no conservadorismo contábil a partir de 2002, efetivamente não ocorreu pelo impacto da SOX e sim por outros motivos econômicos do mercado brasileiro no período de 2002 a 2006.

Observa-se que dos três modelos estimados em painel e utilizados como medida de conservadorismo, bem como a SOX utilizada como *proxy* de legislação, dois, BS (2005a) e *Cash Flow Model* (BALL e SHIVAKUMAR, 2005b), não foram capazes de captar qualquer grau de conservadorismo. Isso sugere que os demonstrativos contábeis das empresas brasileiras não apresentam essa característica qualitativa.

Tais resultados podem ter sido influenciados pelo fato do mercado brasileiro ser classificado como *code law*, ser menos desenvolvido e apresentar controle acionário concentrado.

Contudo, estão em linha com as afirmações de Siegel (2005) de que o arcabouço legal que envolve as ADR não tem influência sobre a administração das empresas estrangeiras, não sendo capaz de aumentar o conservadorismo no resultado contábil.

Há indícios de que a SOX, apesar de introduzir severas regras de governança corporativa, regulamentar a criação dos comitês de auditoria, assegurar maior independência na atuação da auditoria externa e aumentar o custo de litígio, não foi capaz de aumentar o conservadorismo contábil nas empresas brasileiras. Devido a tais indícios, recomenda-se a rejeição da hipótese do trabalho.

Com base nos resultados, sugere-se a replicação desse estudo em outros países, principalmente naqueles classificados como *code law*, e a investigação dos efeitos econômicos que motivaram o aumento do conservadorismo contábil estimados pelo modelo de Basu (1997) no período de 2002 a 2006.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, Gustavo A. **Impacto da Adesão aos Níveis de Governança da BOVESPA na Qualidade da Informação Contábil: Uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel**. Vitória, 2007. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Dezembro de 2007.

BALL, R.; KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. ***The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings***. Agosto, 2000. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 16 ago. 2006.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. ***Earnings Quality in U.K. Private Firms***. April, 2005a. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 14 jun. 2007.

_____; SHIVAKUMAR, L. ***The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition***. 2005b. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 28 jan. 2007.

BARTON, Jan. ***Does the use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions?*** 2000. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 10 abr. 2007.

BASU, Sudipta. ***The Conservatism Principle and the Asymmetric timeliness of Earnings***. *Journal of Accounting and Economics*, n.24, p.3-37, 1997.

BEAVER, W.H. ***Conservatism***. *Working paper*, Stanford University, San Francisco, CA, 1993.

BRYAN, Stephen; LILIEN, Steven. ***Characteristics of Firms with Material Weaknesses in Internal Control: An Assessment of Section 404 of Sarbanes Oxley***. 2007. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 20 mar. 2008.

COELHO, Antonio Carlos; LIMA, Iran Siqueira. ***Qualidade Informacional e Conservadorismo nos Resultados Contábeis Publicados no Brasil***. Revista Contabilidade & Finanças – USP, São Paulo, vol. 18, nº 45, p.38-49, 2007.

COFFEE, J. Jr. ***The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications***. *Northwestern Law Review* 93, 641-707, 1999.

COSTA, Fabio Moraes; ALMEIDA, Juan C.G.; SCALZER, Rodrigo S. ***Níveis Diferenciado de Governança Corporativa da Bovespa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas Listadas na***

Bovespa. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2006.

COSTA, Fabio Moraes; COSTA, Alessandra C. de Oliveira. **Um Estudo da Aplicação do Conservadorismo em Cinco Países da América do Sul.** In: XXIX ENANPAD, Brasília, 2005.

DEFOND, Mark L.; FRANCIS, Jere R. ***Audit Research After Sarbanes-Oxley.*** *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 24, Supplement, pp. 5-30, 2005. .

DOWNES, John; GOODMAN, Jordan Eliot. **Dicionário de Termos Financeiros e de Investimentos.** Tradução Ana Rocha Tradutores Associados, São Paulo: Nobel, 1993.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. ***A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting.*** 1998. Disponível em: <<http://proquest.com/>>. Acesso em: 23 jan. 2006.

JAIN, Pankaj K.; REZAEE, Zabihollah. ***The Sarbanes-Oxley act of 2002 and Accouting Conservatism,*** 2004. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 18 nov. 2006.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. ***Earnings Management and Investor Protection: an International Comparison.*** *Journal of Financial Economics* 69, 2003.

LOBO, Gerald J.; ZHOU, Jian. ***Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Inicial Evidence.*** *Accouting Horizons*, Volume 20 number 1 (March): 57-73, 2006.

LOPES, Alexsandro Broedel. **Uma Contribuição ao Estudo da Relevância 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; COELHO, Antonio Carlos. **Avaliação da Prática de Apropriação Discricionária na Apuração de Lucro por Companhias Abertas Brasileiras conforme seu Grau de Alavancagem.** In: XXIX ENANPAD, Brasília, 2005.

LUBBERINK, M.; HUIJGEN, C. A. ***Wealth Based Explanation for Earnings Conservatism.*** November, 2000.

_____; ***Cross-Listing in US Markets and Conservatism: Does Types of Listing Matter?*** 2006. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 12 jul. 2006.

MARTINEZ, Antônio L. **“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.

MCNICHOLS, Maureen; WILSON, G. Peter. ***Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts***. *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 1-31, 1988.

MITTON, Todd. ***A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis***. *Journal of Financial Economics* 64, pp. 215-241, 2002.

OGNEVA, Maria; SUBRAMANYAM, K.R.; RAGHUNANDAN, K. ***Internal Control Weakness and Cost of Equity: Evidence from SOX Section 404 Disclosures***. 2006. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 20 mar. 2008.

OLIVEIRA, Marcelle Colares; COSTA, Patrícia Pena. **O Comitê de Auditoria nas Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo Multicaso**. In: 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2005.

PALEPU, K. G.; HEALY, Paul M. ***The Fall of Enron***. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No 2, pp.3-26, 2003.

PAULO, Edilson; ANTUNES, M. T. Pompa; FORMIGONI, Henrique. **Estudo sobre o Conservadorismo nas Companhias Abertas e Fechadas Brasileiras**. In: XXX ENANPAD, Salvador, 2006.

RESE, W.; WEISBACH, M. ***Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings***. *Journal of Financial Economics* 66, pp. 65-104, 2002.

SARLO NETO, Alfredo; LOPES, Alexsandro Broedel; LOSS, Lenita. **O Impacto da Regulamentação sobre a Relação entre o Lucro e Retorno das Ações das Empresas dos Setores Elétrico e Financeiro no Brasil**. In: XXVI ENANPAD, Salvador, 2002.

SIEGEL, Jordan. ***Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U.S. Securities Laws?*** *Journal of Financial Economics* 75 (2005) 319-359.

STEWART, Jean Anne; FAVATO, Giampiero. ***Compliance in the supply chain: the present and future implications of Sarbanes-Oxley for UK businesses***. 2007. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 20 mar. 2008.

TUKAMOTO, Yhurika S. **Contribuição ao Estudo do Gerenciamento de Resultados: uma Comparação das Companhias Abertas Brasileiras Emissoras de ADR e não Emissoras de ADRs**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado 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, v. 33, n. 2, p. 353-367, Outubro de 1995.

UNITED STATES. Congress American. ***Law Sarbanes-Oxley***. July, 2002. Disponível em: <<http://news.findlaw.com/>>. Acesso em: 07 dez. 2006.

WATTS, R.L. ***Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications***. *Accounting Horizons* 17 (3): 207-221, 2003a.

_____. ***Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities***. *Accounting Horizons* 17 (4): 287-301, 2003b. Disponível em: <<http://proquest.com/>>. Acesso em: 27 nov. 2006.

ANEXOS

1. EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA FINAL

Quadro 1: Empresas que compõe a amostra final no período de 1996 a 2006

Nº	Empresas	Emitiram ADR
1	Acesita	Não
2	Alfa Consorc	Não
3	Alfa Holding	Não
4	Alpargatas	Não
5	Ambev	Sim
6	Ampla Energ	Não
7	Aracruz	Sim
8	Arcelor BR	Não
9	Bardella	Não
10	Bombril	Não
11	Brasil Telec	Não
12	Braskem	Sim
13	Celesc	Não
14	Cemig	Sim
15	Confab	Não
16	Copesul	Não
17	Coteminas	Não
18	Dixie Toga	Não
19	Duratex	Não
20	Eletrobras	Sim
21	Estrela	Não
22	Eternit	Não
23	Ferbasa	Não
24	Forjas Taurus	Não
25	Fosfertil	Não
26	Fras-Le	Não
27	Gerdau	Sim
28	Gerdau Met	Não
29	Guararapes	Não
30	Iochp-Maxion	Não

Nº	Empresas	Emitiram ADR
31	Ipiranga Dis	Não
32	Ipiranga Pet	Não
33	Ipiranga Ref	Não
34	Itausa	Não
35	Itautec	Não
36	Klabin S/A	Não
37	Light S/A	Não
38	Lojas Americ	Não
39	M G Poliest	Não
40	Magnesita	Não
41	Mangels Indl	Não
42	Marcopolo	Não
43	Metal Leve	Não
44	Metisa	Não
45	Minupar	Não
46	P.Acucar-CBD	Não
47	Petrobras	Sim
48	Pettenati	Não
49	Randon Part	Não
50	Sadia S/A	Não
51	Sid Nacional	Sim
52	Souza Cruz	Não
53	Suzano Papel	Não
54	Telesp	Sim
55	Trafo	Não
56	Unipar	Não
57	Usiminas	Não
58	V C P	Não
59	Vale R Doce	Não
60	Wlm Ind Com	Não

2. EMPRESAS QUE EMITIRAM ADR, MAS QUE FORAM EXCLUÍDAS DA AMOSTRA FINAL

Quadro 2: Empresas que compõe a amostra inicial no período de 1994 a 2006

Empresas	Ano de emissão	Ano da última negociação	Início	Fim
Ambev	1997	ainda em negociação	4/6/1997	17/7/2007
Aracruz	1995	ainda em negociação	21/9/1995	17/7/2007
Bco Itau Hold Finan	1998	ainda em negociação	17/12/1998	17/7/2007
Bradesco	2001	ainda em negociação	21/11/2001	17/7/2007
Brasil T Par	1998	ainda em negociação	16/11/1998	17/7/2007
Brasil Telecom	2001	ainda em negociação	16/11/2001	17/7/2007
Braskem	1998	ainda em negociação	22/12/1998	17/7/2007
Cemig	1997	ainda em negociação	4/9/1997	17/7/2007
Cesp	1999	2006	22/10/1999	3/4/2006
Copel	1997	ainda em negociação	30/7/1997	17/7/2007
Eletrobras	1999	ainda em negociação	31/8/1999	17/7/2007
Embraer	2000	ainda em negociação	21/7/2000	17/7/2007
Embratel Part	1998	ainda em negociação	16/11/1998	20/4/2007
Gerdau	1999	ainda em negociação	10/3/1999	17/7/2007
Net	1996	ainda em negociação	1/11/1996	17/7/2007
Pao de Acucar	1997	ainda em negociação	2/6/1997	17/7/2007
Perdigao	2000	ainda em negociação	22/11/2000	17/7/2007
Petrobras	2000	ainda em negociação	10/8/2000	17/7/2007
Sadia	2001	ainda em negociação	11/4/2001	17/7/2007
Sid Nacional	1997	ainda em negociação	14/11/1997	17/7/2007
Tele Centroeste Cel	1998	2006	17/11/1998	30/3/2006
Tele Leste Celular	1998	2006	17/11/1998	30/3/2006
Tele Nordeste Celul	1998	2004	17/11/1998	30/8/2004
Tele Norte Celular	1998	ainda em negociação	17/11/1998	17/7/2007
Tele Sudeste Celula	1998	2006	17/11/1998	30/3/2006
Telemar-Tele NL Par	1998	ainda em negociação	17/11/1998	17/7/2007
Telemig Celul Part	1998	ainda em negociação	17/11/1998	17/7/2007
Telesp	1998	ainda em negociação	17/11/1998	17/7/2007
Tim Participacoes	1998	ainda em negociação	16/11/1998	17/7/2007
Ultrapar	1999	ainda em negociação	7/10/1999	17/7/2007
Unibanco	1997	ainda em negociação	4/6/1997	17/7/2007
Vale Rio Doce	2000	ainda em negociação	21/6/2000	17/7/2007
Vivo Part	1998	ainda em negociação	17/11/1998	17/7/2007
Votorantim C P	2000	ainda em negociação	14/4/2000	17/7/2007

Quadro 3: Empresas que estão fora da amostra no período de 1994 a 2006

Empresas	Ano de emissão	Ano da última negociação	Início	Fim
CPFL Energia	2004	2007	29/9/2004	17/7/2007
Gafisa	2007	2007	16/3/2007	12/6/2007
Gol	2004	2007	24/6/2004	17/7/2007
Sabesp	2002	2007	10/5/2002	17/7/2007
TAM	2006	2007	10/3/2006	17/7/2007
Telebras	1995	1998	9/11/1995	29/7/1998

Quadro 4: Empresas que trocaram o tipo de ADR emitidas durante o período de 1994 a 2006

Empresas	Ano de emissão	Ano da última negociação	Início	Fim
Ambev	1997	2007	4/6/1997	17/7/2007
Ambev	2001	2006	28/3/2001	8/8/2006
Bco Itau Hold Finan	1998	2002	17/12/1998	29/10/2002
Bco Itau Hold Finan	2002	2007	21/2/2002	17/7/2007
Eletrobras	1999	2007	31/8/1999	17/7/2007
Eletrobras	2000	2007	15/11/2000	17/7/2007
Embraer	2000	2006	21/7/2000	2/6/2006
Embraer	2006	2007	5/6/2006	17/7/2007
Perdigao	2000	2006	22/11/2000	11/4/2006
Perdigao	2006	2007	12/4/2006	17/7/2007
Petrobras	2000	2007	10/8/2000	17/7/2007
Petrobras	2001	2007	28/9/2001	17/7/2007
Petrobras	2006	2007	27/4/2006	17/7/2007
Petrobras	2006	2007	2/5/2006	13/7/2007
Vale Rio Doce	2000	2007	21/6/2000	17/7/2007
Vale Rio Doce	2002	2007	15/4/2002	17/7/2007