

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

PAULO SÉRGIO PEREIRA DA ROCHA JÚNIOR

**CONSERVADORISMO E GERENCIAMENTO
DE RESULTADOS: UM ESTUDO SOBRE AS
EMISSORAS DE ADR BRASILEIRAS**

São Paulo

2014

PAULO SÉRGIO PEREIRA DA ROCHA JÚNIOR

**CONSERVADORISMO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS:
UM ESTUDO SOBRE AS EMISSORAS DE ADR BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Peters

São Paulo

2014

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Taiguara de Freitas Langrafe

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

R672c

Rocha Júnior, Paulo Sérgio Pereira da

Conservadorismo e gerenciamento de resultados: um estudo sobre as emissoras de ADR brasileiras / Paulo Sérgio Pereira da Rocha Júnior. - - São Paulo, 2014.

154 f.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Peters.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Mercado financeiro 2. Mercado de capitais 3. Mercado de ações 4. Ambiente organizacional

CDD 332.6

PAULO SÉRGIO PEREIRA DA ROCHA JÚNIOR

**CONSERVADORISMO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS:
UM ESTUDO SOBRE AS EMISSORAS DE ADR BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Antonio Benedito Silva Oliveira

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC SP

Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 18 de agosto de 2014.

***À minha eterna namorada,
Fernanda Decarli Correa Rocha,
que tanto apoia e incentiva meus sonhos.
Dedico esta realização a você meu amor,
minha parceira e cúmplice!***

AGRADECIMENTO

A Deus por permitir que eu realize todos meus sonhos, sou muito grato e feliz por tudo isso!

A minha mãe Rosa Maria Valério, exemplo de força, mostrou-me que para enfrentar os desafios diários é necessário muito amor e dedicação.

Ao meu pai Paulo Rocha, visionário e criativo, que me ensinou a sonhar alto e a acreditar que sempre é possível recomeçar.

Aos meus irmãos e minha irmã por fazerem parte da minha vida, por me impulsionar a ser uma pessoa melhor.

Aos incentivadores Cajá (José Onofre Correa) e Ivete Maria Decarli Correa que sempre contribuíram com importantes orientações ao longo destes anos.

Ao amigo Capitão (Claudio Cesar Neves Epiphanio) que um dia me disse: *aprenda tudo que puder sobre gestão, direito e finanças!!!*

Ao meu orientador, professor Dr. Marcos Peters, pelas orientações. Verdadeira satisfação tê-lo como orientador. Pela sua competência, humildade e por tudo o que é como profissional e como pessoa.

Aos professores Edson Barbero e Antonio Oliveira pelos ensinamentos e importantes contribuições para a consecução do presente estudo.

A todos os colegas do mestrado, em especial ao Peterson Carlos Pirola, grande amigo e parceiro de trincheira, o qual sempre estava disposto a me auxiliar a superar os obstáculos nas horas mais difíceis.

As pessoas que, pelo mútuo aprendizado da vida, durante a convivência, no campo profissional e pessoal, auxiliaram-me nos meus projetos.

O mercado precisa de controle e não de intervenção.

Não existe mercado sem nenhum controle.

Delfim Netto

RESUMO

Este trabalho investigou a capacidade que a listagem dupla, por meio da emissão de ADR (*American Depositary Receipt*), tem para alterar a influência do ambiente institucional no poder discricionário. Diversos fatores econômicos são apontados para justificar os investimentos em programas de ADRs. Por outro lado, este estudo objetiva compreender se a listagem dupla é um canal de influência no conservadorismo. Trata-se de pesquisa *ex-post-facto* que busca observar nas emissoras de ADRs brasileiras um comportamento mais conservador do que o das demais empresas negociadas na BOVESPA, entre o período de 2008 a 2013. Utilizou-se o modelo econométrico de Basu (1997) para mensurar o grau de conservadorismo. Este modelo avalia se o lucro divulgado incorpora más notícias mais rapidamente do que as boas notícias, considerando como *proxy* para as más notícias o retorno negativo das ações. Com isto, testa-se a relação do lucro divulgado com o retorno simples das ações. Verificou-se com a aplicação do referido modelo que existem sinais de que as emissoras de ADRs brasileiras são mais conservadoras, mesmo quando adotam práticas de gerenciamento de resultados (ECKEL, 1981). Os resultados, no entanto, não apresentam significância estatística.

Palavras-chave: Ambiente institucional. Conservadorismo. Gerenciamento de resultados. American depositary receipt. Listagem dupla.

ABSTRACT

This paper investigated the ability of the cross listing, through the issuance of ADR (American Depositary Receipt), to change the influence of the institutional environment in discretionary power. Several economic factors are mentioned to justify investments in ADR programs. Moreover, this study seeks to understand if the cross listing is a channel of influence in conservatism. It is an ex-post-facto research that seeks to observe in Brazilian ADRs issuers a behavior more conservative than in the rest of the companies traded on BOVESPA, between the period of 2008 to 2013. The econometric model of Basu (1997) was used to measure the degree of conservatism. This model evaluates whether reported earnings incorporate bad news faster than good news, considering as a proxy for the bad news the negative stock returns. Therefore, we test the relationship of reported earnings with simple stock returns. It was found with the application of the model that there are signs that Brazilian ADRs issuers are more conservative, even when they adopt practices of earnings management (ECKEL, 1981). The results, however, do not show statistical significance.

Key-words: Institutional environment. Conservatism. Earnings management. American depositary receipt. Cross-list.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

ILUSTRAÇÃO 01 – Canais de influência do conservadorismo	27
ILUSTRAÇÃO 02 – Fatores determinantes da qualidade da informação contábil	41
ILUSTRAÇÃO 03 – Distribuição Mundial do Regime Jurídico	50
ILUSTRAÇÃO 04 – Motivações das escolhas contábeis	72
ILUSTRAÇÃO 05 – Limites entre o gerenciamento de resultados e a fraude	80
ILUSTRAÇÃO 06 – Tipos de gerenciamento de resultado (<i>income smoothing</i>) ...	82
ILUSTRAÇÃO 07 – Relação gerenciamento de resultados e conservadorismo ...	83
ILUSTRAÇÃO 08 – Mecanismo de compra de ações através de ADRs do Nível I	87
ILUSTRAÇÃO 09 – Estrutura do Projeto de Dissertação	97
ILUSTRAÇÃO 10 – Área Cinzenta do modelo Eckel (1981)	103
ILUSTRAÇÃO 11 – Comportamento da receita média e do lucro médio	114
ILUSTRAÇÃO 12 – Comportamento da variação média da receita e do lucro ...	115
ILUSTRAÇÃO 13 – AMBEV – Comportamento dos resultados	117
ILUSTRAÇÃO 14 – GERDAU – Comportamento dos resultados	117
ILUSTRAÇÃO 15 – ELETROBRAS – Comportamento dos resultados.....	118
ILUSTRAÇÃO 16 – VALE – Comportamento dos resultados.....	118
ILUSTRAÇÃO 17 – GOL – Comportamento dos resultados	119
ILUSTRAÇÃO 18 – PETROBRAS – Comportamento dos resultados.....	119
ILUSTRAÇÃO 19 – BRASKEN – Comportamento dos resultados.....	120
ILUSTRAÇÃO 20 – COPEL – Comportamento dos resultados	121
ILUSTRAÇÃO 21 – OI – Comportamento dos resultados	121
ILUSTRAÇÃO 22 – TELEFONICA – Comportamento dos resultados	122
ILUSTRAÇÃO 23 – CDB – Comportamento dos resultados	122
ILUSTRAÇÃO 24 – CEMIG – Comportamento dos resultados	123

LISTA DE QUADROS

QUADRO 01 – Propriedades das Informações Contábeis.....	39
QUADRO 02 – Diferenças para Contabilidade (Common Law x Civil Law).....	54
QUADRO 03 – Títulos da Lei Sarbanes-Oxley 2002.....	58
QUADRO 04 – Principais Termos da Legislação	59
QUADRO 05 – Resumo do Conteúdo da Sarbanes-Oxley	61
QUADRO 06 – Práticas e discricionariedade nas normas contábeis	71
QUADRO 07 – Pesquisas Empíricas Brasileiras sobre Conservadorismo.....	73
QUADRO 08 – Críticas ao Conservadorismo.....	75
QUADRO 09 – Fatores Motivados para Conservadorismo	77
QUADRO 10 – Resumo das Modalidades de Gerenciamento de Resultados	82
QUADRO 11 – Motivações para o Gerenciamento de Resultados	85
QUADRO 12 – Principais incentivos para aquisição/emissão de ADRs	88
QUADRO 13 – Principais tipos de ADRs (vantagens e desvantagens)	89
QUADRO 14 – Empresas que emitiram ADR antes de dezembro/2008.....	100
QUADRO 15 – Resumo dos Coeficientes do Modelo de Basu (1997).....	108
QUADRO 16 – Distribuição das amostras conforme classificação	125

LISTA DE TABELAS

TABELA 01 – Coleta de Dados (Amostragem Inicial)	99
TABELA 02 – Coleta de Dados (Amostragem Final).....	100
TABELA 03 – Estatística descritiva dos valores absolutos	111
TABELA 04 – Resultado do IA por emissoras de ADR	112
TABELA 05 – Resultado do IA por emissoras classificada como GR	116
TABELA 06 – Resultado do IA por emissoras classificada como NGR.....	120
TABELA 07 – Classificação Final das Emissoras de ADR.....	123
TABELA 08 – Estatística descritiva – Amostra “Geral”.....	126
TABELA 09 – Estatística descritiva – Amostra “A”	127
TABELA 10 – Estatística descritiva – Amostra “B”	128
TABELA 11 – Estatística descritiva – Amostra “C”.....	129
TABELA 12 – Correlação entre as variáveis do modelo	131
TABELA 13 – Resultado do modelo Basu (1997) original para amostra “geral” .	132
TABELA 14 – Resultado da regressão para amostra “A” (Modelo Alternativo)...	133
TABELA 15 – Resultado da regressão para amostra “B” (Modelo Alternativo)...	135
TABELA 16 – Resultado da regressão para amostra “C” (Modelo Alternativo)...	135

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPES	Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	<i>Chief Financial Officer</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
GR	Gerenciadora de Resultados
IA	Índice de Alisamento - Eckel (1981)
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
LPA	Lucro/Prejuízo por ação
MPA	Mestrados Profissionais em Administração
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NGR	Não Gerenciadora de Resultados
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	<i>Sarbanes-Oxley</i>
RS	Retorno Simples da Ação

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 PROBLEMATIZAÇÃO	13
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	21
1.3 HIPÓTESES E FUNDAMENTOS	22
1.3.1 HIPÓTESE 1	22
1.3.2 HIPÓTESE 2	24
1.4 OBJETIVOS	24
1.5 METODOLOGIA	25
1.6 CANAIS DE INFLUÊNCIA (VARIÁVEIS)	26
1.7 RELEVÂNCIA	27
1.8 CONTRIBUIÇÕES	29
1.9 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	32
2 REFERENCIAL TEÓRICO	33
2.1 INFORMAÇÃO CONTÁBIL	33
2.1.1 RELEVÂNCIA NO MERCADO DE CAPITAIS	33
2.1.2 PROPRIEDADES E QUALIDADE DA INFORMAÇÃO	38
2.1.3 FATORES DETERMINANTES DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO	40
2.2 AMBIENTE INSTITUCIONAL	47
2.2.1 RELAÇÃO COM A DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES AO MERCADO	47
2.2.2 O PAPEL DO REGIME JURÍDICO: <i>COMMON LAW E CIVIL LAW</i>	49
2.2.3 <i>SARBANES-OXLEY</i> - PROTEÇÃO EXTRA AOS INVESTIDORES	55
2.3 PODER DISCRICIONÁRIO DO ADMINISTRADOR	69
2.3.1 DISCRICIONARIEDADE NA PRÁTICA DA CONTABILIDADE	69

2.3.3 CONSERVADORISMO	72
2.3.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	79
2.4 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT	86
2.4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E IMPORTÂNCIA.....	86
2.4.2 EFEITO DISCIPLINADOR DA EMISSÃO DE ADR.....	93
3 METODOLOGIA	96
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS	98
3.2 MODELO ECKEL (1981).....	101
3.3 MODELO BASU (1997).....	104
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	110
4.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS – MODELO ECKEL (1981)	110
4.1.1 RESULTADOS DA APLICAÇÃO DO MODELO DE ECKEL (1981).....	110
4.1.2 ANÁLISE DO COMPORTAMENTO <i>INCOME SMOOTHING</i>	113
4.1.3 AMOSTRA FINAL CLASSIFICADA.....	123
4.2 CONSERVADORISMO – MODELO BASU (1997).....	126
4.2.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	126
4.2.1.1 RESULTADOS DA APLICAÇÃO DO MODELO	130
5 CONCLUSÕES	137
5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS	137
5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO	140
5.3 REVISÃO DAS CONTRIBUIÇÕES PROPOSTAS	141
5.4 REFLEXÕES PARA FUTURAS PESQUISAS.....	141
REFERÊNCIAS.....	143

1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMATIZAÇÃO

Nas últimas décadas, têm-se acompanhado significativas mudanças no ambiente organizacional, no grau de competição e na regulação dos mercados de capitais em todo o mundo.

Complexos mecanismos de governança, de controles e de apuração das informações financeiras vêm sendo impostos às organizações para aumentar a proteção dos agentes econômicos e gerar maior valor ao acionista.

Igualmente, impôs-se aos executivos uma postura e um ritmo diferenciado para atender às expectativas de investidores cada vez mais exigentes e ávidos por melhores retornos financeiros.

Entretanto, além do esforço hercúleo para conduzir o empreendimento aos objetivos empresariais, executivos se deparam muitas vezes com fatores exógenos que influenciam o desempenho organizacional.

Goldszmidt, Brito e Vasconcelos (2007, p. 13) apontam que existem basicamente dois grandes grupos de fatores que influenciam as organizações, sendo os de natureza econômica e institucional. Para estes autores, os fatores econômicos, em tese, podem gradualmente ser anulados pelo crescente processo de globalização e integração dos mercados.

Por outro lado, as organizações são dependentes do ambiente institucional. Neste sentido, acredita-se que o processo de integração entre os mercados não torna irrelevante as fronteiras territoriais (GHEMAWAT, 2003).

O governo, elemento chave do ambiente institucional, influencia as organizações e o mercado. A mão-invisível¹ interfere e participa ativamente, seja por meio da regulação, tributação ou políticas cambiais (MEIRELLES, 2010).

Para Goldszmidt, Brito e Vasconcelos (2007, p. 15) a hipótese de existência de um efeito país no desempenho organizacional é notório, quando observada as teorias e evidências existentes na literatura especializada.

Estudos, como o de La Porta et al. (1998, p. 12), identificaram evidências de que países que adotam o regime jurídico baseado na *civil law*, como o mercado brasileiro, possuem a estrutura de propriedade concentrada e não apresentam uma adequada proteção aos investidores.

Oportuno salientar que, em contraposição ao referido modelo, existe a *common law*, modelo adotado pelos Estados Unidos. Neste tipo de ambiente, a estrutura de propriedade é dispersa e existem elevados padrões de proteção aos investidores, o que torna menor o custo de capital (LA PORTA et al., 1998).

Por outro lado, o ambiente baseado na *civil law* potencializa o risco de expropriação do minoritário e conseqüentemente eleva o custo do capital, tornando as empresas inseridas neste contexto refém desta realidade (SILVEIRA, 2010, p.91).

Brito e Lima (2005, 179) indicam que em mercados, como o brasileiro, o custo de capital de terceiros é maior em decorrência do risco provocado pelas características institucionais do país. Considerado este contexto, as empresas localizadas em países com estas características ineficientes estão fadadas aos elevados custos de capital decorrentes dos riscos relacionados nestes mercados.

Neste sentido, a resposta encontrada por muitas companhias foi por meio do mecanismo denominado de listagem dupla ou *cross-listing* (SILVEIRA, 2010, p. 91).

Para explicar alguns efeitos do fenômeno da listagem dupla, pioneiramente Coffee (1999) e Stulz (1999) estruturaram a *bonding hypothesis*, doravante traduzida como hipótese de comprometimento².

¹ Termo introduzido por Adam Smith em sua obra “A Riqueza das Nações”. Nesta metáfora, o referido autor considera o mercado como uma instituição capaz de convergir os interesses individuais em sociais sem a intervenção do Estado (MATTOS, 2007, p.1).

² Tradução indicada por Silveira (2010, p. 91).

Com base nesta teoria, companhias, localizadas em países com baixo nível de proteção legal aos investidores, buscam por meio da listagem dupla em mercados desenvolvidos sinalizar aos investidores o aprimoramento de seus mecanismos internos de governança e de transparência, conforme os padrões legais impostos por este novo mercado e ambiente institucional.

No geral, a listagem dupla se mostra viável frente ao mercado doméstico, pois as organizações vêm obtendo retornos financeiros positivos em decorrência da redução do custo de capital, da expansão de sua base de acionistas e do aumento de liquidez (DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2004, p. 207).

Ressalta-se ainda que a convergência das organizações aos rígidos padrões de regulação, como o mercado norte-americano, tem possibilitado uma economia substancial dos custos em decorrência de uma grande expansão do número de investidores, como destaca Coffee (1999, p. 136).

Stulz (1999, p.21) observa que:

With the globalization of financial markets, firms from countries with poor protection of minority shareholders that raise funds and list in countries with better protection of minority shareholders expose themselves to legal actions from investors in these countries. As a result, minority shareholders are better protected in these firms. An example of this is the case of Velcro Industries reported by La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999). This firm was incorporated in the Netherlands Antilles and listed on the Montreal Stock Exchange. Two-thirds of the shares were in the hands of the Cripps family which tried to reduce the share price by slashing earnings to buy out minority shareholders cheap. The stock price fell from \$30 in 1998 to \$12 within a year, but rebounded to \$20 in 1999 when the Cripps family made an offer to repurchase minority shares at \$21.

Alguns estudos analisados por Silveira (2010, p.92) indicam que a listagem dupla pode influenciar a redução do custo de capital e conseqüentemente uma maior valorização da empresa no mercado doméstico.

Para Coffee (1999, p. 140), as empresas que procuram crescer em escala global procuram eleger como compromisso formal (*bonding*) os padrões elevados de governança previstos na legislação de mercados desenvolvidos, ofuscando assim o direito codificado do país de origem.

Mesmo que as características do ambiente institucional tenham forte relação com a organização, espera-se que o processo de listagem dupla, neste caso por meio da emissão de *American Depositary Receipt* (ADR), tenha um efeito disciplinador no poder discricionário dos administradores de companhias abertas.

Coffee (1999, p. 91) salienta que as leis federais de valores mobiliários surpreendem os executivos de empresas estrangeiras, pois os dispositivos constantes deste arcabouço jurídico impõem obrigações substanciais sobre os principais dirigentes e outros profissionais envolvidos, como auditores e advogados.

Outro agravante apontado pelo autor é a aplicação (*enforcement*) destes dispositivos quando ocorre a violação. A quebra de confiança perante o mercado em decorrência de disputas nos tribunais americano é um limitador para as empresas.

Neste diapasão, autores como Coffee (1999) e Stulz (1999) sustentam que a listagem dupla provoca melhorias significativas nos mecanismos de governança e ainda aumenta o nível de transparência das informações divulgadas ao mercado.

Corroborando este entendimento, Doidge, Karolyi, Stulz (2004, p. 208) identificaram evidências de que houve melhorias na qualidade da informação divulgada ao mercado após o processo de listagem dupla.

Destaca-se ainda que as leis de valores mobiliários dos Estados Unidos tenham o intuito de reduzir os custos de agência, o que explica em parte o rigor e a tempestividade imposta aos relatórios financeiros (COFFEE, 1999).

Para Lang, Lins e Miller (2003, p. 342) após a listagem dupla no mercado norte-americano as empresa passam a ter uma maior cobertura de analistas e melhores previsões. Isto provoca um aprimoramento no ambiente de informação da firma que tem impactado positivamente no valor da empresa.

Os referidos autores procuraram isolar o efeito do ambiente de informações da empresa, utilizando como *proxy* as características das previsões de analistas especializados, para investigar a relação das mudanças provocadas pela emissão de ADR na qualidade da informação e no aumento do valor de mercado.

Lang, Lins e Miller (2003, p. 342) reforçam também que:

Our findings also are consistent with the literature that links disclosure to the cost of capital. Theoretical research such as Diamond and Verrecchia [1991] and Baiman and Verrecchia [1996] indicates that a commitment to increase transparency will be rewarded with a reduced cost of capital. Our findings that link analyst activity and firm value around cross listing are consistent with these theories and complement recent empirical work such as Leuz and Verrecchia [2000] and Gebhardt, Lee, and Swaminathan [2001].

A qualidade das informações divulgadas ao mercado pode ser influenciada por diversos fatores. Entretanto, para o presente estudo, apropria-se do modelo elaborado por Soderstrom e Sun (2007).

Com base em evidências empíricas encontradas na literatura, os referidos autores desenvolveram o Modelo Geral de Fatores Determinantes da Qualidade da Informação Contábil. Este modelo procura explicar quais variáveis podem influenciar de algum modo às variações das propriedades da informação contábil.

Nesta perspectiva, os referidos autores esperam que fatores, como padrões contábeis, o sistema legal e político e os incentivos à divulgação de demonstrações financeiras tenham alguma influência nas propriedades da informação.

A qualidade das demonstrações pode ser entendida como a função do ambiente institucional onde a empresa está localizada, bem como decorre dos incentivos econômicos percebidos por estas (BALL; ROBIN; WU, 2003).

Coelho, Galdi e Lopes, (2010) ressaltam que no Brasil as empresas não têm incentivos para divulgar informações com qualidade. A baixa proteção aos investidores, assim como a fraca aplicação das penalidades (*enforcement*) são fatores que não contribuem para estimular este comportamento.

A informação é um dos produtos mais importantes para composição das demonstrações financeiras e tomada de decisão. É com base nestes dados que o desempenho organizacional é avaliado.

Observa-se neste contexto que a qualidade da informação é um tema complexo e que abrange diversas dimensões. Nessa área de pesquisa, a literatura especializada estrangeira e nacional é ampla.

Acadêmicos, como Basu (1997), Watts (2003), Martinez (2001), Lobo e Zhou (2006), Carlin e Victor (2010) e Mendonça et al. (2010), empreenderam esforços para analisar os atributos que melhor refletem a qualidade e quais os métodos podem ser empregados para avaliá-las.

Entre os achados acadêmicos, destaca-se o trabalho desenvolvido por Almeida (2010). Em sua tese de doutoramento o autor investiga a influência do ambiente competitivo na qualidade das demonstrações contábeis.

Para tanto, aponta quatro possíveis atributos da informação capazes de capturar o efeito da competitividade, quais sejam: relevância da informação (*value relevance*); tempestividade dos números (*timeliness*); conservadorismo condicional (*conditional conservatism*); e gerenciamento de resultados (*earnings management*).

O referido autor busca evidências de que a competição seja um canal de influência nas informações divulgadas ao mercado, dado o efeito disciplinador provocado na discricionariedade contábil.

Os resultados divulgados pela organização podem sofrer ajustes discricionários conforme constante nas práticas contábeis e legislação vigente, como observa Martinez (2001, p. 12).

Silveira (2008, p. 40) aponta que ao realizar o processo de emissão de ADR a companhia se propõe a cumprir práticas mais restritivas de governança previstas no mercado americano, o que, em tese, disciplina o poder discricionário.

Neste sentido, no presente estudo, procura-se investigar a relação entre a emissão de ADR e o possível efeito disciplinador na discricionariedade contábil, observado no conservadorismo.

O conservadorismo advém da máxima de postergar receitas e antecipar despesas (WATTS, 2003, p. 208). Pode ser definido também como a defasagem temporal entre o reconhecimento de perdas e ganhos.

Para Ball, Kothari e Robin (2000) esta propriedade da informação contábil incorpora assimetricamente as perdas e os ganhos econômicos de um determinado período, refletindo no resultado um grau definido como o conservadorismo.

Basu (1997, p. 3) aponta que o conservadorismo reflete as más notícias mais rapidamente do que as boas notícias. Acrescenta-se ainda que o conservadorismo, como resultado, representa as diferenças sistemáticas entre os períodos de boas e más notícias.

No modelo econométrico proposto pelo referido autor, o qual será empregado na análise empírica deste estudo, procura-se investigar se a emissão de ADR provoca alguma alteração na discricionariedade contábil, alterando a forma que a contabilidade se associa à informação de mercado.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), referenciado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aponta o conservadorismo como um dos componentes da confiabilidade da informação (SANTOS et al., 2011, p.180).

Trata-se de uma tentativa ou uma reação prudente para garantir que as incertezas e os riscos relacionados a uma condição do negócio estejam sendo avaliados de maneira adequada, refletindo o melhor cenário para aqueles que utilizarão a informação divulgada (STERZECK, 2011).

Entretanto, Coelho e Lima (2008, p. 38) indicam que no cenário brasileiro existem indícios de que executivos não adotam práticas conservadoras. Por outro lado, Almeida et al. (2012, p. 68) sustenta que a baixa percepção do conservadorismos pode decorrer da relação entre o conservadorismo e o gerenciamento de resultados. O autor aponta que quanto maior o gerenciamento menor será o grau de conservadorismo observado nos resultados.

Neste sentido, ressalta-se que a redução do conservadorismo possa ser uma consequência da adoção de práticas de gerenciamento de resultados, onde executivos para atender às expectativas do mercado realizam ajustes discricionários visando melhorar ou piorar a percepção de investidores.

As práticas de gerenciamento de resultados tendem a reduzir a capacidade de a contabilidade refletir a realidade econômica dos negócios, distorcendo a percepção de que as perdas devem variar de acordo com o conservadorismo.

Prado (2013, p. 23) indica que o gerenciamento de resultados pode ser conceituado como escolhas contábeis, conforme verificado na literatura. O autor distingue o *accruals* em não-discricionários e os discricionários.

Destacando que no primeiro caso, não existe qualquer interferência dos administradores, ao passo que os discricionários podem ser gerenciados com intuito de atender interesses empresariais ou não.

Salienta ainda que o gerenciamento de resultado pode objetivar maximizar os ganhos para elevar o valor da empresa ou melhorar a visibilidade política do executivo, bem como reduzi-lo momentaneamente para demonstrar uma temerária gestão anterior, quando então eleva os resultados para enfatizar a nova gestão.

Eckel (1981) constatou que o gerenciamento de resultados pode ser investigado de diversas formas. Entretanto, ressalta-se que as ações que controlam intencionalmente a realização de eventos econômicos futuros indicam que os resultados podem estar sendo gerenciados.

Aponta-se que o lucro e as vendas devem crescer ou diminuir na mesma proporção, quando não é observada esta variação dos coeficientes, acredita-se que executivos tenham interferido artificialmente nos resultados.

Ressalta-se que no presente estudo será empregado o modelo proposto por Eckel (1981) para investigar a variável interveniente gerenciamento de resultados.

A gestão discricionária dos resultados a que se refere neste escopo é uma inevitável tentação para administradores de companhias abertas. Estas medidas são adotadas com o intuito de preservar o cargo, obterem bônus expressivos, atrair novos investidores, alcançar maiores retornos para acionistas ou melhorar a percepção do risco em decorrência da redução da variabilidade dos resultados.

O agravante é que isto geralmente é gerido de tal sorte que não há um comprometimento com os resultados futuros ou com os preceitos legais. Corroborando a assertiva, destaca-se os escândalos contábeis no mercado norte-americano, onde companhias provocaram um abalo à confiança dos investidores.

Mesmo corporações que adotavam rígidos controles de governança corporativa alteraram intencionalmente suas demonstrações por meio de complexas práticas fraudulentas de manipulação de resultados, o que não se enquadra nas modalidades de gerenciamento de resultados e no escopo deste estudo.

Estes escândalos evidenciaram uma ferida no mercado de capitais americano, bem como criaram a expectativa de que problemas similares poderiam emergir também em outras companhias listadas nas bolsas americanas.

O risco de afetar o mercado como um todo, fez com que o governo americano rapidamente promulgasse em 2002 a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). Destaca-se que desde a legislação de 1933 e a de 1934 que criou a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a SOX pode ser considerada a legislação com maior impacto nos mercados de capitais norte-americanos.

Este arcabouço legal teve por objetivo precípua recuperar a credibilidade deste mercado fragilizado pelos escândalos, aumentando os poderes da SEC, a responsabilidade dos administradores, o nível de proteção dos investidores e a qualidade das informações contábeis divulgadas (KPMG, 2003, p.1). Para alguns autores (LOBO; ZHOU, 2006; WATTS, 2003), o aumento da responsabilização do *Chief Executive Officer* (CEO) e *Chief Financial Officer* (CFO) tende à melhoria da qualidade das demonstrações financeiras, evitando que executivos exagerem nos ganhos e sejam mais conservadores nas decisões discricionárias.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Ao considerar as seguintes premissas:

- a) As características do país, sejam fatores econômicos ou institucionais, podem influenciar, limitar ou incentivar o desempenho organizacional (GOLDSZMIDT; BRITO; VASCONCELOS, 2007; BRITO; LIMA, 2005);
- b) O sistema jurídico, como componente do ambiente institucional, tem relação com o nível de proteção dos investidores, a estrutura de propriedade e, conseqüentemente, com o grau de risco e o custo de capital (LA PORTA et al., 1998; SILVEIRA, 2010);
- c) A emissão de ADRs, como um mecanismo de ligação (hipótese de comprometimento) tem a capacidade de superar as barreiras territoriais e criar um compromisso credível pelo emitente com a lei extraterritorial (JENSEN; MECKLING, 1976; COFFEE, 1999; STULZ, 1999);
- d) O compromisso das emissoras de ADR influenciam investidores (menor custo de capital, maior valor, entre outros) e disciplinam executivos (maior transparência, maior qualidade das informações, entre outros) (LANG; LINS; MILLER, 2003; DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2004; SODERSTROM; SUN, 2007);

e) O poder discricionário previsto na legislação pátria pode ser disciplinado dado o compromisso com os padrões legais do mercado norte-americano, aumentando o conservadorismo (BASU, 1997; WATTS, 2003; LOBO; ZHOU, 2006; MENDONÇA et al., 2010; ALMEIDA et al., 2012).

...formula-se a seguinte questão de pesquisa: **“As companhias brasileiras emissoras de ADRs tendem a divulgar resultados mais conservadores do que as não emissoras?”**.

1.3 HIPÓTESES E FUNDAMENTOS

Formulado o problema de pesquisa, Marconi e Lakatos (2010, p. 111) propõe que sejam elencadas as possíveis respostas, mesmo que provisórias.

A estas assertivas se dá o nome de hipóteses, as quais tem a função de dirigir o trabalho científico, coordenar os fatos já conhecidos e ordenar as observações sobre o fenômeno estudado.

Neste sentido e tendo em vista as premissas apresentadas no tópico anterior, apresentam-se as prováveis hipóteses e os fundamentos utilizados na elaboração destas assertivas.

1.3.1 HIPÓTESE 1

A presente hipótese é formulada com base nos pressupostos da listagem dupla, tendo por fundamento a hipótese de comprometimento formulada por Coffee (1999) e Stulz (1999).

Coffee (1999. p. 106) aponta que a explicação mais simples para a migração de emissores estrangeiros à bolsa de valores americana são os efeitos provocados pela listagem dupla no valor das empresas.

Trata-se de uma forma de *bonding*, ou seja, um compromisso que disciplina o poder discricionário que o emitente goza em seu país.

O autor acrescenta ainda que: *“That is, the issuer ties its own hands by subjecting itself to the mandatory requirements of U.S. law in order to induce minority shareholders to invest in it.”*

Os referidos autores buscaram o termo *“bonding”* na Teoria da Firma (JENSEN; MECKLING, 1976), especificamente em custos de agência.

Nesta abordagem, o principal pode controlar o agente criando mecanismos que limitam eventuais condutas inapropriadas.

Neste diapasão, espera-se que poder discricionário previsto na legislação do país de origem seja disciplinado, aumentando o conservadorismo dado a convergência voluntária das corporações aos rígidos padrões de governança previstos na legislação estrangeira.

Ambientes regulatórios mais rígidos influenciam o conservadorismo, incentivando executivos a serem mais conservadores (BASU, 1997; WATTS, 2003).

Diante disto, objetivando investigar se os resultados divulgados por emissoras de ADRs brasileiras são mais conservadores, propõe que:

H₁: As emissoras de ADRs brasileiras apresentam um maior grau de conservadorismo do que as não emissoras, dado o efeito da emissão de ADRs no mercado norte-americano.

1.3.2 HIPÓTESE 2

A presente hipótese é formulada considerando os mesmos pressupostos elencados para a Hipótese 1, entretanto, o objetivo neste caso é verificar se as emissoras de ADRs classificadas como gerenciadoras de resultados, conforme critérios estabelecidos no modelo de Eckel (1981), são menos conservadoras.

Esta proposição é fundamentada na assertiva de que quando aumenta o gerenciamento de resultados reduz grau de conservadorismo, indicando que exista uma relação inversa entre estas propriedades (ALMEIDA et al., 2012).

Desta forma, espera-se que ao classificar e separar a amostra em gerenciadoras e não gerenciadoras de resultado sejam identificadas neste último grupo um maior grau de conservadorismo. Sendo assim, indica-se que:

H₂: As emissoras de ADRs brasileiras classificadas como não gerenciadoras de resultados apresentam um maior grau de conservadorismo do que as emissoras classificadas como gerenciadora dos resultados, dada a possível relação inversa entre estas propriedades da informação.

1.4 OBJETIVOS

Estudos envolvendo a emissão de ADR são marcados por trabalhos focados no retorno das ações ou em sua volatilidade, aponta Silveira (2008, p. 11).

O autor também destaca a dificuldade de encontrar trabalhos que abordem outros temas, como o proposto por ele que analisa os efeitos da listagem dupla por empresas brasileiras e os reflexos no uso do capital de terceiros.

Neste sentido, evidencia-se também a demanda por estudos que possam auxiliar a compreender os motivos que levam a empresas brasileiras a empreender programas de emissão de ADRs e os efeitos na discricionariedade contábil, nos mecanismos de governança, nos processos organizacionais e nas informações.

O objetivo geral do presente estudo é investigar a capacidade que a emissão de ADR, utilizada aqui como *proxy* para a hipótese de comprometimento (*bonding hypothesis*), tem para alterar a influência do ambiente institucional no poder discricionário, a qual é observada por meio do conservadorismo.

Especificamente, objetiva-se:

- a) analisar a relação entre a emissão de ADR e o efeito disciplinador na discricionariedade contábil, observado nas propriedades: conservadorismo (BASU, 1997) e gerenciamento de resultado (ECKEL, 1981);
- b) verificar se a listagem dupla torna as emissoras de ADRs brasileiras mais conservadoras do que as não emissoras;
- c) comparar se as emissoras de ADR brasileiras classificadas como não gerenciadora de resultados são mais conservadoras que as emissoras classificadas como gerenciadora de resultados;
- d) apresentar contribuições para organizações, executivos e outros agentes envolvidos no mercado com base nos achados teóricos e nos testes empíricos realizados.

1.5 METODOLOGIA

No capítulo 3, pretende-se fazer a ponte entre a teoria e a realidade fática. Trata-se de uma pesquisa *ex-post-facto* que busca investigar a emissão de ADR e seus efeitos no poder discricionário. Este efeito será observado por meio da propriedade da informação contábil conservadorismo.

Tendo por base a sustentação teórica, definiu-se como amostra as companhias brasileiras abertas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) entre o período de 2008 a 2013, bem como as empresas brasileiras que emitiram ADRs até dezembro/2008.

A análise foi dividida em três momentos: no primeiro, os dados foram obtidos por meio do software Economática[®]. Para robustez as observações foram avaliadas e as que não estavam de acordo com os critérios desta pesquisa forma excluídas.

No segundo momento, parte-se para a aplicação do modelo de Eckel (1981) que possibilita a separação e classificação das empresas que emitiram ADRs em gerenciadora de resultados (GR) e não gerenciadora de resultados (NGR).

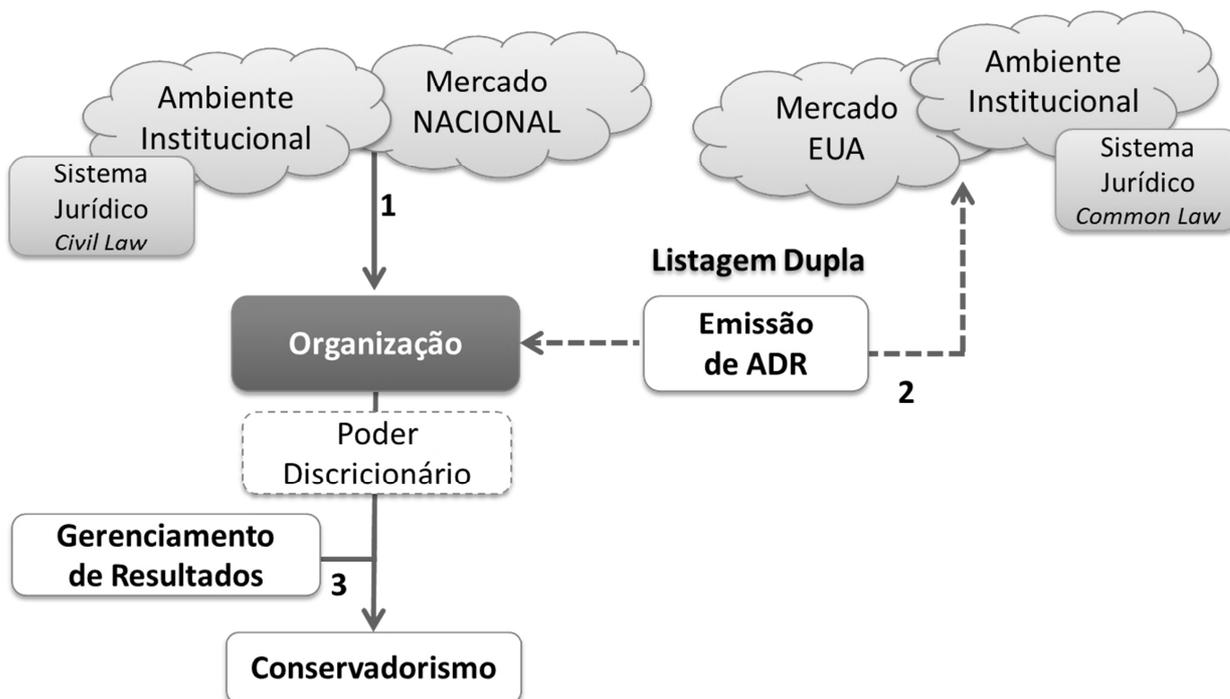
Por fim, objetivando maior consistência ao constructo teórico aplicou-se o modelo de Basu (1997) para mensurar o grau de conservadorismo em cada um dos grupos separados e classificados da amostra.

Espera-se verificar com a aplicação do referido modelo se as empresas brasileiras emissoras de ADRs apresentam indícios de serem mais conservadoras que as não emissoras, dado o canal de influência provocado pela listagem dupla.

1.6 CANAIS DE INFLUÊNCIA (VARIÁVEIS)

Considerando os pressupostos apresentados no tópico anterior, apresenta-se na ILUSTRAÇÃO 01 as variáveis que serão observadas. O ambiente institucional (seta 1) é a principal variável de influência no poder discricionário e conseqüentemente no conservadorismo. Espera-se que a listagem dupla, por meio da emissão de ADR (seta 2), possa alterar a influência do ambiente institucional. Além disto, aponta-se o gerenciamento de resultados, como uma variável interveniente, com capacidade de influenciar (seta 3) o conservadorismo.

ILUSTRAÇÃO 01 – CANAIS DE INFLUÊNCIA DO CONSERVADORISMO



Fonte: Elaborado pelo autor.

1.7 RELEVÂNCIA

Muito se questiona sobre a relevância e estrutura de um trabalho final nos programas de Mestrados Profissionais em Administração (MPA), assim como, quais devem ser as contribuições deste dado o caráter profissionalizante dos programas.

Oportuno salientar que o MPA é um programa em nível de pós-graduação *stricto sensu* dirigido aos meios profissionais e não acadêmicos, objetivando a formação de pessoal de alta qualificação para atuar nas áreas empresariais, nos institutos tecnológicos e nos laboratórios industriais (MATTOS, 1997).

Vinha sendo discutida no âmbito da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) a necessidade de acolher em sua sistemática de avaliação propostas de cursos de pós-graduação voltadas mais diretamente às necessidades do mercado.

Deste anseio, publicou-se a portaria nº. 47 de 17 de outubro de 1995, posteriormente alterada pela de nº. 80 de 16 de dezembro de 1998, em vigor atualmente. A portaria dispõe sobre o reconhecimento dos mestrados profissionais e dos critérios para seu reconhecimento formal junto à referida instituição.

Merece destaque o artigo 2º do referido dispositivo, o qual indica que, entre outros requisitos e condições, será considerado MPA o curso que atenda:

4. exigência de apresentação de trabalho final que demonstre domínio do objeto de estudo, (sob a forma de dissertação, projeto, análise de casos, performance, produção artística, desenvolvimento de instrumentos, equipamentos, protótipos, entre outras, de acordo com a natureza da área e os fins do curso) e capacidade de expressar-se lucidamente sobre ele.

Este dispositivo abordou um grande número de possibilidades e formas. Contudo, Mattos (1997, p. 166) observa que o produto de todo trabalho final é o conhecimento, o qual é proposto por alguém de forma estruturada e justificada, não existindo uma única forma de fazê-lo.

O referido autor ressalta ainda que a característica geral e básica do MPA é a contribuição direta para o processo decisório ou operacional da empresa. Neste sentido, acrescenta-se também as possíveis contribuições aos agentes envolvidos no mercado de capitais, os quais estão intimamente ligados às corporações.

Deste modo, indica-se que sendo o conhecimento construído nos moldes próprios da academia e de forma a ampliar o conhecimento sobre os problemas enfrentados pelas organizações, o tema proposto deveria ser aceitável de pronto em um programa de mestrado profissional.

Neste contexto, reforça-se que o presente tema detém relevância, pois, além de estar em consonância com a linha de pesquisa do programa, visa contribuir para um melhor entendimento sobre os efeitos e fatores que influenciam as decisões de administradores, os reflexos nas informações divulgadas e no valor da empresa.

Um sinal de uma provisão referente a uma nova decisão gera reações por parte dos demais competidores, possivelmente afetando a lucratividade do setor e todo o equilíbrio do mercado (ALMEIDA, 2010, p. 75).

Corroborando este pressuposto, Carlin e Victor (2010, p. 3) preconizam que:

As motivações relacionadas ao mercado de capitais estão mais especificamente ligadas à valorização da empresa. Healy e Wahlen (1999) afirmam que a utilização da informação contábil por investidores e analistas de mercado pode incentivar os gestores a manipularem os resultados reportados, na tentativa de influenciar o preço das ações no curto prazo. Osma, Nogueira e Clemente (2005) consideram que atualmente existe um consenso de que o alisamento de resultado pode ser considerado um instrumento concreto de valorização da empresa, ao diminuir o risco percebido pelos investidores. Ou seja, a empresa possui duas possibilidades de valorizar suas ações no mercado: divulgando resultados contábeis cada vez mais altos, ou divulgando resultados contábeis estáveis.

Segundo a Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente, o preço das ações devem incorporar informações e expectativas sobre a empresa. No caso do mercado eficiente na forma *semiforte*, os preços das ações devem refletir as informações publicamente disponíveis, tais como demonstrações financeiras ou séries históricas (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2010, p. 267).

Por fim, ressalta-se que Sarlo Neto *et al.* (2005, p. 48) aponta que diversas pesquisas foram realizadas com intuito de identificar evidências sobre o efeito da contabilidade nos preços das ações. Os indícios auxiliam no entendimento das relações entre os diversos fatores, o lucro contábil e o preço das ações.

1.8 CONTRIBUIÇÕES

Aponta-se que os aspectos práticos de um estudo de MPA seja condição de relevância no campo do estudo da administração, pois gera fecundidade para a produção científica, tem chance de inovar o conhecimento e melhorar o entendimento do problema enfrentado por organizações (MATTOS, 1997).

Entretanto, oportuno ressaltar que Mattos (1997, p. 162) aponta que a prática não pode ser observada somente como campo de aplicação da teoria, mas, antes de qualquer coisa, como uma forma de criação dela.

Carlin (2009, p. 18) argumenta que a importância do estudo sobre as práticas discricionárias na contabilidade é potencializada em mercados de capitais menos desenvolvidos, como é o caso do brasileiro.

Nesses mercados, estudos com estas características contribuem no sentido de auxiliar investidores a entenderem com que extensão as práticas contábeis são utilizadas pelas empresas, pois estes usuários são, em grande parte, dependentes das informações disponibilizadas pelas corporações.

Este conhecimento é de grande interesse para os usuários da informação contábil (acionistas, investidores, executivos, etc), assim como organismos reguladores e a própria comunidade acadêmica, pois contribui para que se possa entender e interpretar corretamente os resultados divulgados.

Neste diapasão, o entendimento sobre os fatores motivadores e limitadores do poder discricionário – que levam gestores a proceder com ajustes contábeis previsto na legislação – constitui informação suplementar aos diferentes usuários como instrumento de precaução na interpretação e análise do conteúdo das demonstrações financeiras.

Ademais, o presente estudo procura contribuir com conhecimento sobre os efeitos provocados pela emissão de ADR no poder discricionário do administrador, observado na propriedade da informação contábil conservadorismo.

As relações entre a empresa e os agentes econômicos são feitas por meio de um conjunto de contratos, explícitos ou não. Desta forma, entender como a listagem dupla disciplina o conservadorismo e o gerenciamento de resultado, contribui para o entendimento da função destas propriedades nas condições contratuais que visam à redução do custo de agência.

O equilíbrio nas relações contratuais centra na proteção dos interesses econômicos das partes envolvidas, o que torna as informações contábeis parte do suporte ao monitoramento dos contratos.

Neste contexto, a pertinência deste conhecimento centra-se no fato de que estas informações estão inseridas nos contratos de remuneração dos administradores; nos contratos de dívida; nos riscos de ações de litígios por parte de investidores; nos tributos; e nos processos políticos e regulatórios.

Além disto, com o avanço da aplicação dos modelos utilizados neste estudo, o presente trabalho contribui com a apresentação de métricas capazes de detectar comportamentos que podem influenciar os resultados, permitindo aos usuários da informação uma melhor compreensão do ativo avaliado.

O gerenciamento de resultados se tornou uma preocupação do órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, como aponta Carlin (2009, p. 18):

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio do Ofício-Circular CVM/SNC/SEP-01/2007 recomendou aos conselhos de administração das companhias abertas a “cobertura” de determinados pontos na preparação e divulgação das demonstrações contábeis para que se evite o gerenciamento de resultados.

Por este motivo, o estudo pode contribuir investigando o comportamento desta prática no mercado de capitais brasileiro, uma vez que o posicionamento do órgão é expressamente restritivo quanto a quaisquer modalidades de gerenciamento de resultados adotadas pelas organizações.

Carlin (2009, p. 20) aponta que para CVM a restrição visa atribuir uma maior confiança ao mercado de capitais, pois se busca “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado”.

Aponta-se que no cenário brasileiro existem indícios de que executivos não adotam políticas baseadas no conservadorismo (COELHO e LIMA, 2008). Neste sentido, contribui o estudo com evidências que corroborem esta assertiva e esclareça o mercado sobre as características da informação no cenário nacional.

A pertinência deste conhecimento tem relação com o papel do conservadorismo na redução da probabilidade de a administração superestimar os resultados, evitando distribuições em desacordo com os contratos estabelecidos. Em situações do gênero, o conservadorismo exerce uma função de proteção da administração contra questionamentos futuros.

1.9 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

O trabalho está organizado em cinco capítulos. Inicialmente, apresenta-se uma abordagem geral do estudo, onde é contextualizada a problemática, objetivos, hipóteses, justificativas e contribuições.

No segundo é apresentada a revisão do referencial teórico, onde são transcritos os principais conceitos relacionados ao problema. A revisão percorre a literatura sobre a informação contábil, ambiente institucional, poder discricionário e o papel da emissão de ADR.

Já na terceira parte, discutem-se os aspectos metodológicos do trabalho, indicando o tipo de pesquisa, critérios para seleção, tratamento dos dados e o modelo estatístico utilizado.

Na quarta parte são transcritos os resultados obtidos com a aplicação das regressões econométricas e as respectivas análises quantitativas.

Por fim, são apresentadas as considerações inferidas a partir das observações, análises e deduções obtidas com o desenvolvimento da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem por objetivo apresentar os fundamentos que levaram o desenvolvimento da presente pesquisa, discutir os estudos já realizados nesta temática, bem como apresentar alguns dos principais achados acadêmicos relacionados ao tema central.

A seção se divide entre uma breve explanação sobre informação contábil (2.1), onde são analisadas conceitualmente suas relações com o tema, bem como as principais características e propriedades da informação, fatores e incentivadores da qualidade da informação.

Na sequência, procura-se apresentar as principais características e a influência que o ambiente institucional (2.2) exerce sobre a discricionariedade contábil (2.3) e, conseqüentemente, nas informações divulgadas ao mercado.

Por fim, apresenta-se a relevância, as características e o papel da emissão de ADRs (2.4), bem como a hipótese de comprometimento (*bonding*) e os efeitos esperados na discricionariedade contábil.

2.1 INFORMAÇÃO CONTÁBIL

2.1.1 RELEVÂNCIA NO MERCADO DE CAPITAIS

A divulgação das informações deve auxiliar a tomada de decisão dos diferentes usuários (internos ou externos) conforme preceitos da teoria da contabilidade, como aponta Ludicibus (2000, p. 20). Acrescenta-se ainda que um conjunto útil de informações é um dos objetivos das demonstrações financeiras.

Neste sentido, a capacidade informacional do lucro deve transmitir a investidores, acionistas e credores uma indicação do valor da empresa. A função deste indicador é demonstrar os resultados gerados pelas atividades operacionais e auxiliar na predição de fluxos de caixa (KOTHARI, 2001).

Corroborando este entendimento, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) considera que o processo de divulgação de informações financeiras deve proporcionar resultados úteis aos investidores e credores.

Para o *International Accounting Standards Board* (IASB), conforme indicado em seu *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, a informação contábil confiável é a que demonstre a real situação econômica da empresa e que auxilie os seus diferentes usuários na tomada de decisão.

As demonstrações divulgadas devem atender aos usuários externos de dados contábeis, entretanto, também devem estar disponíveis aos administradores para fins de controle (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999).

Soderstrom e Sun (2007, p. 3) ressaltam ainda que a teoria da contabilidade preconiza que demonstrações objetivam reduzir a assimetria informacional quando divulgadas informações relevantes e oportunas.

Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 280) indicam que as informações divulgadas tem um efeito imediato ao mercado, o qual reage a toda e qualquer informação disponível.

Para fortalecer estes argumentos, Lang, Lins e Miller (2003, p. 342) apresentaram evidências de que após a emissão de ADR a melhoria no ambiente de informações – maior cobertura por analistas e precisão das previsões – ocasionou uma maior valorização das empresas pelo mercado.

Segundo a Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente, o preço das ações devem incorporar todas as informações e expectativas sobre a empresa.

No caso do mercado eficiente na forma *semiforte*, os preços das ações refletem as informações publicamente disponíveis, tais como demonstrações financeiras ou séries históricas.

Sarlo Neto *et al.* (2005, p. 48) aponta que pesquisas foram realizadas para identificar evidências sobre o efeito da contabilidade nos preços das ações.

Os indícios encontrados auxiliaram no entendimento das relações e dos diversos fatores entre o lucro contábil e o preço das ações, tais como ambiente econômico, taxa de juros, nível de liquidez do mercado, regulamentação ou a classificação das ações.

Neste diapasão, espera-se que a informação contábil tenha a capacidade de influenciar o valor das ações e as expectativas dos agentes econômicos.

Um sinal de uma provisão referente a uma nova decisão operacional gera reações por parte dos demais competidores, possivelmente afetando a lucratividade do setor e todo o equilíbrio do mercado (ALMEIDA, 2010, p. 75).

Corroborando este pressuposto, Carlin e Victor (2010, p. 3) preconizam que:

As motivações relacionadas ao mercado de capitais estão mais especificamente ligadas à valorização da empresa. Healy e Wahlen (1999) afirmam que a utilização da informação contábil por investidores e analistas de mercado pode incentivar os gestores a manipularem os resultados reportados, na tentativa de influenciar o preço das ações no curto prazo. Osma, Nogueira e Clemente (2005) consideram que atualmente existe um consenso de que o alisamento de resultado pode ser considerado um instrumento concreto de valorização da empresa, ao diminuir o risco percebido pelos investidores. Ou seja, a empresa possui duas possibilidades de valorizar suas ações no mercado: divulgando resultados contábeis cada vez mais altos, ou divulgando resultados contábeis estáveis.

Entretanto, Brealey, Myers e Allen (2008, p. 10) observam que “os problemas de agência seriam mais fáceis de resolver se todas as partes dispusessem da mesma informação”.

A presença da denominada assimetria informacional é um dos problemas a ser solucionado nesta relação principal-agente. Trata-se de uma lacuna entre o que é percebido pelo mercado e o que de fato ocorre nas entranhas da organização.

A questão central é que o administrador detém um conjunto amplo de informações, ao passo que acionistas e agentes econômicos tomam decisões baseadas nas informações publicadas pela organização.

O conflito de agência está estabelecido a partir deste lapso, pois podem existir interesses diversos entre os envolvidos e as informações divulgadas não refletirem a realidade econômica da companhia.

Goulart (2007, P.30) acrescenta que “O conflito advém da existência de interesses contrastantes entre acionistas e executivos contratados, os quais podem priorizar seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas.”

Neste contexto, fica evidente que executivos podem ajustar intencionalmente as informações divulgadas conforme poder discricionário previsto nos princípios contábeis e no arcabouço jurídico nacional.

Carlin e Victor (2010, p. 3) indicam que as motivações para estes ajustes têm origem na *Positive Accounting Theory* de Watts e Zimmerman (1978).

Esta teoria foi desenvolvida com base na teoria da agência e no pressuposto de que todos os intervenientes na relação de agência visam maximizar seus interesses privados.

Dentre os motivadores, os autores apontam três hipóteses principais, sendo: visibilidade política da organização (*political costs hypothesis*), remuneração do gestor atrelada aos números contábeis (*bonus plan hypothesis*) e cláusulas restritivas nos contratos de endividamento (*debt covenant hypothesis*).

Complementando as hipóteses elencadas, aponta-se outros fatores que podem motivar os executivos a gerenciar resultados, como os relacionados ao mercado de capitais, que tem estreita relação com a necessidade de valorização da organização (HEALY; WAHLEN, 1999).

A informação divulgada pode interferir na percepção de investidores e analistas e, conseqüentemente, no preço das ações.

Outras motivações são as relacionadas aos contratos, a qual tem relação com a teoria contratual da firma (HEALY; WAHLEN, 1999). Nesta concepção, a empresa é vista como um conjunto de contratos, explícitos ou implícitos, entre os diversos envolvidos. A informação contábil tem papel de arbitrar valores previstos nestes pactos e eventualmente nos conflitos entre os diferentes grupos.

Estes pressupostos vêm corroborar as hipóteses (*bonus plan* ou *debt covenant*) elencadas por Watts e Zimmerman (1978).

Por fim, além dos fatores indicados, têm-se os políticos e regulatórios (HEALY; WAHLEN, 1999). Algumas organizações tem maior visibilidade política que outras, desta forma, como previsto na *Positive Accounting Theory*, existe uma atração maior do poder público.

Carlin e Victor (2010, p. 7) indicam que a regulamentação tem relação com a visibilidade política da organização e sua influência nos setores econômicos.

A regulamentação tem o caráter coercitivo do Estado. De tal modo que as organizações ajustam seus resultados para reduzir a visibilidade política ou evitar interferências estatais, seja por meio da tributação, criação de novos mecanismos de controles ou agências reguladoras, dentre outros.

Pode-se verificar que existem diversos riscos, incertezas e fatores econômicos que levam executivos a ajustar intencionalmente as informações contábeis, reduzindo assim a capacidade de demonstrar com fidelidade a realidade econômico-financeira da empresa.

Almeida (2010, p.7) destaca que a demonstração contábil é o canal de informação entre as empresas e o mercado. Acrescenta-se ainda que estas demonstrações devem ser dotadas de relevância econômica capaz de alterar a percepção que investidores, analistas, acionistas, entre outros tem em relação à realidade da organização.

Adiciona-se também que:

A afirmação de Stiglitz (2002, p. 473) de que as ações concebidas para transmitir informações com credibilidade com a intenção de alterar crenças está em conformidade com a de Beaver (1998) de que a informação contábil quando relevante tem o poder de alterar crenças. Então, a informação contábil com maior qualidade deveria ter a capacidade de influenciar o valor das ações e as expectativas dos agentes econômicos, principalmente se transmitirem informações sobre os benefícios econômicos futuros. (ALMEIDA, 2010, p. 18).

Tamanho é a importância da informação contábil que Porter (1986, p.65) a considera como parte da avaliação da competição. Deve-se conhecer quais sistemas de contabilidade e quais as políticas são utilizadas por concorrentes, bem como os estoques são avaliados e os custos são alocados por uma organização, pois são fatores que influenciam a percepção do desempenho de um concorrente.

2.1.2 PROPRIEDADES E QUALIDADE DA INFORMAÇÃO

O tema qualidade da informação não é pacífico na literatura especializada. Ainda não foram exauridas as pesquisas que possibilitem delimitar com clareza os melhores atributos e quais fatores efetivamente exercem influência.

Acadêmicos, como Basu (1997), Watts (2003), Martinez (2001), Lobo e Zhou (2006), Coelho e Lima (2008), Carlin e Victor (2010), Paulo (2007), Lima (2011), Almeida (2010) e outros que serão apresentados oportunamente, esforçam-se para identificar quais propriedades melhor refletem a qualidade da informação.

Outro agravante é que a qualidade das informações é contextual, uma vez que seu significado dependerá do tipo de usuário (DECHOW; SCHRAND, 2010).

Faz-se necessária também uma ressalva em relação às possíveis limitações das demonstrações, pois, mesmo que visem atender aos diferentes usuários, provavelmente não será possível atender de forma igualitária a todos.

Neste contexto, Paulo (2007, p.38-39) destaca que o grau de qualidade das demonstrações contábeis tem relação com as interferências realizadas pelos administradores. Acrescenta-se ainda que a “qualidade da informação contábil é um conjunto amplo de várias dimensões”.

Destaca-se as dimensões mais recorrentes na literatura, quais sejam:

- relevância da informação contábil (*value relevance*);
- tempestividade dos números contábeis (*timeliness*);
- conservadorismo condicional (*conditional conservatism*); e
- gerenciamento de resultados (*earnings management*).

Estes atributos foram abordados em diferentes trabalhos, como os indicados no QUADRO 01, cada qual com suas características.

QUADRO 01 – PROPRIEDADES DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

PROPRIEDADE	CARACTERÍSTICAS
Relevância	Capacidade de influenciar o preço ou retorno das ações; conteúdo que possibilita prever resultados futuros (LIMA, 2011; ALMEIDA, 2010).
Tempestividade	Divulgação oportuna ao mercado; retornos econômicos contemporâneos aos retornos contábeis (ALMEIDA, 2010; BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).
Conservadorismo	Assimetria de informações (entre despesas e passivos, perdas e ganhos); reconhecimento das más notícias mais rapidamente do que as boas notícias em relação ao lucro e aos fluxos de caixa futuros; decisão discricionária de reconhecimento de perdas conforme limites legais (BASU, 1997; WATTS, 2003; PAULO, 2007; ALMEIDA, 2010).
Gerenciamento de Resultados	Julgamento ou decisão discricionária que altera o resultado de um sistema contábil em uma direção particular dentro dos limites legais; medida da qualidade contábil (PAULO, 2007; LIMA, 2011; ALMEIDA, 2010,).

Fonte: Elaborador pelo autor.

Além das referidas propriedades, também foram identificados com menos ênfase outros atributos na literatura especializada, tais como: nível de *disclosure*, persistência, transparência, relação dos números contábeis com o desempenho das ações, dentre outros que não serão considerados neste estudo.

A qualidade das informações contábeis, como define Paulo (2007, p. 39) “*está relacionado ao consenso dos seus usuários, observando as características institucionais e organizacionais do mercado, levando-se em consideração os aspectos econômicos, sociais, culturais, geográficos e, inclusive, temporais*”.

Neste contexto, Almeida et al. (2012, p. 66) sustenta que o excesso de interferências nos resultados das companhias pode alterar a representação da realidade econômica do negócio para acionistas e investidores.

Corroborando este entendimento, Castro (2008, p. 19) acrescenta que os administradores procuram diminuir as incertezas observadas por investidores interferindo nos resultados por meio de técnicas de gerenciamento de resultados.

Em geral, observa-se que estes atributos são medidas que indicam se as informações divulgadas ao mercado refletem da melhor forma possível à realidade econômica da empresa, servindo como indicativo das intervenções realizadas por administradores na contabilidade das organizações.

Neste sentido, Almeida (2010, p. 18) ressalta que sob o prisma informacional se o ambiente em que as organizações competem é mais eficiente, as informações contábeis ou econômicas divulgadas deveriam influenciar a percepção do mercado e dos competidores.

Para acionistas e investidores, a qualidade da informação tem relação com a capacidade que estas possuem em representar a situação econômica da firma. Os números contábeis com qualidade devem ter o conteúdo informativo que reflita da melhor forma possível à realidade, auxiliando na tomada de decisão de investimento (ALMEIDA, 2010, p.10).

No presente trabalho, como apresentado na introdução, apropriou-se de uma importante propriedade da qualidade da informação – conservadorismo – para investigar o efeito da emissão de ADRs na discricionariedade contábil.

2.1.3 FATORES DETERMINANTES DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO

A literatura apresenta diversos fatores como sendo os responsáveis por influenciar o nível de qualidade da informação contábil, ou seja, o conjunto de propriedades da informação contábil.

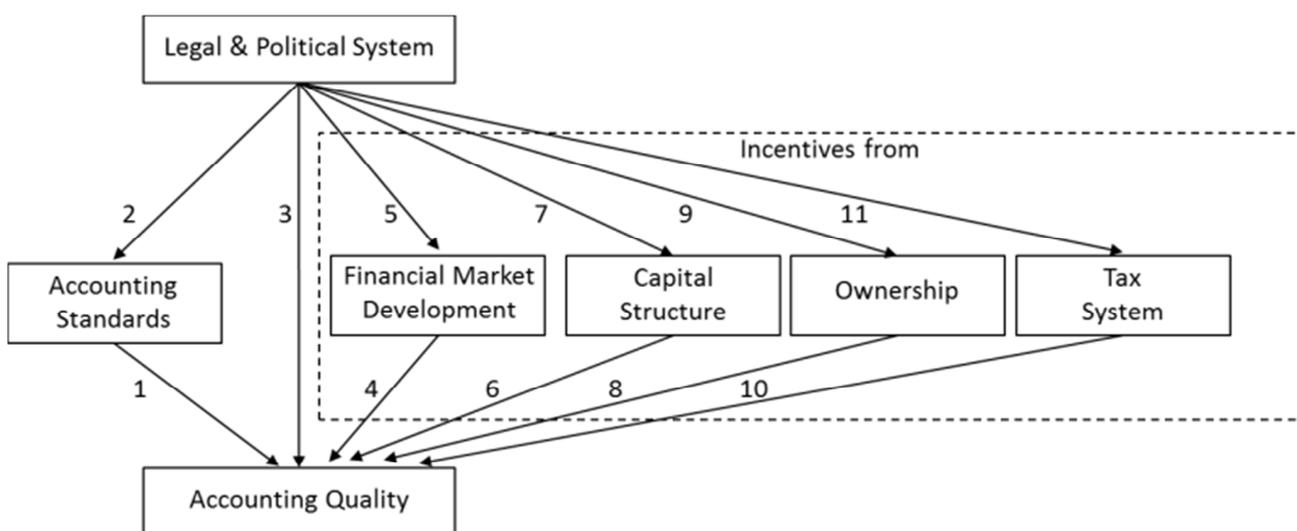
Para alguns autores, a qualidade da informação sofre influência do ambiente organizacional e institucional em que a empresa está inserida (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; COSTA, 2004; PAULO, 2007; LIMA, 2011).

Existem fatores exógenos que interferem diretamente nas propriedades das informações, tais como o ambiente político e legal; a competição do mercado, a estrutura de governança e a forma como as informações são divulgadas ao mercado (LA PORTA et al., 1998; LOBO; ZHOU, 2006; MENDONÇA et al., 2010; CARLIN; VICTOR, 2010; ALMEIDA, 2010; SILVEIRA, 2010;).

Entretanto, o presente estudo, apropria-se do modelo elaborado por Soderstrom e Sun (2007) para fundamentar as hipóteses apresentadas.

Com base em evidências empíricas encontradas na literatura, os referidos autores desenvolveram o Modelo Geral de Fatores Determinantes da Qualidade da Informação Contábil, conforme disposto na ILUSTRAÇÃO 02.

ILUSTRAÇÃO 02 – FATORES DETERMINANTES DA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL



Fonte: Soderstrom e Sun (2007, p. 45).

Este modelo procura explicar quais variáveis podem influenciar de algum modo às variações da qualidade das informações contábeis. Os referidos autores buscaram na literatura evidências de que estes fatores afetam as propriedades da informação, tornando-as melhores ao serem divulgadas.

Desta forma, tendo por base as evidências e observações indicadas no trabalho desenvolvido por Soderstrom e Sun (2007), estes fatores podem ser caracterizados da seguinte forma:

a) Sistema Legal e Político (*Legal & Political System*)

As pesquisas vêm evidenciando que o regime jurídico adotado pelos países tem relação com o nível de proteção de investidores. Neste sentido, os indícios apontam que em países *common law*, além do nível de proteção aos investidores ser maior, a qualidade da informação também é superior quando comparado com os resultados de países com tradição *civil law*.

Além disto, os autores do modelo ressaltam que é por meio do *enforcement* e dos litígios envolvendo gestores e auditores que o sistema legal tem forte influência na qualidade da informação contábil.

Ademais, o sistema político também exerce uma grande influência sobre a qualidade das informações divulgadas. Neste diapasão, aponta-se que certas características políticas podem desestimular a qualidade dos dados, tais como facilidade de corrupção, suborno de autoridades ou sonegação de impostos.

A possibilidade de interferência estatal, seja por meio da expropriação da organização, interferência na economia ou criação de novas leis, desestimula as empresas a divulgarem resultados com qualidade.

Segundo os autores, trata-se de uma forma de autodefesa das companhias que buscam evitar a atenção do governo. Ressalta-se ainda que em ambiente com estas características seja esperado que os resultados conservadores.

b) Padrões Contábeis (*Accounting Standards*)

Nesta perspectiva, a qualidade da informação contábil é determinada pelos padrões contábeis. Sendo assim, melhorias nas normas contábeis têm reflexos positivos nas demonstrações elaboradas de acordo com a nova sistemática.

Oportuno salientar que a uniformização dos padrões contábeis pode não ter o mesmo reflexo em empresas situadas em diferentes países. Cada companhia sofre influências de fatores específicos do ambiente institucional.

A influência que os padrões contábeis exercem na qualidade da informação decorre do sistema legal e político. As normas contábeis são fruto de um processo político em que autoridades tributárias, bancos, sindicatos e demais representantes da sociedade atuam na construção de normas que visem atender os anseios sociais.

O regime jurídico adotado pelo país também influencia os padrões contábeis. Em países que adotam a *common law*, as normas buscam atender a demanda dos investidores por informações, como reflexo das tradições e do desenvolvimento das leis. Por outro lado, no regime *civil law* os padrões decorrem das prioridades estatais de arrecadação previstas nos complexos códigos de leis.

c) Incentivos Econômicos (*Incentives*)

O sistema jurídico e político afetam indiretamente a qualidade da informação por meio de incentivos econômicos. Estes incentivos estão relacionados com a oferta e demanda de informações contábeis de qualidade.

O equilíbrio entre os custos de divulgação e os ganhos decorrentes do atendimento das necessidades dos agentes econômicos envolvidos provoca a divulgação de informações melhores.

Estes incentivos podem ser divididos da seguinte forma:

i) Desenvolvimento de Mercados Financeiro (Financial Market Development)

Os autores indicaram que o primeiro incentivo a divulgação de informações com qualidade é o desenvolvimento do mercado financeiro.

Em ambiente de elevada assimetria informacional a demanda por informações contábeis decorre da necessidade dos agentes de mercado em minimizar o grau de assimetria.

Neste contexto, informações com qualidade auxiliam agentes a diferenciar os ativos de alta qualidade dos ativos de baixa, evitando a seleção adversa que pode elevar os custos de financiamento das empresas. Para evitar esta possibilidade, as companhias procuram divulgar informações com maior qualidade.

Além disto, o sistema legal pode influenciar de forma indireta o desenvolvimento do mercado. Um ambiente jurídico robusto e consistente, que garante um elevado nível de proteção aos investidores e uma baixa possibilidade de expropriação pelo estado ou acionistas majoritários, permite aos investidores um melhor retorno sobre seu capital e conseqüentemente aumenta o número de interessados a investir.

As características institucionais do país contribuem para o nível de desenvolvimento e amadurecimento do mercado financeiro, conseqüentemente, a qualidade das informações sofre influências deste contexto.

ii) Estrutura de Capital (Capital Structure)

As diferentes necessidades de financiamento das organizações, apresentadas na estrutura de capital, provocam diferentes incentivos à divulgação de demonstrações financeiras.

Neste sentido, os autores indicam que a estrutura de capital tem efeitos sobre a qualidade da informação divulgada, pois acionistas e credores usam meios distintos para reduzir seus níveis de assimetria de informação.

Em mercados onde preponderantemente exista o financiamento por sistema bancário, espera-se que seja um ambiente com baixo incentivo a divulgação de demonstrações com maior qualidade.

Para os autores, neste mercado os agentes estão delegando as instituições financeiras o papel de fiscalizar as companhias. Sendo assim, as empresas não têm incentivos para divulgar melhores informações, pois os bancos tem acesso a informações privilegiadas diretamente com gestores.

O sistema legal e político também exerce influência na estrutura de capital, assim como na qualidade da informação. A estrutura de capital tem relação com o nível de proteção dos credores e investidores.

Países com baixo grau de proteção apresentam custos de capital elevados, o que incentiva a realização de contratos privados entre investidores e companhias. Nestas negociações as informações contábeis são pouco utilizadas para minimizar a assimetria informacional.

Neste sentido, as organizações têm baixos incentivos para divulgarem informações com qualidade ao mercado. Diferentemente do que ocorre em países com elevado grau de proteção a investidores.

iii) Estrutura de Propriedade (Ownership)

A qualidade da informação divulgada também sofre os efeitos da estrutura de propriedade das organizações. Estruturas concentradas e com divergência entre o direito ao fluxo de caixa e o direito ao controle tem baixo incentivo a divulgação.

Neste contexto, existe a figura do acionista controlador que tem acesso privilegiado a toda e qualquer informação da companhia, o que diminui o incentivo a divulgar informações com maior qualidade.

O conflito de agência decorre das divergências entre o direito ao fluxo de caixa e o direito ao controle. O acionista controlador tem incentivos para expropriar o capital dos acionistas minoritários e por isso tende a ocultar as divergências nas demonstrações financeiras divulgadas.

Entretanto, quando existe um ambiente legal e político forte o risco de expropriação é menor, pois o nível de proteção aos acionistas é elevado. Além disto, a estrutura de propriedade das companhias tende a ser dispersa neste ambiente, o que minimiza os riscos dado a menor concentração de propriedade.

Neste ambiente, normalmente em países caracterizados como *common law*, as informações se apresentam com maior qualidade e existe uma maior demanda por investimentos. Por outro lado, em ambiente onde existe uma baixa proteção aos investidores e propensão política a suborno ou corrupção, em geral tem-se uma concentração na estrutura de propriedade, pois as organizações de origem familiares, em sua maioria, tendem a divulgar informações menos transparentes.

Neste sentido, o sistema legal e político exerce influência na estrutura de propriedade das companhias que, por sua vez, tem efeitos na qualidade das informações divulgadas.

iv) Sistema Tributário (Tax System)

A qualidade das demonstrações divulgadas ao mercado pode ser influenciada de diversas maneiras pelo sistema tributário de um país.

Os autores ressaltam que quando os padrões contábeis estão ligados a legislação tributária tende a ser de baixa qualidade, pois nestes casos as regras contábeis estão vinculadas a propósitos políticos de arrecadação de impostos.

Neste sentido, as alíquotas elevadas são um incentivo para gestores reduzirem o lucro tributável. Além disto, o lucro societário e o fiscal em países com forte relação entre normas contábeis e legislação tributária apresentam um elevado nível de correlação.

Ademais, os lucros tendem a não representar a realidade econômica em países onde exista uma proximidade entre a contabilidade financeira e a fiscal.

Ressalta-se também que o sistema legal e político exerce um papel importante sobre o sistema tributário. Em países cuja característica é *common law*, as demonstrações não tem a finalidade tributária e são utilizadas para minimizar a assimetria informacional, diferentemente do que ocorre em regimes baseado na *civil law*, onde servem para fins de arrecadação tributária.

Novamente ressalta-se que as alíquotas dos tributos podem influenciar a elaboração das demonstrações financeiras que são divulgadas, o que pode prejudicar a qualidade destas.

Conforme pode ser observado nos fatores apresentados, o modelo de Soderstrom e Sun (2007) sustenta que todos os fatores tem alguma relação ou decorrem de forma indireta do fator sistema legal e político.

A literatura apresenta outros inúmeros fatores que podem influenciar ou incentivar a qualidade da informação contábil, tais como governança corporativa, firma de auditoria, dentre outros.

Entretanto, para a presente pesquisa os fatores apresentados no modelo de Soderstrom e Sun (2007) serão os adotados para o entendimento do contexto a que este estudo se propõe, como será detalhado no próximo tópico.

2.2 AMBIENTE INSTITUCIONAL

2.2.1 RELAÇÃO COM A DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES AO MERCADO

A geração, estruturação e divulgação das informações são baseadas nas relações entre os usuários da contabilidade e o ambiente que estão inseridos. Acrescenta-se ainda que o ambiente possa ser estudado por diferentes ângulos.

Neste sentido, Sarlo Neto (2004, p. 43) indica que é fundamental conhecer o ambiente onde as organizações estão inseridas, seja do ponto de vista social, econômico, político ou legal.

Goldszmidt, Brito e Vasconcelos (2007, p. 13) apontam que os fatores que podem influenciar as organizações são distribuídos basicamente em dois grandes grupos, sendo os de natureza econômica e institucional.

Entretanto, aponta-se que os fatores de natureza econômica também são afetados indiretamente pelo ambiente institucional, como o sistema jurídico e político (SODERSTROM e SUN, 2007)

Costa (2004, p. 20) procurando analisar como o lucro contábil incorpora o retorno econômico (conservadorismo) em países da América Latina (Argentina, Brasil, Colômbia, Peru e Venezuela), elencou as principais características do ambiente institucional que, na ótica do autor, podem influenciar esta propriedade.

O autor elegeu fatores, como a estrutura legal do país, a regulamentação contábil, a estrutura acionária, a força da profissão contábil, o impacto da legislação tributária e as fontes de financiamento, como variáveis que tem influência na propriedade da informação contábil.

A combinação de características do ambiente onde a companhia está inserida é apontada como um dos principais fatores determinantes da qualidade da informação contábil (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; ALMEIDA, 2010).

Santos et. al (2011, p. 186) também argumenta que a qualidade da informação decorre do ambiente institucional e dos incentivos que os executivos recebem para a divulgação de demonstrações financeiras.

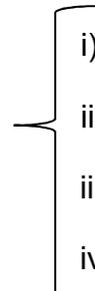
A literatura especializada aponta diversas variáveis que compõe o ambiente institucional. Coelho, Galdi e Lopes (2010, p. 7) analisando as características do ambiente brasileiro, identificaram que o cenário nacional é influenciado pelo baixo nível de proteção ao investidor e aplicação da lei (*enforcement*), elevada concentração da propriedade e forte relação entre impostos e relatórios contábeis.

Considerando estas características, os autores argumentam que as empresas brasileiras não têm incentivos para divulgar informação com qualidade.

As condições do ambiente institucional, como baixo incentivo para a eficiência informacional e fraca proteção aos investidores, não contribui para elaboração de demonstrações eficientes (WATTS, 2003).

Costa (2004, p. 19) pesquisando sobre as diferenças no ambiente institucional dos países da América do Sul, apontou que estas variações influenciam a relevância da informação contábil quando comparado os resultados entre os diferentes países analisados, tendo em vistas as particularidades de cada local.

Para Braga (2011, p. 34) as características relevantes para o entendimento do ambiente institucional são as indicadas no modelo proposto por Soderstrom e Sun (2007) – já detalhadas no item 2.1.3 *Fatores Determinantes da Qualidade da Informação* – quais sejam:

- a) Sistema Legal e Político
 - b) Padrões Contábeis
 - c) Incentivos Econômicos
- 
- i) Desenvolvimento de Mercados Financeiro
 - ii) Estrutura de Capital
 - iii) Estrutura de Propriedade
 - iv) Sistema Tributário

Goulart (2007, p.89) contribui indicando que as características discricionárias da contabilidade não são uniformes, pois sofrem influências em função do país e de sua realidade institucional e cultural.

Entretanto, Guimarães e Sheng (2011, p. 12) argumentam que a alteração na proteção dos investidores pode acarretar a melhoria do ambiente institucional e conseqüentemente influenciar as informações de outro modo.

Por outro lado, em algumas circunstâncias, podem ocorrer falhas no mercado e abrirem brechas para o comportamento oportunista dos *insiders* em decorrência do ambiente político e legal (ALMEIDA, 2010).

Por fim, ressalta-se que de maneira geral o ambiente institucional em que as empresas competem podem ocasionar diferentes incentivos as companhias.

Como salienta Almeida (2010, p.68), percebe-se que estes fatores, além de influenciarem as interferências contábeis, também têm reflexos nos controles das companhias referentes à tomada de decisão operacional.

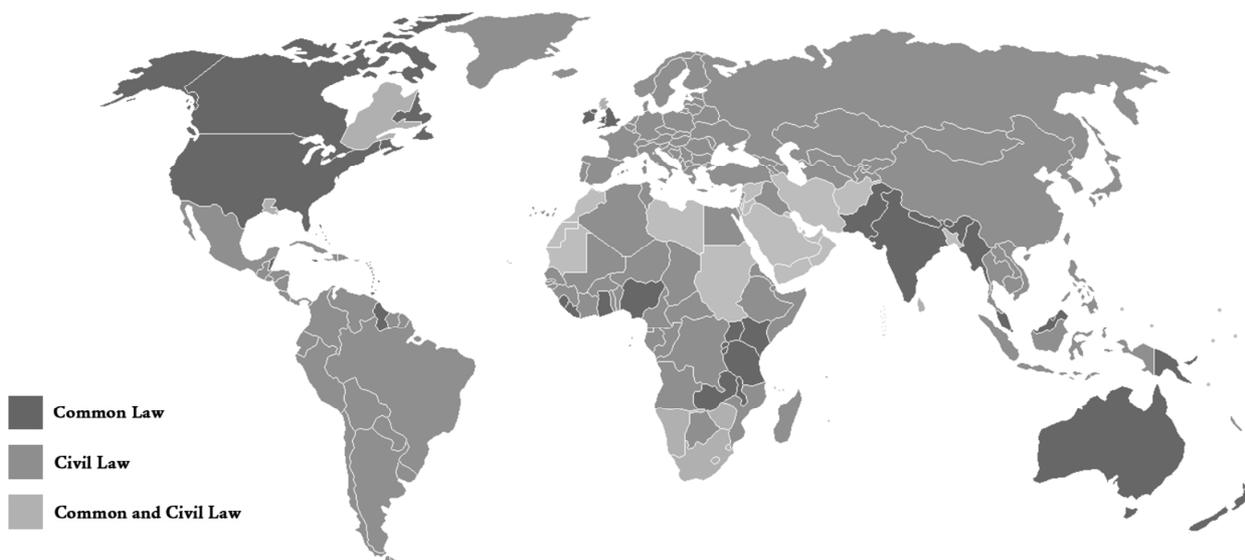
2.2.2 O PAPEL DO REGIME JURÍDICO: *COMMON LAW* E *CIVIL LAW*

Conforme apresentando até o momento, o sistema político e legal tem relevância para a compreensão deste estudo. Neste sentido, fazem-se necessárias breves considerações sobre os principais regimes jurídicos adotados pelos países.

As principais tradições do direito são baseados no regime *common law* ou *civil law*, porém existem nações que adotam ambos os modelos (UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT BERKELEY, 2011). A ILUSTRAÇÃO 03 indica os países e a respectiva tradição jurídica adotada.

Cumprido esclarecer que a tradição *common law* surgiu na Inglaterra durante a Idade Média e foi propagado para as colônias britânicas, tais como Estados Unidos, Canadá, Nova Zelândia e Austrália (UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT BERKELEY, 2011).

ILUSTRAÇÃO 03 – DISTRIBUIÇÃO MUNDIAL DO REGIME JURÍDICO



Fonte: UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT BERKELEY (2011, p. 5)

Também conhecido como direito consuetudinário, no qual a origem da regulamentação está ligada aos costumes e tradições (LOPES, 2002).

Nesta perspectiva, geralmente não há uma codificação das leis, ou seja, não existe uma compilação das normas legais. Trata-se de decisões reiteradas dos tribunais, os quais passam a ser considerados como precedentes.

O juiz tem um fundamental papel neste regime e na formação das leis (coleção de jurisprudências) a serem aplicadas aos novos casos.

Porto (2008, p. 8) salienta que na *common law* existem raízes profundamente pragmáticas e desvinculadas de qualquer compromisso com modelos abstratos representados por códigos.

As decisões assumem a função de estabelecer precedentes com força vinculante para assegurar que no futuro casos análogos sejam decididos igualmente.

Costa (2008, p. 22), por esta razão, argumenta que é um sistema singular no mundo, pois dificilmente estes preceitos serão codificados.

Por outro lado, tem-se a contrastante tradição *civil law* (ou *code law*), a qual foi desenvolvida na Europa continental e aplicada nas colônias das potências imperiais europeias, como Espanha e Portugal (UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT BERKELEY, 2011).

Os países que adotam este regime possuem códigos legais continuamente atualizados que visam abranger as possíveis relações sociais entre indivíduos e as áreas do direito, seja material ou processual.

Nesta abordagem, o juiz é o aplicador das leis, o qual busca estabelecer o nexo entre os fatos e os dispositivos legais vigentes. Não compete extrapolar os limites estabelecidos, mesmo que possa ser discrepante com a realidade social.

Santos (2011, p. 176) salienta que o aprimoramento do ambiente de informação está relacionado a dois fatores preponderantes, sendo os padrões contábeis e o sistema legal adotado pelo país.

Acrescenta-se também que:

O arcabouço legal influencia o sistema financeiro dos países. O sistema de contabilidade é um componente complementar do sistema institucional global do país e é determinado por meio dos incentivos que as empresas recebem para a divulgação de informações financeiras. Países com tradição *common law* tem melhor sistema de proteção para os investidores e o lucro contábil é significativamente mais oportuno que aqueles com tradição *civil law* (BALL, KOTHARI e ROBIN, 2000; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER, 1998).

Ressalta-se ainda que as práticas contábeis sofram influências do regime jurídico adotado pelo país (COSTA, 2008), tendo abordagens e origens diversas em decorrência das características de cada uma das tradições jurídicas.

Ball, Kothari e Robin (2000, p. 9) esclarecem que as normas contábeis no regime *common law* surgem da demanda dos setores privados e do mercado.

As regras evoluem conforme a necessidade e os anseios dos usuários, tornando-se práticas geralmente aceitas uma vez que tem origem na própria realidade social. Tais normas surgem e se tornam obrigatórias para todas as companhias, não como uma imposição unilateral do governo.

Em contra partida, no regime *civil law* as regras contábeis tem origem no setor público e são estabelecidas principalmente como forma de arrecadação de tributos para a administração pública.

As complexas normas e formalidades são codificadas, buscando prever o maior número possível de situações, desde princípios abstratos até procedimentos de como as demonstrações devem ser realizadas.

Braga (2011, p. 35) acrescenta ainda que as práticas contábeis em países com regime *civil law* sofrem grande influências políticas, diferentemente do que ocorre nos países *common law*, onde as normas tem origem no setor privado.

O ambiente institucional também apresenta falhas para funcionar eficientemente. Esta falhas tendem a ocorrer em países cujo sistema legal é *civil law*, como é o caso do Brasil, como aponta Almeida (2010, p. 15).

Neste tipo de ambiente institucional frágil há uma maior facilidade para a expropriação e redução da qualidade das informações contábeis.

Acrescenta-se ainda que o principal problema neste tipo de ambiente é aplicação das leis (*enforcement*), o que reduz os incentivos aos executivos para divulgarem informações fidedignas e oportunas.

Almeida (2010, p. 15) destaca também que as falhas do ambiente institucional e a influência do ambiente competitivo proporcionam incentivos que podem afetar o comportamento e a discricionariedade contábil.

A governança corporativa pode ser considerada uma resposta para minimizar a assimetria de informações (BRAGA, 2011).

Neste diapasão, países com tradição jurídica *common law* adotam um modelo de governança orientado aos *shareholders*, que objetivam divulgar informações ao mercado como forma de aumentar a transparência e reduzir a assimetria (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

O regime baseado na *civil law* segue o modelo orientado ao *stakeholders* que primam pela divulgação de informações via canais privado. Nesta abordagem não existem incentivos para divulgação de informações com maior transparência.

Braga (2011, p. 35) avaliou que o modelo brasileiro de governança é classificado como *stakeholders*, considerando outros estudos analisados pelo autor. Ressalta-se que a definição seja coerente ao regime jurídico adotado no Brasil.

Outro fator importante é a fonte de financiamento. Em países com características *civil law* o sistema financeiro é voltado para o mercado de dívida do que mercado de capitais (BRAGA, 2011)

Neste ambiente um número pequeno de instituições financeiras suporta a maior parte da demanda de financiamento das operações das companhias. Como consequência, existe uma baixa divulgação de informações.

Entretanto, Braga (2011, p. 36) aponta que no regime *common law* a maior fonte de financiamento das empresas é o mercado de capital, o que proporciona uma maior relevância das demonstrações divulgadas.

A concentração acionária é outro fator que exerce influência nas informações contábeis divulgadas ao mercado.

Em países com regime *common law* a estrutura acionária é dispersa, diferentemente do que ocorrem em regimes *civil law*, como o cenário brasileiro, onde existe uma extrema concentração acionária (LOPES, 2001).

Braga (2011, p.36) acrescenta que o fato da estrutura acionária das companhias serem concentradas também indica que existe um baixo nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

Geralmente os mercados desenvolvidos, como o americano, o regime jurídico é baseado na *common law* e a estrutura acionária é dispersa. Além disto, o mercado é considerado a principal fonte de financiamento das organizações. Estas características são um incentivo para as organizações divulgarem informações tempestivas e relevantes para atrair mais investidores (BRAGA, 2011).

Neste contexto, aponta-se que em ambientes *civil law* o lucro contábil é mais constante e menos oportuno na incorporação de mudanças correntes no valor de mercado, quando comparado com país com tradição *common law* (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Braga (2011, p. 26) observou que o ambiente institucional pode afetar os responsáveis pela elaboração das demonstrações financeiras.

A relevância da informação contábil se mostrou superior em países considerados *common law*, como Estados Unidos, Inglaterra, Canadá, Austrália (LA PORTA et al., 1998).

Além do regime jurídico, outros fatores também favorecem a relevância da informação nos referidos países, tais como: mercados desenvolvidos, pulverização das ações negociadas e mercados como principal fonte de financiamento.

Ademais, La Porta et al. (1998) aponta que, independente do nível de desenvolvimento econômico, em ambientes *common law* existem evidências de uma maior proteção aos acionistas e credores, diferentemente do que ocorre em países com tradição *civil law*.

Considerando o modelo de Soderstrom e Sun (2007) e os fatores indicados, infere-se que no cenário brasileiro o ambiente institucional não fornece incentivos apropriados para a publicação de demonstrações financeiras com qualidade.

As evidências encontradas em estudos que avaliam o efeito dos fatores institucionais nas propriedades da informação contábil indicam que em países com características *civil law* a qualidade da informação é menor, quando comparado os resultados de países *common law* (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Outro fator que corrobora a assertiva de que no cenário brasileiro a qualidade da informação não é adequada é modelo de governança. Braga (2011, p. 36) aponta que o modelo brasileiro é voltado para os *stakeholders*, onde os incentivos são fracos para a divulgação de informações com qualidade.

Por fim, tendo em vista o grande número de hipóteses e relações envolvendo os diferentes regimes jurídicos, resume-se no QUADRO 02 algumas das principais características identificadas entres os modelos.

QUADRO 02 – DIFERENÇAS PARA CONTABILIDADE (*COMMON LAW* X *CIVIL LAW*)

FATORES	<i>COMMON LAW</i>	<i>CIVIL LAW</i>
Regulamentação <i>Lopes (2001) e Braga (2011)</i>	Estruturas gerais de organização (mercado financeiro, prof. contábil, etc...) menos regulamentadas. Normas têm origem nas necessidades e anseios dos setores privados e do mercado.	Estruturas gerais de organização (mercado financeiro, prof. contábil, etc...) mais regulamentadas. Normas têm origem no setor público e visam principalmente a arrecadação de tributos e os interesses políticos.
Estrutura de Propriedade <i>Lopes (2001)</i>	Estrutura acionária dispersa entre um grande número de acionistas. (<i>Shareholder System</i>). Grande demanda por informações públicas.	Controle nas mãos de poucos acionistas e ligados à gestão. (<i>Stakeholder System</i>). Baixa demanda por informações públicas.

Continua

Conclusão

FATORES	COMMON LAW	CIVIL LAW
Sistema Tributário <i>Lopes (2001)</i>	Pequena influência da legislação tributária.	Forte Interferência da legislação tributária.
Padrões Contábeis e Regulamentação Contábil <i>Lopes (2001) e Braga (2011)</i>	Está fora da esfera de influência governamental. Foco na demanda dos investidores. Padrões contábeis e as normas tributárias são considerados assuntos diferentes.	O governo tem forte participação na definição de assuntos contábeis. Foco nas demandas tributárias. Padrões contábeis são para atendimento das formalidades tributárias e outras exigências regulatórias.
Desenvolvimento de Mercados Financeiro <i>Braga (2011)</i>	Geralmente apresentam um elevado padrão de desenvolvimento e demanda por divulgação de informações relevantes.	Geralmente apresentam um baixo padrão de desenvolvimento e demanda por divulgação de informações relevantes.
Estrutura de Capital <i>Braga (2011)</i>	Mercado de capitais é a principal fonte de financiamento das companhias. A informação contábil tem maior relevância.	Mercado de dívida (crédito) é a principal fonte de financiamento das companhias. Baixa demanda por informações contábeis publicamente divulgadas.
Proteção aos investidores, credores e acionistas <i>(La Porta et al., 1998)</i>	Maior proteção legal aos investidores, baixo risco de expropriação dos acionistas minoritários.	Baixa proteção legal aos investidores, maior risco de expropriação dos acionistas minoritários.
Modelo de Governança <i>Braga (2011)</i>	Orientado aos <i>shareholders</i> . Divulgação de informações contábeis ao mercado.	Orientado aos <i>stakeholders</i> . Divulgação de informações via canais privados.
Enforcement <i>Almeida (2010) e Braga (2011)</i>	Efetiva aplicação das leis, forte incentivo para divulgação de informação com qualidade.	Fraca aplicação das leis, baixo incentivo para divulgação de informação com qualidade.
Custo de Capital <i>Braga (2011)</i>	Em geral apresenta um menor custo de capital, dado ao baixo risco ao investidor.	Em geral apresenta um maior custo de capital, pois o risco ao investidor é maior.
Qualidade da Informação Contábil <i>La Porta et al. (1998), Almeida (2010) e Braga (2011)</i>	Maior relevância, transparência, conservadorismo e qualidade da informação.	Menor relevância, transparência, conservadorismo e qualidade da informação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.2.3 SARBANES-OXLEY - PROTEÇÃO EXTRA AOS INVESTIDORES

Aponta-se que a Lei *Sarbanes-Oxley* é uma das medidas jurídicas mais significativas da legislação comercial nos últimos cinquenta anos.

Este arcabouço legal trouxe mudanças fundamentais no ambiente empresarial dos Estados Unidos e dos países que interagem com o mercado americano (DELOITTE, 2003, p. 3).

Ressalta que a legislação foi criada para trazer equilíbrio ao mercado financeiro, restaurando a confiança dos investidores (BRITES; FUNCHAL; BAPTISTA, 2009).

Drimel (2006, p. 32) indica que a referida legislação procurou fortalecer o ambiente de controle interno, os mecanismos de governança, o envolvimento do Comitê de Auditoria, a padronização dos processos e principalmente elevar responsabilização dos principais executivos.

Estes mecanismos trazem efeitos positivos para as empresas por meio do monitoramento eficiente, controles internos mais rígidos e penalidades severas aos gestores (BRITES; FUNCHAL; BAPTISTA, 2009).

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 2) acrescenta ainda que o aumento do monitoramento entre agente e principal, o que eleva o nível de confiabilidade das demonstrações contábeis, visa minimizar a assimetria informacional.

Entretanto, ressalta-se que nestes últimos anos estes mecanismos têm sido amplamente discutidos, porém seus benefícios para as organizações e mercado ainda não são claramente conhecidos (DRIMEL, 2006).

2.2.3.1 Contexto histórico da legislação

Ao longo do desenvolvimento das organizações o mercado se tornou complexo. Da simples troca no mundo material, entre indivíduos em mercados locais, a um número cada vez maior de companhias transacionando produtos e serviços num mundo globalizado.

Neste contexto, a participação do Estado nem sempre foi amigável na dinâmica para regular as relações entre os agentes econômicos, principalmente em ambientes com tradição *civil law*.

Adepto do pensamento de Adam Smith (1723-1790), Jean-Baptista Say (1767-1832) defendia o livre comércio, bem como encorajava o fluxo desimpedido de barreiras entre as fronteiras para um mercado internacional (ARTHMAR, 2009).

A crença de que o mercado livre sempre se ajustaria automaticamente foi uma importante contribuição apresentada por este autor.

Ocorre que em 2002 um número significativo de escândalos contábeis e fraudes provocados por grandes corporações, como a Enron, WordCom, Tyco e tantas outras, abalaram a confiança dos investidores (DANTA, 2006, p. 80).

Manchetes dos noticiários do mundo todo só tratavam deste assunto. Os escândalos evidenciaram uma ferida no mercado de capitais americano nunca visto.

Acreditou-se que estes problemas poderiam emergir também em outras companhias e gerar um colapso, abalando todo o mercado de capitais. Desta forma, o risco de afetar o mercado como um todo fez com que o congresso americano rapidamente promulgasse em julho de 2002 a Lei *Sarbanes-Oxley*.

Idealizada pelos senadores Paul Sarbanes e Michael Oxley, a lei buscou uma extensa reforma corporativa.

O Congresso Americano pressionado pela opinião pública e após diversos debates pôs fim a tradicional auto-regulação baseada no modelo das melhores práticas, as quais ficavam a cargo dos estados.

Além disto, definiu-se que a competência legislativa para o tema é da *Securities and Exchange Commission*.

A eclosão da crise de certa forma foi surpresa, entretanto, analisando-se o histórico de muitas organizações fica evidente o descaso com as práticas de governança estabelecida.

Amorim (2006, p. 10) ressalta que segundo o *General Accounting (GAO)*, antes de 2002, uma entre dez organizações listadas na Bolsa de Nova York republicaram seus demonstrativos de resultado. Acrescentou ainda que os problemas contábeis identificados abalaram a confiança de investidores.

As práticas de governança corporativa e os princípios contábeis adotados por estas companhias foram questionados. Esses escândalos provocaram a quebra de confiança nos controles utilizados por estas instituições.

Em resposta, o Congresso Americano promulgou uma legislação com fortes dispositivos coercitivos para elevar a proteção e confiança dos investidores, minimizar a possibilidade de fraudes corporativas no futuro e aumentar a transparência no mercado (AMORIM, 2006, p. 45).

A preocupação com a proteção dos investidores e a melhoria da qualidade da informação divulgada ao mercado é tamanha que o legislador deixa isto expresso já no objetivo da legislação (UNITED STATES OF AMERICA, 2002, p. 745), sendo: *“To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes.”*

Este dispositivo teve por objetivo precípua recuperar a credibilidade deste mercado fragilizado pelos escândalos, bem como aumentar os poderes da SEC.

Além disto, aumentar consideravelmente a responsabilidade dos administradores, o nível de proteção dos investidores e a qualidade das demonstrações financeiras (KPMG, 2003, p.1).

Esta legislação é composta por três seções. Na primeira são apresentados os 11 títulos, cada qual subdividido em seções que disciplinam pormenorizadamente o conteúdo abordado pelo legislador, conforme indicado no QUADRO 03.

QUADRO 03 – TÍTULOS DA LEI SARBANES-OXLEY 2002

TÍTULO	ASSUNTO	SEÇÕES
<i>I</i>	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>	<i>101 a 109</i>
<i>II</i>	<i>Auditor Independence</i>	<i>201 a 209</i>
<i>III</i>	<i>Corporate Responsibility</i>	<i>301 a 308</i>

Continua

		Conclusão
TÍTULO	ASSUNTO	SEÇÕES
IV	<i>Enhanced Financial Disclosures</i>	401 a 409
V	<i>Analyst Conflicts Of Interest</i>	501
VI	<i>Commission Resources And Authority</i>	601 a 604
VII	<i>Studies and Reports</i>	701 a 705
VIII	<i>Corporate and Criminal Fraud Accountability</i>	801 a 807
IX	<i>White-Collar Crime Penalty Enhancements</i>	901 a 906
X	<i>Corporate Tax Returns</i>	1001
XI	<i>Corporate Fraud And Accountability</i>	1101 a 1106

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que a legislação trata de diferentes temas, desde conflito de interesses, comitê de auditoria, criminalização de algumas condutas, como fraude acionária, dentre outros pontos que serão detalhados no item 2.2.3.2.

Na seção 2 da SOX, o legislador indicou os termos utilizados na lei e suas definições. No QUADRO 04 são transcritos os mais relevantes.

QUADRO 04 – PRINCIPAIS TERMOS DA LEGISLAÇÃO

TERMO	DEFINIÇÃO
<i>Appropriate State Regulatory Authority</i>	Autoridade responsável em regulamentar a prática contábil de empresas de auditoria/contabilidade registradas ou associações similares.
<i>Audit</i>	O exame das demonstrações financeiras de uma entidade emissora de ações, realizado por uma empresa independente de auditoria/contabilidade, com o propósito de emitir uma opinião sobre essas demonstrações.
<i>Audit Comitee</i>	Um comitê estabelecido por alguns, ou todos, os membros do conselho administrativo com o propósito de supervisionar o processo de divulgação de relatórios financeiro/contábil e auditar as demonstrações financeiras da entidade emissora de ações; Se não houver tal comitê, será todo o conselho administrativo da entidade emissora de ações.
<i>Audit Report</i>	Documento ou registro que preparado após uma auditoria com o propósito de adequação aos requisitos da <i>Securities Laws</i> ; e onde empresa de auditoria opine sobre as demonstrações financeiras, ou declare que tal opinião não possa ser expressa.

Continua

Conclusão

TERMO	DEFINIÇÃO
<i>Board</i>	Significa <i>Public Company Accounting Oversight Board</i> estabelecido na seção 101 da lei.
<i>Commission</i>	Significa <i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC). Esse órgão foi criado no Securities Exchange act de 1934 e tem como principal objetivo proteger os investidores e manter a integridade do Mercado acionário (<i>protect investors and maintain the integrity of the securities markets</i>).
<i>Issuer</i>	Entidade emissora de ações que estão sujeitas a lei <i>Sarbanes-Oxley</i> , conforme já descrito anteriormente, genericamente será denominada nesse trabalho como empresa.
<i>Non-Audit Services</i>	Qualquer serviço prestado por uma empresa de auditoria que não seja para fins de auditoria ou revisão das demonstrações financeiras.
<i>Person associated with a public accounting firm</i>	Em geral: qualquer pessoa associada a uma empresa de auditoria (diretor, sócio, contador, etc.) que tenha conexão com a preparação ou emissão do relatório de auditoria e ainda: a) Receba qualquer remuneração (salário/ participação nos lucros/ entre outros) dessa empresa; b) Participe como um agente representativo em qualquer atividade dessa empresa.
<i>Professional Standards</i>	Princípios contábeis que são: a) estabelecidos por um órgão regulamentador como previsto nas seções 19 (b) do Securities Act de 1933, como a essa lei, seção 13 (b) do SEA of 1934; relevantes para os relatórios de auditoria de um determinado órgão emissor de títulos, ou demandados no controle de qualidade de alguma empresa de auditoria registrada; b) padrões de auditoria, políticas de controles de qualidade, padrões éticos e de competência que o Board ou Comissão determinar: i) relacionados a preparação ou emissão dos relatórios de auditoria; ii) serão estabelecidos ou adotados pelo Board sob a seção 103 (a), ou são promulgados como regras da Comissão.
<i>Public accounting firm</i>	Entidade legal que exerça atividade de auditoria, serviços contábeis, ou serviços de preparação ou emissão dos relatórios de auditoria; e Extensivamente qualquer pessoa associada a essas entidades. Genericamente trataremos nesse trabalho como empresa de auditoria/contabilidade.
<i>Registered Public Accounting firm</i>	Empresa de Auditoria/Contabilidade registrada de acordo com essa Lei.
<i>Rules of the Board</i>	Regras, práticas, políticas ou interpretações realizadas pelo Board (submetidas para aprovação, modificação ou emendas pela Comissão, de acordo com a seção 107) que a Comissão determinar como regras do Board.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Amorim (2006, p. 48-50).

Por fim, na seção 3 são indicadas as regras e autoridade de execução da *Commission*, que será o órgão responsável por regulamentar a profissão contábil, as empresas de auditoria e de contabilidade e as pessoas associadas as empresas.

Além disto, compete estabelecer os padrões e práticas que esses deverão adotar, assim como tomar as medidas disciplinares cabíveis em caso de desrespeito aos preceitos legais (AMORIM, 2006, p. 48-51).

2.2.3.2 Principais dispositivos da Sarbanes-Oxley

Observa-se numa rápida análise que a *Sarbanes-Oxley* é uma legislação ampla e que aborda diversos aspectos relacionados à governança corporativa e, principalmente, à transparência das informações financeiras.

No QUADRO 05, pode-se ter uma visão geral de cada um dos títulos da legislação americana. Na sequência serão descritos de maneira mais detalhada os principais tópicos deste arcabouço jurídico.

QUADRO 05 – RESUMO DO CONTEÚDO DA SARBANES-OXLEY

TÍTULO	SEÇÕES	CONTEÚDO
I	101 a 109	Cria o <i>Public Company Accounting Oversight Board</i> , bem como estabelece sua composição, atribuições e poderes.
II	201 a 209	Define parâmetros relacionados à independência dos auditores externos, assim como as atividades proibidas, ou seja, consideradas fora do escopo do auditor.
III	301 a 308	Estabelece a responsabilidade da administração da empresa referente ao comitê de auditoria, demonstrativos financeiros, influência na conduta dos auditores, penalidades dos executivos, negociações, responsabilidade dos advogados e fundos a disposição dos investidores.
IV	401 a 409	Aspectos relacionados ao aprimoramento da divulgação de informações financeiras.
V	501	Estabelece a independência que se espera da opinião de analistas de mercado sobre a situação e as perspectivas de empresas em análise.
VI	601 a 604	Define os poderes e as atribuições da <i>Securities and Exchange Commission</i> , ampliando seu limite de atuação.

Continua

Conclusão		
TÍTULO	SEÇÕES	CONTEÚDO
VII	701 a 705	Determina a realização de uma série de estudos e investigações sobre o setor de auditoria, conduta das agências, profissionais envolvidos em má conduta e fraudes ocorridas no mercado de capitais.
VIII	801 a 807	Elenca punições mais severas para gestões que praticarem fraudes.
IX	901 a 906	Amplia as penalidades para os crimes de colarinho branco.
X	1001	Atribuído ao presidente da empresa a responsabilidade pessoal sobre as declarações de imposto de renda.
XI	1101 a 1106	Estabelece as fraudes corporativas e as punições para uma série de crimes, como adulteração e destruição de arquivos, retaliação a informantes sobre fraudes, entre outros.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A *Sarbanes-Oxley* vem impor um novo modelo legal às empresas, sejam americanas ou estrangeiras que possuem ações ou ADR negociadas nas bolsas de valores mobiliários dos Estados Unidos.

Ressalta-se a obrigatoriedade da aplicação desta legislação as companhias de capital aberto. Nenhum dos parâmetros legais estabelecidos na SOX é negociável, devendo o modelo ser acatado em sua plenitude pelas organizações (DELOITTE, 2003, p. 6).

Dentre os dispositivos apresentados pela legislação, Mendonça (2008, p. 17) destaca a importância daqueles que visam tornar as auditorias mais confiáveis e assegurar a independência do auditor, como a criação dos comitês de auditoria.

Além disto, ressalta-se a responsabilização da alta administração, especificamente diretores executivos e financeiros, pelos controles internos e qualidade das demonstrações financeiras divulgadas (DELOITTE, 2003, p. 6).

a) Qualidade dos Serviços de Auditoria

A atividade de auditoria é um elemento chave no processo de governança corporativa. Isto ficou ainda mais em evidência após as falhas e os escândalos contábeis, o que impulsionou o legislador a realizar uma reforma significativa neste ramo de atividade (MENDONÇA, 2008, p. 17).

Destaca-se alguns dos principais pontos desta reforma, quais sejam:

i) Public Company Accounting Oversight Board

Inicialmente, aponta-se a mudança de supervisão das empresas de auditoria. Esta atividade era regulada e supervisionada pela SEC e após promulgação *Sarbanes-Oxley* passou a ser diretamente controlada pelo *Public Company Accounting Oversight Board* (MENDONÇA, 2008, p. 18).

O Título I, seções de 101 a 109, cria a entidade como um órgão independente, não governamental e sem fins lucrativos (AMORIM, 2006, p. 51).

Com o objetivo de preservar os interesses dos investidores a instituição tem como responsabilidade supervisionar os relatórios financeiros divulgados e as atividades desenvolvidas pelas empresas de auditorias.

Este órgão tem a atribuição de estabelecer padrões relacionados aos procedimentos de auditoria, controle de qualidade, código de ética, dentre outros requisitos para as empresas de auditoria registradas (BRITES; FUNCHAL; BAPTISTA, 2009, p. 5).

Amorim (2006, p. 54) destaca ainda que:

Para isso, poderá aceitar sugestões de grupos de profissionais de contabilidade ou outros “advisory groups”, ou até rejeitar pronunciamentos, como os realizados pela American Institute of Certified Public Accountant (AICPA) – desde que se prevaleça a lei, o interesse público e para proteção dos investidores (Anexo seção 103 (a) (1)).

A instituição tem a competência para inspecionar, julgar e sancionar as empresas ou indivíduos por eventuais violações a lei ou regras estabelecidas.

Acrescenta Amorim (2006, p. 56) que “o Board poderá estabelecer investigações e procedimentos disciplinares sempre que uma empresa de contabilidade violar qualquer item da Lei, bem como as regras do Board, da Comissão ou da Security Law”.

ii) Independência dos Auditores

Outro importante dispositivo trazido pela SOX vem disciplinar a independência dos auditores, conforme é instituído no Título II (seções 201 a 206).

Para Mendonça (2008, p. 18) o legislador com o compromisso fundamental de melhorar a independência da auditoria externa realizou adequações significativas.

Além disto, disciplinou os parâmetros de qualidade e dos honorários dos serviços de auditoria, bem como dos eventuais conflitos de interesses entre a administração e a empresa de auditoria externa.

Objetivando assegurar maior independência na atuação da auditoria, existe ainda a expressa proibição da prática de alguns serviços considerados fora do escopo dos auditores.

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 5) resume estas atividades em:

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.

Outro mecanismo que visa mitigar riscos aos negócios, evitar fraudes e garantir transparência aos resultados contábeis das companhias diz respeito ao rodízio obrigatório entre o responsável principal ou revisor do serviço de auditoria de uma determinada companhia a cada cinco anos fiscais (BRITES; FUNCHAL; BAPTISTA, 2009, p. 5).

iii) Comitê de Auditoria

A Seção 301 da *Sarbanes-Oxley* instituiu a obrigatoriedade da criação do Comitê de Auditoria, bem como estabeleceu critérios para composição do comitê de auditoria. Neste sentido, Coimbra (2011, p. 87) reforça a relevância do comitê de auditoria na estrutura de governança corporativa.

O comitê subordina-se ao conselho de administração e é composto por no mínimo três membros do conselho, dos quais ao menos um deverá ser especialista em finanças e os outros devem atender as exigências de independência em relação aos auditores externos e à administração da empresa (COIMBRA, 2011, p. 87).

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 5) esclarece que as atividades de auditoria devem ser desvinculada da diretoria financeira, sendo de competência do comitê a responsabilidade direta por supervisionar as atividades dos auditores.

O referido autor acrescenta ainda que a finalidade da criação do comitê de auditoria é terminar com a provável cumplicidade entre a empresa e os auditores.

Para Amorim (2006, p. 62) a independência durante o processo de auditoria é um dos pontos mais importantes indicados na legislação.

Além disto, o comitê é encarregado de aprovar os relatórios financeiros e a divulgação de informações para as partes interessadas, bem como monitorar quaisquer mudanças nos indicadores financeiros (COIMBRA, 2011, p. 87).

Também compete selecionar a empresa de auditoria e apresentar as opções ao conselho de administração, bem como durante a execução do processo acompanhar e revisar seus planos de trabalho com vista a obter uma avaliação imparcial da gestão de risco, controles internos e governança corporativa.

Outra importante responsabilidade é o acompanhamento de potenciais conflitos de interesse e do cumprimento do código de ética e conduta.

Coimbra (2011, p. 89) analisando a Guia de Orientação para Melhores Práticas de Comitês de Auditoria do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) indica as diversas atividades que deverão ser desempenhadas, entre elas, assegurar-se de que os documentos necessários ao atendimento da legislação vigente sejam providenciados, avaliar o processo de preparação dos relatórios financeiros e a consistência das informações das demonstrações, avaliar escolhas nas práticas contábeis, dentre outras.

Registra-se ainda que no Brasil a SEC autorizou o conselho fiscal atuar como comitê de auditoria, porém deverá acatar as exigências da legislação de ambos os países.

Cumpra esclarecer ainda que o conselho fiscal não possui funções similares as de um comitê de auditoria, uma vez que não são membros independentes do conselho de administração e possuem funções eminentemente fiscalizadoras. Ao passo que o comitê, além de fiscalizar, exerce atribuições administrativas (COIMBRA, 2011, p. 92).

b) Responsabilidade dos Principais Executivos

Na Seção 302 e 404 concentram-se grande parte da discussão em torno da *Sarbanes-Oxley*. Estas seções disciplinam um importante dispositivo que envolve pessoalmente o diretor executivo e diretor financeiro (DELOITTE, 2003, p. 2).

Com base nestes parâmetros legais, os principais executivos deverão declarar que pessoalmente são responsáveis pelos controles internos e demais procedimentos relacionados à divulgação das informações financeiras (BRITES; FUNCHAL; BAPTISTA, 2009, p. 6).

Periodicamente o CEO e o CFO emitirão uma certificação de que realizaram uma avaliação da eficácia dos controles internos envolvidos na produção dos dados que compõe as demonstrações financeiras.

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 5) esclarece 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 verdadeiras, que não contém nenhuma declaração falsa de um fato material ou omissão de fatos materiais necessários (não induzindo ao erro), que foram revisados e 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.

Além de atestar a qualidade das informações, os executivos devem comunicar ao comitê de auditoria eventuais deficiências identificadas nos controles, insuficiências materiais ou qualquer ato fraudulento (DELOITTE, 2003, p. 2).

Este mecanismo torna os executivos explicitamente responsáveis por estabelecer, avaliar e acompanhar a eficácia da estrutura de controles internos.

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 5) aponta que por meio da SOX os controles internos e os relatórios financeiros se tornam mais consistentes e confiáveis, o que eleva o grau de responsabilidade do CEO/CFO e auditores, minimizando o risco de manipulação dos resultados.

Acrescenta-se também o papel da Seção 906, equivalente a certificação da Seção 302. Coimbra (2011, p. 63) esclarece que para facilitar a instauração de um processo criminal em face dos executivos certificantes, o referido dispositivo impõe o arquivamento de uma certificação no Ministério de Justiça norte-americano.

Além disto, a referida seção disciplina também que as penalidades por infrações praticadas pelos executivos em decorrência de informações falsas nas certificações indicadas nas Seções 302 e 404.

Estas medidas visam garantir que os demonstrativos contábeis reflitam a realidade econômico-financeira da companhia, uma vez que os principais executivos da companhia se envolvam pessoalmente com a eficiência e eficácia dos controles e que as divulgações das informações sejam transparentes e confiáveis.

Para Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 5) um dos objetivos destes mecanismos coercitivos impostos pela *Sarbanes-Oxley* é exigir que os principais executivos tenham responsabilidade sobre suas organizações, minimizando assim os riscos com fraudes.

Por fim, registra-se que alguns administradores consideram desanimador a complexidade que envolve o cumprimento das regras trazidas pela SOX, devido as implicações pelo descumprimento e os altos custos para adequação da estrutura existente nas organizações (DELOITTE, 2003, p. 2).

c) Responsabilização Criminal e Pecuniária dos Executivos

A *Sarbanes-Oxley*, como já indicado anteriormente, surge em meio a diversos escândalos contábeis.

Danta (2006, p. 16) acrescenta que o clima de desconfiança no mercado era tamanho que as pesquisas divulgadas na mídia apontavam que:

77% do público acredita que a ganância e corrupção dos chefes executivos causaram a queda financeira norte-americana (CNN/ USA Today, Julho 2002);

71% dos investidores afirmam que a fraude contábil é excessiva (Pesquisa a Investidores na Main Street, Julho 2002);

82% dos investidores acreditam que são necessárias novas leis mais rígidas (Harris Poll, Julho 2002 - Harris Poll é uma empresa de pesquisa).

54% dos gerentes dizem que “não há apenas algumas maçãs podres entre as empresas” (F.D. Morgan Walke Poll, Agosto 2002);

81% dos gerentes financeiros e analistas acham que os executivos colocam seus próprios interesses na frente dos acionistas (Broadgate Consultants, Março 2002);

71% dos gerentes financeiros dizem que o pagamento do executivo é muito alto e 0% dizem que é muito baixo ou justo (Pearl Meyer, Junho 2002);

70% das fraudes financeiras das corporações estudadas entre 1987 e 1999 envolviam Chefes Executivos (The Wall Street Journal, Julho 2002).

Neste contexto, o legislador foi incumbido de coibir futuras condutas lesivas às organizações, aos investidores e ao mercado norte-americano em geral.

Analisando a *Sarbanes-Oxley*, observa-se que existem diversos pontos disciplinando esta temática, como, por exemplo, as Seções de 801 a 807 onde são definidas punições mais severas para gestores que praticarem fraudes.

Além disto, as Seções 901 a 906 ampliam as penalidades para os crimes denominados de *White-Collar*.

Por fim, as Seções 1101 a 1106 disciplinam as fraudes corporativas e as punições decorrentes de uma série de crimes, como adulteração e destruição de arquivos, retaliação a informantes sobre fraudes, entre outros.

Para Danta (2006, p. 100) “este tipo de sanções faz muitos executivos recuarem em suas ambições de lucros fáceis, bônus por desempenho, operações duvidosas e divulgação de demonstrações financeiras que não sigam as melhores práticas contábeis.”

O autor aponta ainda que dentre os dispositivos existentes na legislação analisada, destaca-se a Seção 906 como um forte mecanismo de dissuasão para executivos, a qual vem estabelecer as seguintes penalidades:

[...] (c) Sanções Penais – Quem quer
1) que certifique um relatório de acordo com o apontado nas subseções (a) e (b) desta seção sabendo que o relatório periódico que acompanha as demonstrações com todos os requerimentos apontados nesta seção, será multado em até US\$ 1.000.000,00 ou prisão de 10 anos, ou ambos; e ainda
2) que voluntariamente certifique um relatório de acordo com apontado nas subseções (a) e (b) desta seção sabendo que o relatório não cumpre com os requerimentos indicados nesta seção será multado em até US\$ 5.000.000,00 ou prisão de até 20 anos ou ambos. (UNITED STATES, 2002, Seção 906).

Como indicado, as consequências para os envolvidos em fraude de demonstrações financeiras são severas, resultado em penalidades financeiras e de restrição da liberdade.

As punições são estabelecidas para desestimular os indivíduos a alterar, destruir, encobrir, falsificar ou criarem falsas entradas em registros, documentos ou demonstrações financeiras divulgadas ao mercado (BRITES; FUNCHAL; BAPTISTA, 2009, p. 6).

O papel da proteção legal dada pelo legislador aos empregados que venham a denunciar os crimes de fraude é um ponto de destaque.

Este mecanismo vem estimular a delação, pois o funcionário não poderá sofrer nenhum tipo de discriminação ou mesmo ser dispensado, transferido ou ameaçado por qualquer gestor da companhia.

Registra-se ainda que durante cinco anos as organizações se obriguem a manter os relatórios de auditoria e suas revisões arquivadas em local adequado e em condições de serem analisados caso seja detectada qualquer desvio de conduta.

Outra consequência decorrente da prática de fraude é o veto de executivos envolvidos em escândalos na participação de diretorias ou conselho de companhias com capital aberto.

Por fim, Danta (2006, p. 27) ressalta também que um grande número de indivíduos é levado a deixar seus cargos, porém não admitem explicitamente a culpa ou mesmo são condenados a prisão.

2.3 PODER DISCRICIONÁRIO DO ADMINISTRADOR

2.3.1 DISCRICIONARIEDADE NA PRÁTICA DA CONTABILIDADE

A discricionariedade contábil pode ser caracterizada como a faculdade prescrita aos administradores nas normas contábeis e legislação vigente quanto à liberdade de escolhas contábeis.

Neste sentido, escolhas contábeis podem ser caracterizadas como qualquer decisão com objetivo de influenciar o resultado da contabilidade, incluindo, além das demonstrações divulgadas ao mercado, outras informações derivadas da contabilidade (FIELDS; LYS; VICENT, 2001).

Murcia (2010, p. 21) aponta que estas escolhas podem ocorrer nas três etapas do processo contábil, quais sejam:

Reconhecimento: Escolha de como se reconhecer determinado evento econômico ou ainda não reconhecê-lo. Por exemplo, reconhecer um instrumento financeiro como disponível para venda ou mantido até o vencimento, reconhecer ou não um passivo ambiental, etc.;

Mensuração: Escolha de qual método de avaliação utilizar. Por exemplo, PEPS ou média ponderada, para a avaliação do estoques, linear ou exponencial, para a depreciação, etc. e

Divulgação: Escolha de se evidenciar ou não determinada informação de caráter voluntário. Por exemplo, projeção de lucros futuros, EBITDA, etc.

Almeida (2010, p.16) esclarece ainda que:

A discricionariedade contábil pode ser compreendida pelas escolhas contábeis (práticas de gerenciamento de resultados), pela interferência nos *accruals*¹⁴ ou pelos incentivos advindos do mercado para reconhecer tempestivamente perdas econômicas (conservadorismo) conforme suas expectativas (FIELDS et al., 2001). No entanto, em qualquer uma das circunstâncias, os agentes nas firmas intervêm nos números contábeis para evitar divulgar prejuízo ou suavizar os resultados, reduzindo suas oscilações e, conseqüentemente, amenizando a percepção de risco pelo mercado.

A legislação societária concede certo grau de arbitrariedade quanto às escolhas contábeis, apesar de apresentar restrições no tocante à contabilização, elaboração e evidenciação da informação econômico-financeira (COSENZA; GRATERON, 2003).

Carlin (2009, p.24) aponta que administradores interferem nos resultados por meio das *accruals*, os quais correspondem à diferença entre o lucro contábil de uma companhia e o seu fluxo de caixa subjacente. As transações que compõe o lucro contábil não implicam, obrigatoriamente, em movimentações dos fluxos de caixa.

Os *accruals* podem ser divididos em discricionários e não discricionários. Em algumas situações, não há certo grau de arbitrariedade para os administradores gerirem os *accruals*, denominados não discricionário, pois existem valores que são contabilizados no resultado e não afetam os fluxos de caixa.

Por outro lado, os *accruals* discricionários são aqueles que concedem ao gestor liberdade de escolha em sua forma de reconhecimento e mensuração, conforme preceitua as práticas contábeis.

No QUADRO 06 são apresentadas algumas das práticas contábeis que permitem o uso da discricionariedade por parte do gestor.

QUADRO 06 – PRÁTICAS E DISCRICIONARIEDADE NAS NORMAS CONTÁBEIS

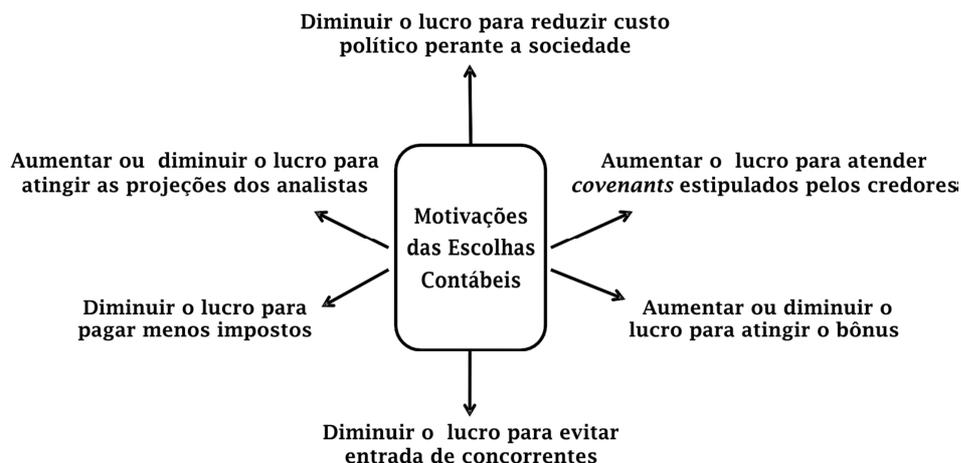
PRÁTICA	DISCRICIONARIEDADE NA NORMA
Aumento ou redução de despesas	As normas contábeis facilitam manobras como, por exemplo, a elasticidade no prazo de amortizações do ativo intangível e nas depreciações de bens do imobilizado de uso. A empresa, alterando o prazo da depreciação provoca, em consequência, alterações nas despesas do período.
Aumento ou redução das receitas	É possível antecipar ou diferir o reconhecimento de receitas com o argumento da convenção do conservadorismo e do princípio da confrontação das despesas com as receitas.
Aumento ou redução de ativos	As manipulações descritas no primeiro item impactam o valor dos ativos. Outro exemplo seria a alternância de métodos válidos para se avaliar os estoques.
Aumento ou redução do patrimônio líquido	Todos os exemplos anteriores têm reflexos no patrimônio líquido da empresa, afetando de forma direta os índices de endividamento, estrutura patrimonial e de lucratividade, podendo levar os usuários a decisões equivocadas, não apenas sobre o capital próprio, mas também em relação ao valor da empresa como um todo.
Aumento ou redução do passivo	As empresas podem valer-se de artifícios para, aparentemente, reduzir seu endividamento.
Reclassificação de ativos e passivos	Existem divergências de onde classificar os gastos com certos bens. Por exemplo: peças de reposição para o ativo imobilizado – imobilizado reserva –, podem ser classificadas no Imobilizado ou no Circulante ou, ainda, até diretamente como despesa do período, evitando-se a sua ativação. Nesses casos, recorre-se à convenção da materialidade.
Informação contida no relatório da administração ou no parecer dos auditores	A inclusão ou não de informações pode conduzir o usuário a conclusões equivocadas sobre o passado e as expectativas para o futuro do empreendimento.

Fonte: Carlin (2009, p. 26)

Murcia (2010, p. 22) ressalta a grande dificuldade encontrada é na detecção das práticas adotadas por administradores, assim como as motivações que o impulsionaram a adoção de determinados procedimentos.

Para Carlin (2009, p. 23) nesses casos os gestores fazem escolhas em função de outras motivações, como pode observar na ILUSTRAÇÃO 04, que o levam a reportar um resultado e não em função da realidade concreta das transações.

ILUSTRAÇÃO 04 – MOTIVAÇÕES DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS



Fonte: Murcia (2010, p.22).

Acrescenta-se ainda que administradores detenham informações consideradas privilegiadas e que, em determinadas situações, teriam outros incentivos para não divulgá-las, o que impede o investidor de obter uma visão real e adequada da situação econômica-financeira da organização.

A diversidade de fatores de *disclosure* ocasiona grandes variações no nível de assimetria informacional entre os diferentes usuários externos da organização.

2.3.3 CONSERVADORISMO

Uma das características mais importante do corpo de práticas e procedimentos da contabilidade é o conservadorismo (LOPES, 2002). Além disto, conceitualmente está presente na maioria das estruturas normativas, seja de instituições brasileiras ou internacionais, como *Financial Accounting Standard Board* e *International Accounting Standard Board*.

O conservadorismo envolve uma ampla discussão acadêmica, além das questões normativas. Neste sentido, tem-se constatado no Brasil diversos artigos relacionando o conservadorismo com outros fatores, como descrito no QUADRO 07.

QUADRO 07 – PESQUISAS EMPÍRICAS BRASILEIRAS SOBRE CONSERVADORISMO

AUTOR	INVESTIGOU
Gonzaga e Costa (2009)	relação do conservadorismo contábil com os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas companhias abertas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2006.
Coelho, Cia e Lima (2008)	a diferença no conservadorismo condicional na divulgação de lucros entre companhias abertas brasileiras emissoras e não emissoras de ADRs.
Paulo, Antunes e Formigoni (2008)	o conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras.
Moreira et al. (2009)	o conservadorismo e a qualidade informacional dos resultados contábeis publicados por siderúrgicas brasileiras.
Brito, Lopes e Coelho (2008)	o conservadorismo nos resultados contábeis de instituições financeiras estatais e privadas que atuam no Brasil.
Gonzaga (2008)	a relação entre conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas sobre políticas de dividendos e o custo da dívida.
Costa (2004)	a aplicação do conservadorismo em cinco países da América do Sul.
Antunes (2007)	o impacto da adesão aos níveis de governança da BOVESPA na qualidade da informação contábil.
Mendonça (2008)	o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (Sox) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002.
Costa (2008)	o impacto da regulação diferenciada no conservadorismo nas empresas brasileiras no período de 1996 a 2006.
Coelho (2007)	se os resultados contábeis, das companhias de capital aberto e fechado, publicados no Brasil apresentavam reconhecimento tempestivo e assimétrico de perdas econômicas na ocorrência de sinais contemporâneos de mau desempenho, entre o período de 1995 a 2004.
Kaizer (2007)	o impacto da regulamentação contábil no conservadorismo nas empresas do setor elétrico do Brasil.
Santos (2006)	o conservadorismo contábil e o timeliness nas demonstrações contábeis em US GAAP E BR GAAP das empresas brasileiras com ADRs.

Fonte: Santos et al. (2011, p. 180).

Encontra-se nos achados acadêmicos, como se verifica nos trabalhos de Basu (1997), Watts (2003), Paulo (2007), Kaizer et al. (2009), Sterzeck (2011) e Mendonça *et al.* (2010), o conservadorismo analisado em duas perspectivas.

Aponta-se o conservadorismo como práticas contábeis e, por outro, como uma das características qualitativas da informação contábil (STERZECK, 2011).

Para Basu (1997, p. 3) o conservadorismo é uma resposta que reflete as más notícias (*bad news*) mais rapidamente do que as boas notícias (*good news*).

O referido autor acrescenta ainda que o conservadorismo, como resultado, representa as diferenças sistemáticas entre os períodos de boas e más notícias.

Ainda como atributos da qualidade, o conservadorismo tem forte relação com os contratos entre as empresas e seus credores.

Nesta perspectiva, reconhece-se a existência de assimetria informacional e o conservadorismo é tido como métrica para determinação dos parâmetros contratuais e para redução de eventuais comportamentos oportunistas dos executivos, seja para benefício próprio ou de terceiros interessados (WATTS, 2003).

Para Ball, Kothari e Robin (2000) este atributo incorpora assimetricamente as perdas e os ganhos econômicos de um determinado período, refletindo no resultado contábil um grau definido como o conservadorismo.

Do ponto de vista das práticas contábeis, o conservadorismo norteia gestores no momento da realização das escolhas contábeis.

Compete a este, dentre as possibilidades de avaliação do patrimônio, escolher o menor valor atual para ganhos (ativo/receita) e o maior valor para perdas (passivo/despesas).

O cenário menos favorável ou mais prudente deve ser a primeira opção para tomada de decisão. Isto indica o reconhecimento assimétrico entre ganhos e perdas. Neste sentido, espera-se visualizar de forma enviesada a situação econômica da empresa (BASU, 1997).

Santos et al. (2011, p. 178) observa ainda que:

Tradicionalmente, dentro da estrutura conceitual básica da contabilidade, esse princípio tem sido descrito como o procedimento contábil de se escolher, dentre mais de uma maneira igualmente válida e economicamente viável, o registro de eventos econômicos que demonstre o menor valor para o patrimônio líquido de uma entidade. Isso ocorre, geralmente, pela adoção de práticas contábeis que expressem menores valores para receitas e ativos e maiores valores para despesas e passivos. O objetivo central do conservadorismo é antecipar o reconhecimento de perdas e nunca o de ganhos.

Como mecanismo que visa minimizar o comportamento oportunístico dos administradores, o conservadorismo é mais rigoroso com a avaliação das boas notícias do que em relação às más notícias.

De outro modo, poderia encontrar resultados significativamente otimistas ou enviesados nas demonstrações divulgadas (WATTS, 2003).

Este comportamento discricionário dos administradores, segundo Lopes e Martins (2005, p.84), é avaliado positivamente pelo mercado. Divulgar informações de maneira adequada e pertinente demonstra aos agentes econômicos que a organização é prudente e transparente.

Sterzeck (2011, p. 24), neste sentido, reforça a ideia de que o conservadorismo tem o papel de direcionar as organizações a fornecer informações mais confiáveis, pois auxiliam a diminuir os excessos de administradores e assim evitar a divulgação de demonstrações excessivamente otimistas.

Oportuno destacar que, apesar de ser um princípio secular da contabilidade, o conservadorismo é criticado por práticos e teóricos (SANTOS et al., 2011).

Para Martinez (2001, p. 14) a escolha dentro das opções estabelecidas por leis ou princípios contábeis caracteriza um comportamento discricionário. Este comportamento, por sua vez, é revestido do risco de que resultados divulgados pela empresa não estejam efetivamente adequados à realidade.

QUADRO 08 – CRÍTICAS AO CONSERVADORISMO

CRÍTICA	DESCRIÇÃO
Inconsistentes na mediação do lucro	Ocorrendo a subavaliação de um determinado ativo, no futuro poderá haver uma avaliação exagerada do lucro.
Questão de conveniência	Decorre de políticas e decisões discricionárias da organização, conforme conveniência e interesse dos administradores.
Subjetividade nas escolhas	É difícil determinar o montante de subavaliação de um ativo, mesmo tendo o conhecimento que a contabilidade seja conservadora.
Conflito entre princípios contábeis	Em determinadas situações o conservadorismo contradiz a aplicação de outros princípios contábeis.
Viés sistêmico	A aplicação do conservadorismo não possibilita uma avaliação realística da organização que está divulgando as informações.
Não é uma resposta a incerteza	O conservadorismo é uma atitude dos gestores e não uma forma conveniente de responder a incerteza.

Fonte: Elaborada pelo autor com base em Santos et al. (2011, p. 178).

Entretanto, mesmo considerando as críticas supracitadas, aponta-se que o conservadorismo continua a ser adotado. Os anos de experiências com a aplicação deste princípio vêm demonstrando a utilidade e confiabilidade num ambiente cheio de incertezas (SANTOS et al. 2011).

Os defensores apontam que a tendência pessimista imposta por este princípio visa compensar o natural otimismo dos administradores. O conservadorismo constitui um importante mecanismo para minimizar o eventual exagero na mensuração dos resultados (BASU, 1997; WATTS, 2003; SANTOS et al., 2011; STERZECK, 2011).

Ademais, Sterzeck (2011, p. 25) aponta que alguns autores fazem a distinção entre conservadorismo condicional e incondicional.

Santos et al. (2011, p. 179) indica que a literatura empírica introduziu a separação entre estes dois tipos. O conservadorismo incondicional (ou do balanço) é o referente à contabilização da grande maioria dos bens intangíveis.

Já o condicional (ou do lucro) é o definido como a oportunidade assimétrica de reconhecimento de ganhos e perdas no lucro contábil.

A principal distinção entre os termos de conservadorismo reside no fato de que o condicional utiliza informações de acordo com o que são recebidas nos períodos futuros e o incondicional faz uso de informações apresentadas no início da vida de um determinado ativo (STERZECK, 2011, p. 25).

A literatura especializada vem concentrando os estudos na forma mais comum de conservadorismo, o condicional (SANTOS et al., 2011, p. 179).

Esta prática contábil exige um alto padrão de verificação ao reconhecer informações favoráveis como ganhos, enquanto isto, no caso das más notícias para perdas econômicas não há o mesmo nível de exigência.

Decorre disto, um padrão de reconhecimento assimétrico entre perdas e ganhos, o qual é consistente com a alta qualidade do lucro contábil.

Registra-se que no decorrer deste trabalho quando não houver a expressa indicação do tipo de conservadorismo, considera-se conservadorismo condicional.

Alguns fatores são considerados motivadores para a utilização do conservadorismo nas organizações. Watts (2003) destaca as relações contratuais nas empresas, tributação, regulação contábil e custos com litígios judiciais. No QUADRO 09 é apresentado um resumo com os principais fatores extraídos da dissertação da mestranda Sterzeck (2011, p. 26-29).

QUADRO 09 – FATORES MOTIVADOS PARA CONSERVADORISMO

FATOR MOTIVADOR	CAUSA(S)
Contratual	Aumento da eficiência contratual por existir revisões tempestivas dos resultados; meio de endereçar o risco moral causado pelas partes que possuem informações assimétricas.
Litígios Judiciais	Minimizar a exposição dos passivos legais por apresentar resultados conservadores.
Tributação	Redução do valor presente dos pagamentos de impostos.
Regulação Contábil	Reflexo do incentivo dos órgãos reguladores para uma contabilidade mais conservadora.
Regime Jurídico ou legal	Influência da tradição jurídica (<i>civil law</i> ou <i>common law</i>) de um país no comportamento dos executivos, na contabilidade e nos mecanismo de proteção.
Regulação do Mercado	Incentivo para que as organizações tenham maior reputação perante o mercado.
Político-econômica	Influência da participação do Estado.

Fonte: Elaborada pelo autor com base em Sterzeck (2011).

Ball, Kothari e Robin (2000) apontam que o sistema jurídico de um país influencia o nível de conservadorismo das organizações.

Acrescenta Santos et al. (2011, p. 176) que o regime jurídico poderá influenciar o sistema financeiro de um país, por consequência a contabilidade. Indica também que em países com tradição *common law* apresentam maiores níveis de proteções aos investidores e o lucro contábil mais oportuno, quando comparados com países *civil law*, como é o caso do Brasil.

Segundo Sterzeck (2011, p. 28) nos países de tradição *common law*, que existe proteção aos investidores e um alto envolvimento do Estado na economia, as empresas tendem a reconhecer mais oportunamente as boas notícias do que as más quando comparadas aos locais com pouca participação do governo.

Por outro lado, o referido autor identificou nos países cujo regime é *civil law* que as empresas reconhecem as más notícias mais rapidamente do que as boas.

A contabilidade de países *common law*, onde o mercado de capitais é desenvolvido e existe a descentralização do controle acionário, tendem a apresentar lucros significativamente mais oportunos (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Ball, Kothari e Robin (2000) observam ainda que o modelo legal do país tem relação com a utilização do conservadorismo. Entretanto, constatou-se que, independentemente do modelo adotado, o reconhecimento das más notícias (*bad news*) tendem a ocorrer mais rapidamente do que as boas (*good news*).

Lima (2011, p. 74) observa que no Brasil as legislações e práticas contábeis são caracterizadas como conservadoras, pois o ambiente institucional remete ao arcabouço do direito romano (*civil law*),.

Ressalta-se que as instituições governamentais interferem diretamente nos procedimentos e nas práticas contábeis relacionadas ao regime de tributação, pois se constitui como o principal órgão regulador do sistema.

Para Carlin e Victor (2010, p. 7) as empresas estão sujeitas a determinados dispositivos legais, o que representa um potencial para visibilidade política. Os autores complementam ainda que na década de 1990, quando o Brasil iniciou um programa para desestatização de alguns setores econômicos, foram criadas agências reguladoras com o objetivo de emanar normas e fiscalizar o cumprimento.

Ocorre que foi observado que companhias passaram a adotar práticas contábeis, como o gerenciamento de resultados, para reduzir a visibilidade política e afastar as agências do controle de suas operações.

A informação contábil pode não expressar a realidade das empresas, pois sofre influência de diversos fatores que estão presentes no processo de elaboração do resultado contábil, como fontes de financiamento, legislação fiscal, regulamentação contábil, dentre outros (COSTA, 2004, p. 11).

Kaizer et al (2009, p. 4) observa que dentro da realidade brasileira uma das principais influências é a regulamentação contábil, o que tem direta relação com as informações introduzidas no lucro contábil.

Neste diapasão, Basu (1997, p.9) reforça que processos políticos e regulatórios influenciam o conservadorismo condicional.

Isto decorre da proposição de que aumento de passivos, advindos a partir da regulamentação, incentiva executivos a serem mais conservadores, uma vez que a regulação impacta direta e indiretamente nas divulgações contábeis (WATTS, 2003).

Alguns autores, como Kaizer et al (2009) avaliaram a influência da regulamentação de um determinado setor sobre o conservadorismo. Os autores buscaram evidências de que o setor analisado ao ser comparado com os demais segmentos da economia pode apresentar resultados mais conservadores, pois estão sujeitos a regras específicas e mais rigorosas.

Evidências empíricas demonstram que o conservadorismo nas práticas contábeis vem aumentando sua aplicação nos últimos anos, o que pode ser influência da regulamentação (WATTS, 2003).

2.3.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Inicialmente, esclarece-se que o termo gerenciamento de resultados, assim como o conservadorismo, pode ser conceituado sob dois aspectos, como se observou nos estudos de Paulo (2007) e Castro (2008).

A primeira posição conceitua-se como uma medida de qualidade contábil, uma vez que é um indicativo das intervenções realizadas por executivos no processo de elaboração das informações financeiras e contábil (PAULO, 2007, p. 43).

De outro modo, considera-se gerenciamento de resultados como as práticas discricionárias propriamente ditas, previstas na legislação e nos princípios contábeis.

Sob a ótica da operacionalização, o gerenciamento de resultados é conceituado como sendo as intervenções no fluxo de elaboração das informações financeira e contábil com vistas a obterem algum ganho, como ressalta Castro (2008, p. 21). Acrescenta-se ainda que as intervenções devam ocorrer dentro da discricionariedade inerente ao desempenho das atribuições dos administradores.

Goulart (2007, p. 33) esclarece que o gerenciamento de resultados pode ser denominado de diversas maneiras na literatura internacional, como *earnings*

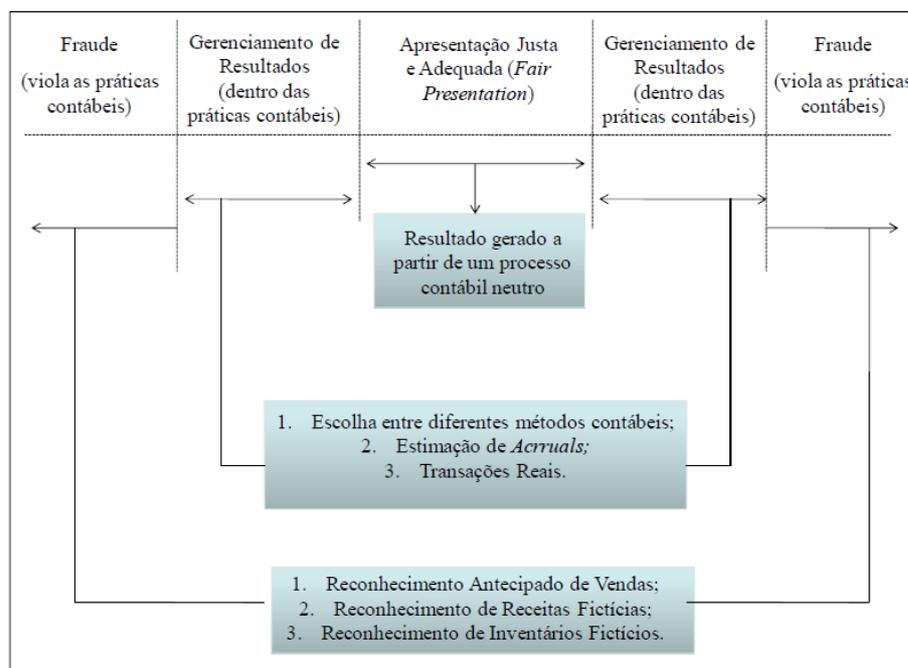
management, creative accounting ou *earnings manipulation*. Entretanto, ressalta que o termo manipulação de resultados pode apresentar conotação relacionada à fraude.

Para este estudo, o gerenciamento de resultado ou *earnings management* envolve práticas legalmente aceitas e incluídas no rol de alternativas possíveis quando respeitados os princípios de contabilidade.

Registra-se que a linha entre práticas de gerenciamento de resultados e fraude é tênue, como pode ser observado na ILUSTRAÇÃO 05. O gerenciamento de resultado são práticas que interferem na contabilidade dentro dos limites legais e a fraude excede estes limites.

Almeida (2010, p. 63) esclarece que fraude “extrapola os limites de uma contabilidade agressiva (com menores provisões e reservas) e procura, por exemplo, distorcer valores em notas fiscais e adulterar documentos”.

ILUSTRAÇÃO 05 – LIMITES ENTRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E A FRAUDE



Fonte: Carlin (2009, p. 23).

Vale ressaltar a observação de Martinez (2001, p. 13):

É crucial entender que ‘gerenciamento dos resultados contábeis’ não é fraude contábil. Ou seja, opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, entretanto, nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gerente, este realiza suas escolhas não em função do que dita a realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos, que o levam a desejar reportar um resultado distinto.

O escopo desta pesquisa não contempla a fraude. Neste sentido, apropria-se da interpretação realizada por Goulart (2007, p. 35) da definição da *National Association of Certified Fraud Examiners* (1993) para caracterizar o termo fraude.

Na fraude, o autor indica que está presente “a intenção gerencial subjacente, mas também do fato de se tratar de uma apresentação incorreta (fora dos limites dos princípios contábeis) e deliberada (consciente) de informações enganosas”.

Reforça-se que o presente trabalho pretende relacionar somente as práticas legalmente aceitas que possibilitem aos gestores, entre alternativas válidas, definir as escolhas que melhor retratem os objetivos empresariais.

Neste diapasão, Paulo (2007, p. 45) observa que o gerenciamento de resultados é um reflexo (ou efeito) das atividades discricionárias adotadas por administradores para intervir no desempenho das companhias.

As atividades de gerenciamento, na visão de Castro (2008, p. 22), podem ser divididas em dois grandes grupos.

O primeiro refere-se às decisões financeiras relacionadas aos próprios registros dos fatos, como as decisões sobre os ajustes por regime de competência, as adições às provisões, a mudança no método de amortização do imobilizado ou a classificação de ganhos e perdas extraordinárias ou a diminuição de encargos relacionados à provisão para clientes duvidosos.

Segundo o autor, em geral são ações que alteram somente a forma de contabilização dos fatos contábeis, pois estes em si não sofrem qualquer alteração. Além disto, são decisões reversíveis em períodos futuros.

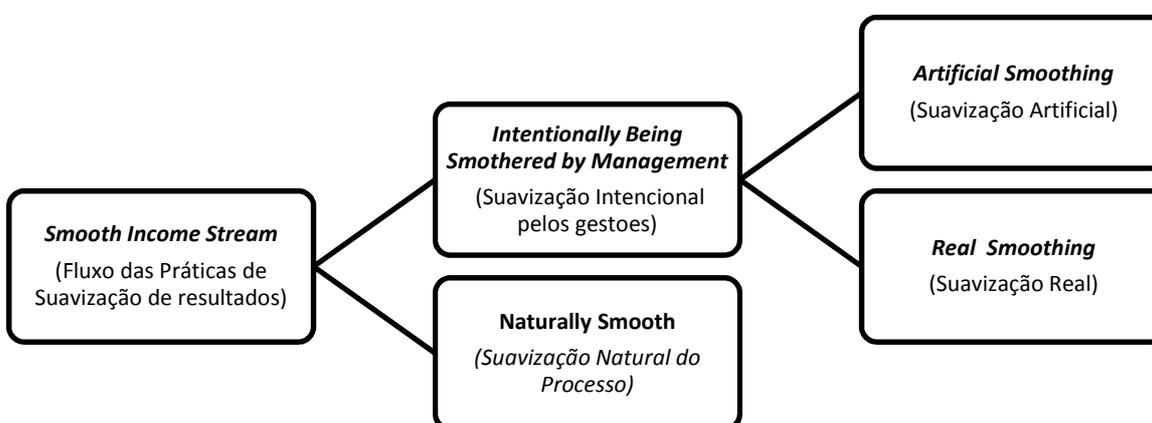
No segundo, refere-se às decisões reais que afetam efetivamente o funcionamento das operações e que terão impactos em exercícios futuros.

Castro (2008, p. 22) ressalta que são ações adotadas por executivos que alteram estruturalmente à empresa, como seleção de projetos, adiamento da execução de programas onerosos ou de investimentos que possam ter repercussão no crescimento futuro da empresa.

Como indicado na ILUSTRAÇÃO 06, Eckel (1981, p. 28) aponta que o gerenciamento de resultados pode ser natural (*naturally smooth*), uma vez que é inerente ao negócio, ou intencional (*intentionally smooth*), quando praticado deliberadamente pelos administradores.

O referido autor ainda classifica o gerenciamento intencional em dois tipos, sendo real (*real smoothing*) – praticado por administradores sobre os eventos econômicos da empresa – e o artificial (*artificial smoothing*) – praticado por meio de escolhas contábeis que não afetam os fluxos de caixa da empresa.

ILUSTRAÇÃO 06 – TIPOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADO (*INCOME SMOOTHING*)



Fonte: Eckel (1981, p. 29).

As empresas possuem diversos mecanismos para gerenciar seus resultados, sejam eles baseados em decisões financeiras ou operacionais. Para Castro (2008, p. 27) os mais comuns são os relacionados à mudança de critérios contábeis, pois existe a flexibilidade das normas contábeis.

No QUADRO 10 é apresentado um resumo das modalidades de gerenciamento de resultados elencadas por Castro (2008, p. 28-31).

QUADRO 10 – RESUMO DAS MODALIDADES DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

MODALIDADE	CARACTERÍSTICAS
Bump Up	Para elevar os preços das ações, executivos tendem a gerenciar os resultados para superar as metas (<i>benchmark</i>) estabelecidas quando os resultados estão próximos ao desempenho esperado. Não atingir uma meta, mesmo que por uma pequena diferença, pode ter reflexos severos nos preços das ações.

Continua

Conclusão

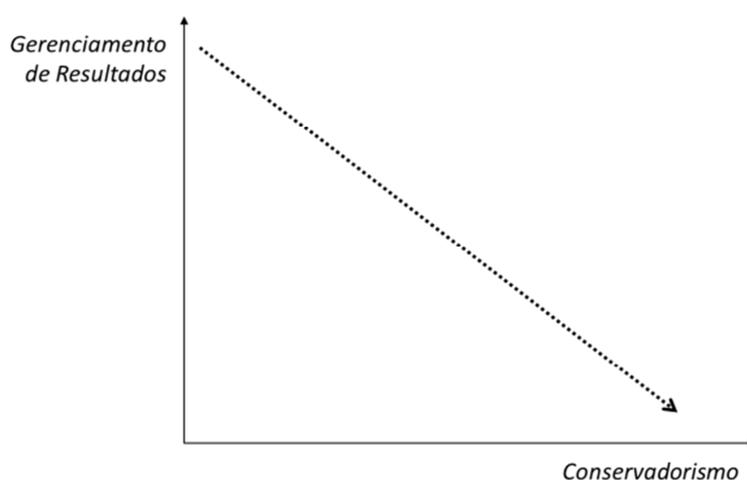
MODALIDADE	CARACTERÍSTICAS
Cookie-Jar Accounting	Para prevenir o aumento das expectativas (<i>ratchet effect</i>) relacionadas ao desempenho esperado, as empresas podem gerenciar os resultados para evitar metas futuras mais difíceis de serem atingidas.
Alisamento de Resultados	Para reduzir a variabilidade dos resultados ou produzir fluxos de crescimento de lucros estáveis, os gestores podem gerenciar os resultados conforme poder discricionário. Isto decorre do fato de que investidores e credores percebem a dispersão dos resultados como uma medida de risco (prêmio) que compõe os preços das ações.
Big Bath Accounting	Para elevar resultados futuros, administradores gerenciam resultados para apresentar uma situação pior que a projetada. Isto ocorre quando é improvável atingir os objetivos definidos (<i>benchmark</i>) e os custos decorrentes são baixos; ou ainda, quando ocorrem mudanças na administração e existe a possibilidade de antecipar perdas que elevarão resultados de exercícios futuros.

Fonte: Elaborador pelo autor.

Destaca-se que dentre estas práticas, o gerenciamento de resultados (*artificial smoothing*) pode reduzir a capacidade de a contabilidade refletir a realidade econômica da firma, conseqüentemente distorcer a percepção dos agentes em relação às perdas que deveriam variar de acordo com o conservadorismo (ALMEIDA *et al.*, 2012, p. 66).

Para ilustrar a relação hipotética discutida entre a discricionariedade dos executivos gerenciarem resultados e os reflexos no conservadorismo, a ILUSTRAÇÃO 07 sintetiza esse efeito.

ILUSTRAÇÃO 07 – RELAÇÃO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CONSERVADORISMO



Fonte: Elaborado pelo autor.

Esta perspectiva teórica é reafirmada por Almeida *et al.* (2012, p.68):

A redução do otimismo no resultado divulgado e, teoricamente, uma característica do conservadorismo contábil, porém, neste caso, pode ser também uma consequência das práticas de suavização de resultados para evitar que o lucro seja muito alto ou abaixo das expectativas do mercado. Dessa forma, verifica-se que estas duas práticas, o conservadorismo e o alisamento de resultado, podem influenciar um mesmo contexto. (ALMEIDA *et al.*, 2012, p. 68)

Corroborando a perspectiva apresentada, Mendonça *et al.* (2010, p. 6) analisando o impacto da SOX na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADR, utilizou o gerenciamento de resultado como alternativa para análise do conservadorismo condicional.

Na visão deste autor, as empresas no período pós-legislação que apresentarem menor *accruals* discricionário estariam gerenciando menos os resultados, o que indicaria maior conservadorismo nas demonstrações.

Os mecanismos de gerenciamento de resultado revelam-se um obstáculo para que as demonstrações financeiras apresentem de maneira condizente a real situação econômica e financeira das organizações.

Goulart (2007, p. 5-6) ao avaliar as práticas de gerenciamento de resultados em instituições financeiras, aponta que o interesse das organizações em gerenciar seus resultados “de modo geral, não se coadunam com o objetivo de fornecer informação fidedigna e útil aos usuários da informação contábil.”.

O referido autor esclarece que as instituições financeiras, dependentes de recursos de terceiros para o desenvolvimento de suas atividades, gerenciam seus resultados (*income smoothing*) para transmitir imagem de constância de resultados.

Desta forma, evitam altas volatilidades nos lucros divulgados, o que possibilita captar recursos com baixos custos e influenciar positivamente a percepção de investidores (GOULART, 2007).

Martinez (2001, p. 1) acrescenta que as práticas de gerenciamento de resultados constituem-se um inegável tentação para administradores, destaca-se que estas motivações podem estar relacionadas com:

(i) o desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados; (ii) a pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas; e una-se a isso, (iii) a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isto implique sacrifício futuro da organização. (MARTINEZ, 2001, p. 1)

Além disto, existem outros fatores que impulsionam executivos a gerir resultados, tais como os contratos que definem remuneração variável, o mercado ou o ambiente em que as empresas estão inseridas (GOULART, 2007, p. 34; ALMEIDA, 2010, p. 65-66).

Para Martinez (2001, p. 38) existem muitos incentivos para o gerenciamento de resultados, entretanto, os classifica em Motivações vinculadas ao Mercado de Capitais, Motivações Contratuais e Motivações Regulamentares e Custos Políticos.

São apresentados no QUADRO 11 os principais fatores relacionados a cada uma das categorias indicadas anteriormente.

QUADRO 11 – MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

CATEGORIA	FATORES
Incentivos Contratuais	Contrato de dívida (<i>lending agreements</i>)
	Contratos de Compensação de Executivos
	Negociação de Convenções coletivas de trabalho
	Contratos implícitos e Stakeholders Costs
Incentivos do Mercado de Capitais	Melhorar termos em lançamento numa IPOs
	Busca de financiamento externo, com o lançamento de títulos
	Evitar perdas e manter a continuidade dos resultados
	Atender as expectativas de lucro dos analistas
	Pagar regular dividendos aos acionistas
	Competição do Setor * (ALMEIDA, 2010)
Incentivos Reguladores	Processos Políticos
	Proteção de Mercado (restrições alfandegárias)
	Empresas que estão sendo investigadas
	Regulamentação * (MENDONÇA et al., 2010)

Fonte: Martinez (2001, p. 42).

NOTA: Os fatores destacados com “*” foram inseridos na tabela original desenvolvida por Martinez (2001) com base nos trabalhos indicados pelos respectivos autores.

2.4 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT

2.4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E IMPORTÂNCIA

A globalização dos mercados de valores mobiliários é uma realidade. Muitas organizações aprisionadas aos elevados custos decorrentes de um ambiente institucional frágil buscam por meio da listagem dupla ingressar em mercados desenvolvidos, como o norte-americano (SILVEIRA, 2010).

A listagem dupla pode ser considerada como uma iniciativa privada e voluntária da organização em migrar para outro mercado. Trata-se de um mecanismo de convergência aos padrões de governança e transparência assumidos pela organização perante o novo mercado (COFFEE, 1999).

Como indicado na introdução, existem diversos motivos para que a empresa listem suas ações no mercado norte-americano. Lang, Lins e Miller (2003, p. 318) ressaltam que a mudança de transparência objetiva aumentar o valor da empresa, uma vez que o aumento da base de investidores proporcionará a redução do custo de capital e aumento do fluxo de caixa.

Neste sentido, Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 8) ressalta a importância da emissão de ADR no processo de convergência. É este mecanismo que possibilita a investidores americanos a aquisição de ações de empresas de outros países negociadas no próprio mercado norte-americano.

Ao invés dos investidores comprarem ações de companhias estrangeiras nos mercados externos, o fazem diretamente no mercado doméstico sob a forma dos *American Depositary Receipts*, ou Recibos Americanos de Depósito, os quais têm se destacado no processo de globalização dos mercados de capitais.

Mendonça et al. (2010, p. 7) explica que para negociar no mercado americano, as empresas estrangeiras devem emitir o recibo de depósito custodiado por um banco americano e outorgado ao acionista o direito sobre todos os dividendos e ganhos de capital.

Bruni (2002, p. 9) destaca que:

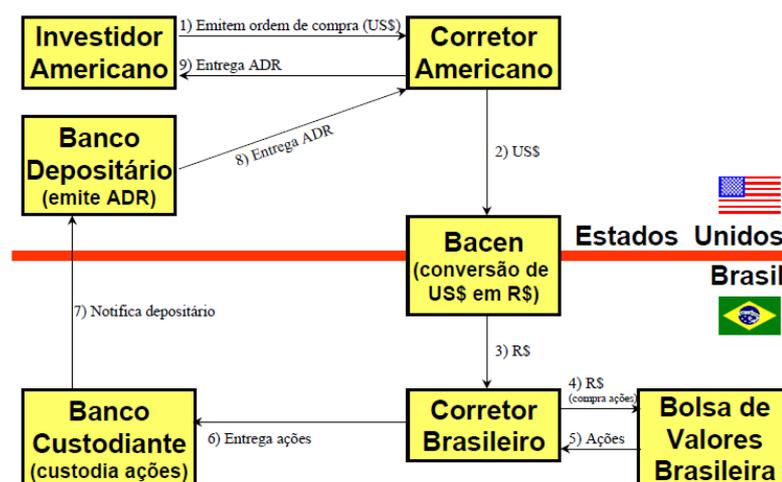
ADRs são instrumentos de negociação em dólares americanos, emitidos nos Estados Unidos por um banco depositário, representando propriedade de valores mobiliários estrangeiros, geralmente conhecidas como ações ordinárias subjacentes.

O referido autor ressalta ainda que os ADRs permitem aos investidores americanos adquirir em dólar valores mobiliários estrangeiros sem a preocupação com prazos ou quaisquer outros procedimentos burocráticos dos mercados externos.

Além disto, este mecanismo facilita o acesso das companhias estrangeiras ao mercado mais concorrido e com maior número de investidores de todo o mundo, o mercado norte-americano.

O fluxo de captação de recursos por empresas brasileiras pode ser observado abaixo na ILUSTRAÇÃO 08.

ILUSTRAÇÃO 08 – MECANISMO DE COMPRA DE AÇÕES ATRAVÉS DE ADRS DO NÍVEL I.



Fonte: Bruni (2002).

Assim como as companhias têm se tornado cada vez mais interessadas em investir no mercado americano, cada vez mais os investidores americanos têm investido em empresas estrangeiras (BRUNI, 2002).

Dentre as motivações, pode-se destacar que as empresas estrangeiras listadas no mercado americano têm apresentado excelentes rendimentos quando comparados com as companhias americanas.

Além deste fator, pode-se observar no QUADRO 12 outros motivos apontados por ambos, empresas e investidores.

QUADRO 12 – PRINCIPAIS INCENTIVOS PARA AQUISIÇÃO/EMISSÃO DE ADRS

Por que empresas se interessam em emitir ADR no mercado americano?	Por que investidores americanos se interessam por adquirir ADR?
Diversificação da base de acionistas da companhia	Facilidade no processo de aquisição
Aumento da liquidez das ações subjacentes do emissor	Facilidade de liquidação (similar a valores americanos)
Possibilidade de utilização como instrumento financeiro	Custos de negociação e de custódia mais baixos, comparados com mercado estrangeiro
Presença e reconhecimento internacional da companhia	Participação em carteiras e fundos de pensão americanos
Captção de recursos no mercado americano	Pagamentos de dividendos das ações subjacentes são convertidos em dólares
Sinalização ao mercado sobre a aderência a boas práticas de governança	Maior proteção quando comparado com aquisições no mercado externo

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Bruni (2002, p. 10-11).

Um motivo que merece destaque é a proteção dos investidores. Assim como ocorre com as companhias americanas de capital aberto fiscalizadas pela SEC, as empresas estrangeiras listadas na bolsa NYSE (*New York Stock Exchange*) ou NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) que emitiram ADR estão subordinadas as regras americanas.

Amorim (2006, p. 47) acrescenta que de modo geral os efeitos da legislação americana se estendem as empresas que estejam registradas ou que transacionem ações no mercado americano, assim como subsidiárias americanas ou estrangeiras.

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 8) observa ainda que:

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

Entretanto, cumpre esclarecer que as exigências da SEC variam de acordo com o tipo de ADR. Bruni (2002, p. 11) indica que os programas de ADR existentes apresentam um conjunto de exigências, vantagens e desvantagens diferenciadas, conforme apresentado no QUADRO 13.

Pode-se inferir com base nas características apresentadas no QUADRO 13 que não são todos os tipos de ADR que estão sujeitas as exigências e fiscalização da SEC e da legislação americana.

Contudo, diversos estudos (LANG, LINS e MILLER, 2003; BRITES, 2008; AMORIM, 2006; MENDONÇA et al., 2010) têm apontado que as empresas listadas no mercado americano, emissoras de ADR, têm aumentado o valor da firma em decorrência do cumprimento do arcabouço jurídico norte-americano.

Neste contexto, a assertiva acima deve ser considerada com ressalva. É razoável supor que as companhias com padrão de ADR Nível II e III apresentam um comportamento diferenciado das com Nível I e 144/A.

QUADRO 13 – PRINCIPAIS TIPOS DE ADRS (VANTAGENS E DESVANTAGENS).

	NÃO LISTADO EM BOLSA DE VALORES	LISTADO EM BOLSA DE VALORES
	ADR – NÍVEL I	ADR – NÍVEL II
NÃO EXISTE CAPTAÇÃO DE RECURSOS	<ul style="list-style-type: none"> - Conversão em ADRs de ações adquiridas em bolsas estrangeiras para ser negociada no mercado de balcão norte-americano. - Não é necessário o registro na SEC e por consequência não é fiscalizado pelo órgão. - Fornecer as mesmas informações divulgadas no mercado doméstico. - Aumenta liquidez da ação e amplia a base de acionistas. - 6 meses para implantação do programa e o principal custo se refere à contratação de advogados. <p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Não existe obediência total aos requisitos de relatório informativo junto à SEC; - Maior controle do programa de ADR pela companhia emissora em relação ao programa não patrocinado, ao trabalhar apenas com um único banco depositário; - Ação do banco depositário como um canal de comunicação entre o emissor e sua base americana de acionistas; - Custos mínimos de iniciação, além da absorção dos custos das transações pelo proprietário do ADR; - Facilidade e relativa economia para incrementar o programa para o Nível II ou III. <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Impossibilidade de registro em qualquer bolsa dos Estados Unidos. - Inadmissibilidade de captação de recursos no programa de Nível I. 	<ul style="list-style-type: none"> - ADRs são listados e negociados em uma das bolsas de valores norte-americana. - Registro completo na SEC e cumprimento da legislação americana. - Fornecer informações contábeis adequadas aos princípios contábeis aceitos nos EUA. - 3 meses para implantação do programa. <p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Maior atração para os investidores americanos por ser um programa registrado nas bolsas de valores americanas. - Ampliação do reconhecimento do nome do emissor nos Estados Unidos, haja vista a negociação com registro em bolsa; - Acompanhamento, pelo emissor, das compras de suas ações no país, permitido pelos regulamentos de divulgação americanos para grandes investidores. <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Exigências da SEC para divulgação mais detalhada do que para um programa de Nível I. - Impermissibilidade pelos regulamentos da SEC de ofertas públicas de ADRs dentro de um programa de nível II; - Maior dispêndio e maior demora no que tange ao estabelecimento e manutenção de um programa de Nível II em relação ao Nível I, isto devido ao maior rigor de exigências de relatórios informativos bem como aos maiores custos legais, contábeis e de registros.

Continua

Conclusão

ADR - 144/A	ADR – NÍVEL III
<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">EXISTE CAPTAÇÃO DE RECURSOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Trata-se de um mecanismo que autoriza a companhia a negociar suas ações junto à comunidade dos Investidores Institucionais Qualificados (<i>QIB - Qualified Institutional Buyers</i>). - Objetiva incrementar e agilizar a liquidez do mercado de colocações privadas nos EUA, através de redução de restrições e condicionantes na negociação de valores mobiliários junto aos grandes investidores. - Baseia-se na premissa de que investidores institucionais são maduros o suficiente para avaliarem os riscos e benefícios da empresa emissora de ADR. <p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Submissão parcial às exigências de registro e relatório informativo da SEC, porém os QIB podem requerer outras exigências referente a divulgação de informações financeiras. - Fornecimento de um meio mais econômico de captação de capital acionário em relação a uma oferta pública, além de ser possível uma emissão mais fácil e rápida; - Viabilização de lançamentos isolados ou como parte de uma oferta global; <p>Desvantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Impossibilidade de criação de ADRs deste tipo para classes de ações que já estejam registradas em uma bolsa de valores americana; - Venda nos Estados Unidos somente possível para outro QIB. 	<ul style="list-style-type: none"> - Trata-se de uma efetiva oferta pública de ADRs da empresa no mercado norte-americano. - Necessário o registro completo na SEC (similares ao Nível II), listagem em bolsas e divulgação ampla das informações conforme padrões americanos. - 6 meses para implantação do programa e o principal custo se refere à contratação de advogados. - Principais custos se referem à contratação de advogados, elaboração de prospectos de venda, registro na SEC e comissões dos “underwriters” (instituições intermediárias responsáveis pelo processo de subscrição dos títulos). <p>Vantagens:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Considerar as mesmas vantagens dos ADRs Nível II; - Possibilidade de oferta pública nos Estados Unidos. Essa oferta pode ser usada para várias finalidades, tais como, captação de recursos para aquisições, ou o estabelecimento de um plano para compra de ações por empregados para a subsidiária americana do emissor. <p>Desvantagem:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Modalidade com maior custo de iniciação, tendo em vista os registros e as adequações necessárias para implantação do programa. - Os custos de manutenção de um programa de Nível III também são ainda mais elevados que as demais modalidades.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas referências de Bruni (2002, p.11-15).

Empresas emissoras de ADR Nível II e III devem efetivamente adequar aos padrões impostos pela SEC e estarão sujeitas a serem fiscalizadas neste sentido. Além disto, somente nesta categoria é exigido que as informações divulgadas estejam em consonância com os padrões contábeis aceitos nos Estados Unidos.

Oportuno ressaltar que a hipótese de comprometimento formulada por Coffee (1999, p. 106) sustenta que ao listar suas ações na bolsa de outro mercado, as companhias, como um mecanismo de convergência e uma forma de ligação (bonding), aderem aos padrões deste novo ambiente.

Os estudos analisados por Costa (2004, p.19) demonstraram que as diferenças no ambiente institucional dos países tendem a provocar diferenças na informação contábil, pois o ambiente influencia o nível de proteção, as normas e as práticas contábeis aplicadas as firmas.

Em decorrência disto, acredita-se que empresas atraíam investidores que até então estavam apreensivos em investir em mercados considerados inseguros do ponto de vista legal (MENDONÇA, 2008, p. 28).

Brites, Funchal e Baptista (2009, p. 8) aponta que este efeito seja esperado, pois as empresas “necessitam seguir as regulamentações da SEC e reconciliar suas demonstrações financeiras de acordo com o US-GAAP, o que aumenta o nível de transparência das informações prestadas”.

Corroborando este entendimento, Mendonça (2008, p. 27) aponta que:

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).

Entretanto, observa-se que o interesse dos administradores em buscar este tipo de financiamento com recursos externos via ADR tem forte relação com as oportunidades de crescimento, uma vez que o nível de exigência e os custos são elevados para adequação ao padrão requerido.

Isto geralmente ocorre em países com características *civil law*, como é o caso do Brasil (MENDONÇA et al., 2010).

Mendonça (2008, p. 29) analisou os estudos realizados por Lubberink e Huijgen (2006), os quais avaliaram o grau de conservadorismo de empresas de diversos países que emitiram ADR no mercado americano.

Neste trabalho, os autores compararam os níveis II e III do programa de ADR e o regime jurídico adotado pelo respectivo país (*common law* ou *civil law*).

Os resultados indicaram que as empresas de nível III são mais conservadoras do que as de nível II, sendo a diferença mais acentuada nos países com tradição *common law*.

Todavia, existe outra vertente que aponta que a SEC raramente tem conseguido fazer cumprir as sanções da legislação americana contra empresas estrangeiras que emitem ADR.

Siegel (2005, p. 335) observou que no período de 1934 a 2002 houve poucas ações judiciais contra estrangeiros. O autor analisou neste período que as fraudes praticadas por companhias mexicanas não foram efetivamente coibidas ou mesmo punidas pela justiça americana, bem como ocorreram acordos que tiveram uma clara desvantagem para a SEC.

Mendonça (2008, p. 27) acrescenta também que existe uma crença de que a partir do momento que as empresas emitem ADR os acionistas minoritários recebem uma medida suplementar de proteção.

Para Siegel (2005) esta afirmação não é válida, uma vez que a ADR não é uma garantia para o fortalecimento das sanções legais contra fraudes e desfalques.

Acrescenta também que as regras de governança e a regulamentação que afeta estas empresas estrangeiras são mais rigorosas no papel do que efetivamente nos tribunais americanos.

O aumento do nível de governança e dos custos de litígio indicados pela SOX para reduzir o conflito de interesses entre os agentes por si só não são suficiente para atender aos objetivos traçados pelo legislador, caso não tenha uma efetiva aplicação face aos eventuais desvios praticados por companhias (MENDONÇA, 2008, p. 30).

Ressalta-se ainda que não ocorrendo uma efetiva atuação da SEC na aplicação dos mecanismos coercitivos previstos no arcabouço legal norte-americano pode não ocorrer o impacto esperado nas organizações e, conseqüentemente, na melhoria da transparência e na redução dos riscos de fraude.

Por fim, Mendonça (2008, p. 27) observou no estudo realizado por Lubberink e Huijgen outras desvantagens relacionadas à decisão de emitir ADR. Para estes autores, existe um aumento significativo de exigências aos CEOs em face do minucioso exame público dos seus antecedentes, aumento do número de relatórios divulgados e os custos elevados com honorários, consultorias e demais adequações necessárias para atendimento dos requisitos legais.

2.4.2 EFEITO DISCIPLINADOR DA EMISSÃO DE ADR

A existência de critérios múltiplos na legislação e normas contábeis permite aos administradores escolherem entre as alternativas válidas a que melhor represente os objetivos desejados (PAULO, 2007, p.3).

Não é razoável supor que as empresas divulguem informações contábeis contrárias aos seus interesses, o que torna factível supor que, quando dentre as possíveis alternativas válidas, seja acatada a que melhor reflita os interesses da administração da companhia.

Arthur Levitt (1998), ex-presidente da *Security Exchange Commission*, preconiza que as organizações que tenham títulos negociados no mercado americano devem aderir às exigências de reconhecimento, mensuração e divulgação estabelecidas pela legislação norte-americana, como forma de prevenir divulgações incompletas ou tendenciosas.

Entretanto, observa-se que a qualidade da informação contábil dependente dos incentivos que gestores possuem e não apenas das normas ou legislação que a regulam (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Aponta-se que a informação contábil pode ser afetada por diversos incentivos que os *insiders* recebem do ambiente institucional, pelo mercado que companhia compete, bem como estrutura de governança e a forma que será divulgada (ALMEIDA, 2010).

Almeida (2010, p. 38) ressalta ainda que em ambiente institucionais frágeis, no caso com tradição *civil law*, a informação contábil é constantemente interferida em suas propriedades por incentivos dos órgãos reguladores, fazendo os gestores se empenharem para atender uma diversidade de regras.

Entretanto, Lopes (2009, p. 49) destaca que há evidências de que mesmo em um ambiente institucional frágil, as organizações podem apresentar informações com qualidade superior em função dos incentivos econômicos que os gestores recebem ao competir em um mercado externo.

Em ambientes com baixo incentivo a divulgação de informações com qualidade, como o ambiente *civil law*, executivos tendem a manipular os lucros, ocultar as más notícias ou pagar menos impostos.

Por outro lado, as companhias que procuram divulgar informações mais informativas, como forma de aderir acordos privados e voluntários, passam a acessar fontes de recursos externos (LOPES, 2009).

Murcia (2010, p. 24) aponta que uma das formas de reduzir a discricionariedade é por meio de normas e regras previstas em leis rígidas, pois estas tem o caráter coercitivo emanado do Estado ou órgãos reguladores.

Entretanto, empresas situadas em países com baixos incentivos a divulgação de demonstrações informativas são capazes de fornecer informações de alta qualidade, comparáveis aos mercados desenvolvidos de tradição *common law*, em decorrência de acordos privados (COFFEE, 1999).

A discricionariedade contábil é inerente à prática contábil, pois não é razoável pensar que as organizações elaborem e divulguem demonstrações contábeis de forma imparcial (*fair presentation*).

Isto pode ser observado ao comparar os resultados contábeis de empresas com diferentes níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado).

As companhias com maior nível de governança listadas na BOVESPA apresentam resultados mais conservadores do que as que não são aderentes às regras rígidas (MENDONÇA et al., 2010, p. 5).

Entretanto, autores, como Santos (2006) e Mendonça (2008), analisaram a existência de diferenças no conservadorismo nas emissoras de ADR brasileiras a partir da promulgação da Sarbanes-Oxley.

Os indícios identificados não foram significativos quando comparados com os resultados das demais empresas, o que pode ser reflexo de algum outro fator econômico do mercado brasileiro não considerado no estudo.

Em contrapartida, Lobo e Zhou (2006) pesquisaram nas empresas americanas uma provável mudança de critério gerencial sobre os relatórios financeiros após a promulgação da *Sarbanes-Oxley*.

Os autores observaram a alteração no comportamento destes executivos, uma vez que os indícios identificados demonstraram que os relatórios financeiros divulgados pela administração foram mais conservadores. Estas evidências empíricas sugerem que a SOX tem influenciado o poder discricionário dos executivos no mercado americano, apontam Lobo e Zhou (2006).

Acrescentam também que os resultados obtidos a partir do modelo proposto por Basu (1997) indicam que após a promulgação da SOX as empresas passaram a incorporar as perdas mais rapidamente do que os ganhos em seus resultados.

A divergência de resultados obtidos por Lobo e Zhou (2006) e os brasileiros Santos (2006) e Mendonça (2008) pode ter relação com hipótese de comprometimento analisada por Siegel (2005).

Como indicado, a *convergence hypothesis* aponta que empresas estrangeiras ao convergir para mercados com instituições legais fortes abandonam as fracas instituições legais de seu país de origem e assumem um real compromisso com as normas vigentes no novo mercado.

Entretanto, as evidências identificadas na amostra observada por Siegel (2005) mostram que isto não ocorre efetivamente, pois a SEC não obteve sucesso em fazer as empresas mexicanas cumprirem os dispositivos legais. O autor aponta ainda que muitas destas organizações adotam esta postura com o intuito de apenas melhorar sua reputação perante o mercado local, porém efetivamente não se tornam mais conservadoras.

Como observado no tópico 2.2, as características do ambiente institucional podem afetar os gestores e conseqüentemente a forma que o negócio é gerido, seja em decorrência do tipo de regime jurídico adotado ou outros incentivos econômicos.

Espera-se que com a emissão de ADR a hipótese de comprometimento se confirme no caso das emissoras brasileiras, provocando um efeito disciplinador no poder discricionário do administrador em função dos incentivos deste novo ambiente em que a organização está exposta.

Considerando que a qualidade das demonstrações pode ser entendida em função do ambiente institucional e dos incentivos percebidos por administradores (BALL; ROBIN; WU, 2003), espera-se observar no conservadorismo um comportamento diferenciado em relação das demais empresas.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, faz-se inicialmente uma breve explanação da estratégia metodológica desenvolvida para a presente pesquisa. Na sequência é apresentado o tratamento dos dados e os modelos econométricos utilizados.

O estudo é descritivo por ter como foco explicitar o conhecimento de um determinado fenômeno, bem como construir hipóteses e estabelecer relações entre as possíveis variáveis que auxiliem no entendimento do problema.

Além disto, a presente pesquisa procurar testar hipóteses estruturadas com base em pressupostos teóricos e experimentos já realizados, os quais serão testados em regressões que englobam dados gerais, os quais, com cautela, podem ser deduzidos sobre o comportamento individualizado das empresas da amostra.

Marconi e Lakatos (2010, p. 62) ressaltam que a ciência é a sistematização do conhecimento em proposições logicamente correlacionadas sobre certos fenômenos. O entendimento científico depende de um conjunto de ações racionais, sistematizadas e aptas a serem submetidas a verificações futuras.

A validade científica das proposições apresentadas dependerá do desenvolvimento sistemático de cada uma das etapas estruturadas com vista ao atendimento dos objetivos de pesquisa (MARCONI; LAKATOS, 2010, p. 66).

Nessa pesquisa, entretanto, pretende-se investigar os efeitos da emissão de ADRs no conservadorismo.

Espera-se verificar com a aplicação do modelo Basu (1997) se as empresas brasileiras que emitiram ADR apresentam indícios de serem mais conservadoras que as demais empresas listadas na BOVESPA.

Dessa forma, avaliar o efeito provocado no conservadorismo das informações divulgadas ao mercado pelas emissoras de ADRs brasileiras entre o período de 2008 a 2013, possibilitando rejeitar ou não hipótese H_1 .

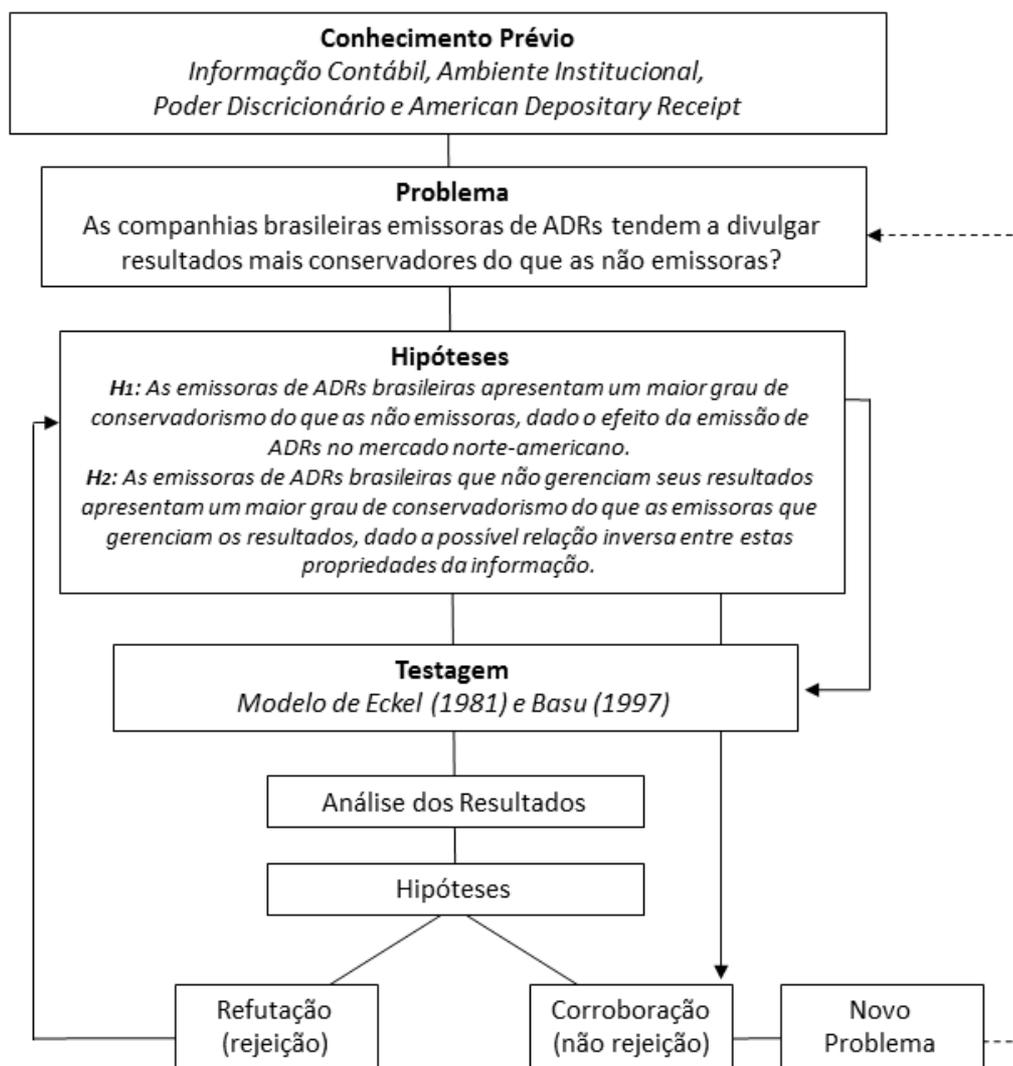
Além da comparação entre as emissoras de ADR e não emissoras, objetivando maior consistência ao constructo teórico, as emissoras de ADR serão classificadas em gerenciadora de resultados e não gerenciadora.

A medida indicada visa isolar o efeito do gerenciamento de resultados e avaliar se as emissoras de ADR que não adotam esta prática, como indicado no referencial teórico, são mais conservadoras do que as emissoras de ADR classificadas como não gerenciadoras.

A classificação será realizada com a aplicação do modelo de Eckel (1981), em linha com o estudo realizado por Almeida (2010, p. 70), visa confirmar o resultado e dar maior suporte fático para a não rejeição da hipótese H₂.

A ILUSTRAÇÃO 09, apresentada abaixo, sintetiza como a pesquisa está estruturada e será desenvolvida.

ILUSTRAÇÃO 09 – ESTRUTURA DO PROJETO DE DISSERTAÇÃO



Fonte: Elaborada pelo autor com base em Marconi e Lakatos (2010, p. 78)

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS

Em linha com estudos desenvolvidos por Mendonça (2008) e Almeida *et al.* (2012), estabeleceu-se como população-objeto de pesquisa todas as sociedades anônimas de capital aberto que negociaram ações na BOVESPA entre o período de março/2008 a março/2013.

Para compor a amostra inicial foram extraídos do banco de dados Economática® os valores nominais referentes ao:

- a) resultado contábil (lucro/prejuízo) por ação (LPA), consolidado dos últimos 12 meses, entre o período de dezembro/2008 a dezembro/2012;
- b) valor do fechamento da ação (P), ajustado por proventos inclusive dividendos entre o período de 30/março/2008 a 30/março/2013, com tolerância de 15 dias;
- c) lucro líquido das emissoras de ADR brasileiras, consolidado dos últimos 12 meses, entre o período de dezembro/2008 a dezembro/2013;
- d) receita líquida das emissoras de ADR brasileiras, consolidado dos últimos 12 meses, entre o período de dezembro/2008 a dezembro/2013.

Este período foi escolhido devido à disponibilidade dos dados e por abranger um número representativo de observações relacionadas ao evento pesquisado.

Inicialmente obteve-se 10.708 entradas referentes aos 597 ativos disponíveis na base de dados, os quais correspondem a 363 empresas listadas na BOVESPA no período delimitado para a amostra.

Em seguida, exclui-se 374 ativos que não estavam classificados na categoria de Preferenciais (PN), restando 223 ativos na categoria PN correspondentes a 186 empresas.

Optou-se neste estudo por utilizar somente ativos PN por serem os mais negociados e, como aponta Sarlo Neto et al. (2005, p. 56), são os mais suscetíveis aos efeitos provocados pela divulgação das informações contábeis.

Acrescenta-se ainda que, o referido autor, identificou evidências que os resultados contábeis influenciam investidores no caso das ações preferenciais, uma vez que os preços reagem de forma diferente aos resultados publicados.

Exclui-se também 134 ativos relacionados a instituições financeiras e seguradoras, bem como aqueles que não estavam completos em sua totalidade (informações descontínuas) ou extremos referente às variáveis utilizadas.

Após as referidas exclusões os dados foram organizados em painel nos moldes apontados pelos autores indicados no início deste tópico.

No TABELA 01 é apresentado a quantidade de observações válidas referente aos 6 anos de dados disponíveis coletados no banco de dados.

TABELA 01 – COLETA DE DADOS (AMOSTRAGEM INICIAL)

	ATIVOS	ENTRADAS
Dados Disponíveis	597	3.582
(-) Exclusões Ativos Diferente de PN	(374)	(2.244)
(-) Exclusões Instituições Financeiras	(25)	(150)
(=) Dados Potenciais	198	1.188
(-) Dados Ausentes/Extremos	(125)	(750)
(=) Dados Validos	73	534

Fonte: Elaborador pelo autor.

Desta amostra composta por acaso com 73 empresas integrantes da bolsa de valores de São Paulo, extraiu-se as 12 companhias emissoras de ADR. No QUADRO 14 são listadas as empresas, o setor, o ano de emissão e o nível de ADR.

QUADRO 14 – EMPRESAS QUE EMITIRAM ADR ANTES DE DEZEMBRO/2008

EMPRESA	SETOR	ANO DA EMISSÃO	NÍVEL DE ADR
Ambev - Companhia de Bebidas das Américas	Alimentos e Bebidas	1997	II
Braskem S.A.	Química	1998	III
Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG	Energia Elétrica	2001	II
Companhia Paranaense de Energia (COPEL)	Energia Elétrica	1997	III
Centrais Eletricas Brasileiras S.A. – Eletrobras	Energia Elétrica	1995	I
Gerdau S.A.	Siderurgia & Metalurgia	1999	II
GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Transporte Serviços	2004	III

Continua

Conclusão

EMPRESA	SETOR	ANO DA EMISSÃO	NÍVEL DE ADR
Tele Norte Leste Participacoes S.A. (Oi)	Telecomunicações	1998	II
Companhia Brasileira de Distribuição – CBD	Comércio	1997	III
Petrobras - Petroleo Brasileiro S.A.	Petróleo e Gás	2000	III
Telefonica Brasil S.A.	Telecomunicações	1998	II
Vale S.A.	Mineração	2002	III

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme apresentado no referencial teórico, espera-se que os resultados divulgados por estas 12 empresas sejam mais conservadores que os das outras 61 companhias da amostra, uma vez que estas, por serem emissoras de ADR seguem padrões mais rígidos com a convergência para outro mercado.

Faz-se necessário analisar os resultados das emissoras de ADR isolado das demais empresas da amostra por meio da variável *dummy*, pois desta forma será possível capturar os efeitos provocados pela emissão de ADR no conservadorismo.

Os indícios identificados na amostra das empresas que emitiram ADR não poderão ser visualizados na amostra das empresas não emissoras.

Entretanto, caso isto ocorra poderá ser reflexo de algum outro fenômeno ocorrido no mercado brasileiro em geral e não algo motivado pela convergência a legislação norte americana.

O TABELA 02 sintetiza como a amostra é distribuída conforme procedimentos adotados. Estas estratificações são necessárias para realizar as comparações indicadas nos objetivos específicos.

TABELA 02 – COLETA DE DADOS (AMOSTRAGEM FINAL)

	EMISSORAS DE ADR	NÃO EMISSORAS DE ADR	TOTAL
Ativos	12	61	73
Observações para Modelo Basu (1997)	48	244	292
Observações para Modelo Eckel (1981)	72	-	72

Fonte: Elaborador pelo autor.

3.2 MODELO ECKEL (1981)

Para robustez dos resultados, após o tratamento indicado na seção anterior, as empresas que compõem as amostras das emissoras de ADR brasileiras são classificadas por meio da aplicação do modelo Eckel (1981).

Estas empresas serão separadas em duas amostras, sendo uma para as que gerenciam os resultados (GR) e outra para as que não gerenciam resultados (NGR), conforme os critérios do modelo.

Este procedimento visa isolar o efeito do gerenciamento de resultados e melhorar a compreensão dos resultados que serão obtidos com a aplicação do modelo de Basu (1997).

Conforme indicado na plataforma teórica, espera-se que o conservadorismo tenha relação inversa com o gerenciamento de resultados, assim, identificar quais empresas gerenciam resultados auxiliará sustentação deste pressuposto.

O modelo Eckel (1981) baseia-se na premissa de que as receitas e os custos são lineares ao longo do tempo, onde o lucro é uma função das vendas.

Quando não crescem ou diminuem na mesma proporção, espera-se que tenha ocorrido alguma interferência dos executivos no sentido de gerenciar os resultados (ALMEIDA et al., 2012, p. 69).

Martinez e Castro (2009) acrescentam ainda que:

Nestes trabalhos é demonstrado que se o lucro é função linear das vendas, o custo variável unitário se mantém constante no tempo, os custos fixos não diminuem e as vendas brutas não podem ser alisadas artificialmente, então o coeficiente de variação das oscilações nas vendas é inferior ao coeficiente de variação das oscilações no lucro. Se isto não se cumpre, é dizer, se a variabilidade das oscilações no lucro é menor, então Eckel (1981) demonstra que a empresa está alisando artificialmente lucro.

A relação entre o lucro e a receita pode ser observada pelos coeficientes de variação percentual do lucro líquido e da receita de vendas, conforme é apresentado:

$$CV\Delta\%LucroLíquido \leq CV\Delta\%Vendas = Suavização$$

Onde:

$$CV\Delta\%LucroLíquido = \frac{Lucro\ Líquido_t - Lucro\ Líquido_{t-1}}{Lucro\ Líquido_{t-1}}$$

$$CV\Delta\%Vendas = \frac{Receita_t - Receita_{t-1}}{Receita_{t-1}}$$

Pode-se então calcular a suavização dos resultados com base nestes dados, aplicando a equação do Índice de Alisamento (IA) de Eckel, qual seja:

$$IA = \frac{CV\Delta\%LucroLíquido}{CV\Delta\%Vendas}$$

Trabalhos anteriores, como Almeida et al. (2012) e Martinez e Castro (2009), assumiram que um IA inferior a 1 (um) indicaria a presença do alisamento de resultados, uma vez que o coeficiente de variação do lucro seria inferior ao das vendas apuradas.

Isto foi demonstrado por Eckel (1981), onde evidenciou que essa situação era provocada pelo gerenciamento de resultado praticado por administradores.

Entretanto, seguindo os referidos autores para efeito desta pesquisa o critério do modelo foi modificado para maior segurança das análises.

Estabelece-se um intervalo entre 0,9 e 1,1 como área cinzenta, onde não é possível afirmar com precisão que as empresas gerenciam ou não os resultados.

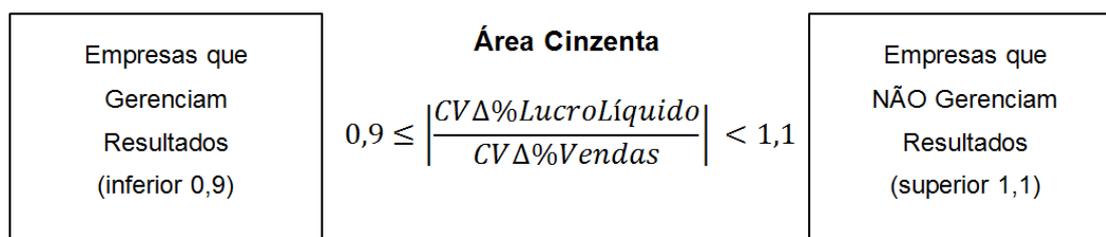
Martinez e Castro (2009) ressaltam ainda que:

Este procedimento é necessário para reduzir a classificação de erros em harmonia com a metodologia de Chalayer, (2004). Quando o coeficiente do lucro for menor do que o da receita, demonstra-se que a companhia está interferindo nos lucros suavizando-os de maneira artificial.

A adoção desta margem de segurança minimiza eventuais riscos de viés por parte do pesquisador, bem como permite a classificação das empresas de maneira objetiva (Almeida et al., 2012, p. 70).

A ILUSTRAÇÃO 10 apresenta o intervalo considerado como área cinzenta e o critério utilizado para classificação das firmas.

ILUSTRAÇÃO 10 – ÁREA CINZENTA DO MODELO ECKEL (1981)



Fonte: Martinez e Castro (2009)

Assume-se a distinção entre as empresas que gerenciam seus resultados segundo o índice de Eckel. Como apresentado na ILUSTRAÇÃO 10, caso o índice obtido for igual ou inferior a 0,9, a empresa pratica o gerenciamento e, se o índice obtido for superior a 1,1, a firma não praticou gerenciamento de resultados.

Oportuno destacar que a metodologia dos coeficientes de variação, como aponta Martinez e Castro (2009, p. 5), “relaciona o desvio padrão com a média de uma série de números representados pelos resultados publicados. Quanto mais este coeficiente aproxima-se de zero, mais a serie é alisada”.

Observa ainda que este indicador é calculado com base nas variações de resultados, pressupondo assim uma tendência.

Mesmo existindo inúmeros mecanismos de gerenciamento a disposição de gestores não é possível proporcionar um alisamento perfeito dos resultados. Como consequência, o coeficiente de variação não é nulo.

Martinez e Castro (2009, p. 6) advertem que pode ser necessário definir um limiar para o índice tendo por base o setor de atividade da empresa. Devendo este ser necessariamente arbitrário pela ausência de qualquer parâmetro.

Mesmo o indicador estando dentro dos parâmetros apresentados na ILUSTRAÇÃO 09, pode o pesquisador avaliar o coeficiente de variação médio do setor e com base nisto definir uma linha de corte para classificação das empresas.

A escolha deste procedimento para classificação das empresas com base no IA é fundamentada pelos seguintes motivos:

- Existem trabalhos acadêmicos que se baseiam nesta metodologia, como os citados Martinez e Castro (2009) e Almeida et al. (2012).

- O índice considera os efeitos agregados de todas as variáveis contábeis que tratam do gerenciamento do lucro (MARTINEZ; CASTRO, 2009, p. 5).

- Permite a comparações de variabilidade entre grupos distintos, bem como permite a obtenção de média e desvio padrão (MARTINEZ; CASTRO, 2009, p. 5).

- Possibilitar a aplicação do modelo de Basu (1997), pois com essa metodologia é possível verificar que a empresa gerenciou resultado em um determinado período e não em outro.

Almeida et al. (2012, p. 68) ressalta que isto não ocorre no outro modelo indicado na literatura. Acrescenta-se ainda que:

a métrica de Leuz et al. (2003) impediria a aplicação do modelo de Basu (1997) por agregar as observações por causa dos desvios-padrão e não capturaria a possibilidade de uma firma suavizar em um período e outro não. (LEUZ et al, 2003 apud ALMEIDA et al., 2012, p. 68).

Todavia, oportuno registrar que para Eckel (1981) a metodologia possui uma deficiência quanto a não reconhecer as empresas que gerenciam seus resultados até o ponto de fazê-lo menos variáveis que as vendas.

3.3 MODELO BASU (1997)

Para avaliar o grau de conservadorismo das empresas contidas na amostra e capturar efeito referente à emissão de ADRs e do gerenciamento de resultados será utilizado o modelo proposto por Basu (1997), acrescido de duas variáveis *dummy* para obter maior consistência ao constructo teórico.

Moreira, Colauto e Amaral (2010, p.69) apontam que este modelo, também conhecido como Modelo Reverso de Lucros Associados a Retornos, permite investigar a relação entre as variáveis contábeis e o retorno econômico.

Este modelo, como aponta Almeida et al. (2012, p. 67), é um dos mais influentes e utilizados em estudos sobre o tema na última década.

Trata-se de uma metodologia de investigação empírica do conservadorismo que se baseia na defasagem temporal entre o reconhecimento de receitas e despesas (BASU, 1997).

Por meio da relação entre as más notícias percebidas pelo mercado de capitais e os efeitos no lucro contábil, o modelo tem como finalidade captar a antecipação conservadora de despesas (ANTUNES; MEDEIROS, 2011, p. 60).

Como apresentado na plataforma teórica, o modelo mensura se os resultados incorporam más notícias mais rapidamente do que as boas notícias.

O modelo assume que os preços das ações são influenciados pelas informações contábeis, sendo assim, espera-se que a variabilidade dos retornos de mercado expliquem a variabilidade dos lucros contábeis divulgados (MOREIRA; COLAUTO; AMARAL, 2010).

Acredita-se que os preços das ações antecipem o comportamento do lucro antes mesmo de serem divulgados pela contabilidade, pois, como aponta Moreira, Colauto e Amaral (2010, p. 69), as previsões de analistas e demais informações estão disponíveis ao mercado.

Antunes e Medeiros (2011, p. 62) ressaltam que o modelo tem a capacidade de mensurar o grau de associação entre a informação contábil divulgada e a informação percebida pelo mercado de capitais. Neste sentido, os referidos autores apontam que o conservadorismo é constatado quando a contabilidade se associa mais rapidamente à informação de mercado quando esta é ruim.

O modelo estabelece como *proxy* para as más notícias o retorno negativo das ações. Com isto, testa-se a relação deste retorno com o resultado contábil divulgado pela empresa, obtendo o indicador da defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias já absorvidas pelo preço de mercado (BASU, 1997).

Ressalta-se que o conservadorismo, no lucro contábil, torna-se mais oportuno e sensível para as más notícias. Sendo assim, espera-se que a relação lucro-retorno em uma regressão linear seja mais forte para retornos negativos inesperados do que retornos positivos (SANTOS et al., 2011).

A regressão representa o modelo desenvolvido por Basu (1997), qual seja:

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

LPA_{it} = resultado contábil (lucro/prejuízo) por ação da empresa i no ano t

P_{it-1} = preço da ação da empresa i à época da divulgação contábil referente ao ano $t-1$

RS_{it} = retorno simples da ação (P_{it} / P_{it-1}) da empresa i à época da divulgação contábil referente ao ano t

D_{it} = variável *dummy* que assume o valor 1 quando $RS < 0$ e valor zero quando $RS > 0$

ε_{it} = termo de erro

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = são os parâmetros a serem estimados.

O emprego do lucro líquido na análise possibilita a verificação da influência do conservadorismo em todas as contas que passam pela Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), inclusive nas contas que não são operacionais e as rubricas após a incidência do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro (MOREIRA; COLAUTO; AMARAL, 2010).

Registra-se ainda que para o controle da heterocedasticidade e redução dos possíveis problemas estatísticos referentes a características de cada empresa da amostra, realiza-se a divisão das variáveis contábeis LPA e RS pelo preço da ação (P_{it-1}) do final do ano anterior (BASU, 1997).

Desta forma, o retorno do período é apresentado em escala percentual em relação ao período anterior e o lucro passa a ser mensurado em relação ao preço da ação do período passado, tendo uma espécie de medida de retorno.

O parâmetro β_0 não contém significado econômico/teórico, sendo assim, para o presente estudo sua análise não possui nenhuma relevância.

No caso do coeficiente β_1 procura-se mensurar a velocidade do reconhecimento do retorno econômico pelo resultado contábil. Neste sentido, valores maiores e mais significativos indicam que a informação contábil das empresas é transmitida em tempo hábil. Espera-se que tenha um sinal positivo.

A variável β_2 mensura a defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias já absorvidas pelo preço de mercado. Trata-se da *proxy* para o nível de conservadorismo. Espera-se que tenha sinal negativo, onde valores mais significativos e maiores indicam maior existência de conservadorismo.

O parâmetro β_3 captura a intensidade da defasagem temporal entre o reconhecimento de boas e más notícias, sendo *proxy* para o grau de conservadorismo, o qual será utilizado para análise neste estudo.

Este indicador reflete o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil (oportunidade do lucro contábil). Espera-se que tenha sinal positivo, onde valores mais significativos e maiores indicam a existência de um maior grau de conservadorismo contábil.

Além do coeficiente β_3 , conforme indicado inicialmente, para o presente estudo também foram acrescentadas duas variáveis *dummy* visando capturar o efeito da emissão de ADR e do GR.

A regressão abaixo representa o modelo proposto, qual seja:

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \dots + \beta_4 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} * ADR_{it} + \beta_5 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} * ADR_{it} * GR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

... demais variáveis permanecem conforme modelo original proposto por Basu (1997)

ADR = variável *dummy* que assume o valor de 1 quando for emissora de ADR e zero quando não emissora

GR = variável *dummy* que assume o valor 1 quando for emissora de ADR classificada como GR e zero quando NGR ou não classificada

Além dos parâmetros originais do modelo de Basu (1997), com a inclusão das variáveis *dummy* indicadas acima serão estimados também β_4 e β_5 .

Wooldridge (2012, p. 212) indica que a variável *dummy* permite ressaltar a interpretação dos parâmetros, possibilitando de certa forma isolar o efeito.

O coeficiente β_4 objetiva capturar o efeito que a emissão de ADR provoca em β_3 , o qual captura a intensidade da defasagem temporal entre o reconhecimento de boas e más notícias no mercado brasileiro em geral.

Caso significativo, essa variável expressaria a variação do conservadorismo apenas nas empresas emissoras de ADRs brasileiras.

No mesmo sentido, o coeficiente β_5 visa isolar o efeito que as emissoras de ADR brasileira classificadas como gerenciadora de resultados (GR) provocam no conservadorismo capturado β_4 .

No quadro abaixo, apresenta-se os coeficientes relevantes que podem ser investigados com a aplicação do modelo proposto por Basu (1997) originalmente e o alternativo, os quais serão analisados detalhadamente no tópico 4.2.

QUADRO 15 – RESUMO DOS COEFICIENTES DO MODELO DE BASU (1997)

COEFICIENTE	OBJETIVO	SINAL ESPERADO	RESULTADO
β_1	Captura a velocidade do reconhecimento do lucro contábil pelo retorno econômico pelo lucro contábil.	+	Valores maiores e mais significativo indicam que a informação contábil das empresas é transmitida em tempo hábil.
β_2	Mensurar a defasagem temporal (<i>proxy</i> para o nível de conservadorismo).	-	Valores mais significativos e menores indicam a <u>existência</u> de conservadorismo contábil.
β_3	Capturar a intensidade da defasagem (<i>proxy</i> para o grau de conservadorismo).	+	Valores mais significativos e maiores indicam maior <u>grau</u> de conservadorismo contábil.
β_4	Isolar a intensidade da defasagem entre o mercado (β_3) e as emissoras de ADR.	+	Valores mais significativos e maiores indicam que existe um maior grau de conservadorismo contábil em relação ao β_3 .
β_5	Isolar a intensidade da defasagem entre as emissoras de ADR (β_4) e as emissoras de ADR classificadas como GR (β_5).	-	Valores mais significativos e menores indicam que existe menor grau de conservadorismo contábil entre as emissoras de ADR classificadas como GR.

Fonte: Elaborador pelo autor.

Os dados da amostra foram analisados por meio do *EViews 7.1*. Avaliou-se que as empresas que compõe as amostras apresentam as informações necessárias para a aplicação das técnicas estatísticas consideradas nesta pesquisa.

Para efeito deste trabalho, dentre as quatro possíveis análises apresentadas no modelo de Basu (1997) original, será considerada somente o parâmetro β_3 por ter

maior significância estatística para avaliar o grau de conservadorismo condicional. Espera-se que o referido coeficiente seja positivo para as companhias da amostra.

Este trabalho se limita a analisar apenas este coeficiente seguindo os trabalhos de Moreira, Colauto e Amaral (2010), Almeida et al. (2012) e Martinez e Castro (2009), bem como seus antecessores.

Entretanto, conforme o desenvolvimento teórico do estudo, também será analisado os coeficientes propostos no modelo alternativo.

Como já indicado, a inclusão do parâmetro β_4 objetiva isolar do coeficiente β_3 o efeito que a emissão de ADR provoca no conservadorismo. Espera-se que os coeficientes β_4 apresente um resultado positivo.

Desta forma, a evidência obtida indicaria que a listagem dupla, fundamentada na hipótese de comprometimento, torna as emissoras de ADR brasileiras mais conservadoras do que as não emissoras.

Por outro lado, o coeficiente β_5 visa isolar o efeito que o gerenciamento de resultados provoca nas emissoras de ADR brasileiras.

Espera-se que tenha um sinal negativo, o que indicaria que a prática de gerenciamento de resultados pode interferir no conservadorismo condicional, reduzindo a capacidade de refletir as boas e más notícias.

Caso estes coeficientes não sejam estatisticamente significantes ou, ainda, encontre resultados diversos dos indicados no modelo, recomenda-se uma revisão do construto teórico e dos modelos utilizados para futuros estudos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados do estudo obtidos com a aplicação dos modelos indicados no capítulo anterior. No primeiro tópico, descreve-se os resultados obtidos com a aplicação do modelo de Eckel (1981) e o comportamento identificado nas empresas analisadas. Com base na avaliação deste conjunto de informações as empresas foram classificadas em gerenciadoras de resultado (GR) e não gerenciadoras de resultados (NGR).

Na sequência são descritas as características dos dois grupos e a estatística descritiva. Após a aplicação do modelo de Basu (1997) são apresentados os coeficientes e indícios identificados com base na análise global dos resultados observados em cada uma das amostras classificadas.

4.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS – MODELO ECKEL (1981)

A incidência do gerenciamento de resultado foi observada sob duas perspectivas: análise do indicador de IA (Índice de Alisamento) de Eckel (1981); e por meio da análise do comportamento dos indicadores de receita líquida, lucro líquido e variação destes ao longo do período de seis anos.

4.1.1 RESULTADOS DA APLICAÇÃO DO MODELO DE ECKEL (1981)

Considerando o período de análise das 12 emissoras de ADR brasileiras abrangidas neste estudo, com base na aplicação do modelo de Eckel (1981), foram classificadas 7 empresas como GR e as outras 5 como NGR.

Oportuno salientar que as 5 empresas classificadas como NGR não apresentaram um comportamento no período analisado que pudesse ser capturado pelo modelo de Eckel (1981).

Entretanto, isto não exclui a possibilidade de que estas empresas não adotem práticas de gerenciamento de resultados, como as indicadas no referencial teórico, bem como não sejam classificadas como GR em outros métodos.

Reforça-se ainda que a constatação da prática de gerenciamento de resultados, objeto deste estudo, pode ser constatada neste horizonte temporal, entretanto, caso seja observado um período diverso, o mesmo comportamento pode não ser evidenciado para determinada empresas da amostra.

Carlin (2009, p. 74) aponta que uma das variáveis-chave para identificação das empresas que praticam o gerenciamento de resultado é o período observado, pois diferentes períodos podem conduzir a diferentes resultados.

O referido autor analisou três horizontes distintos, sendo 6, 8 e 10 anos. Na amostra analisada foram classificadas como GR cerca de 20%, 15% e 12%, respectivamente para cada lapso temporal considerado.

Assim como observado por Carlin (2009), no estudo realizado por Eckel (1981) ficou evidenciado que o volume de empresa GR tende a ser reduzido quando considerado um grande lapso temporal, pois não é razoável manter o mesmo comportamento no longo prazo.

Na TABELA 03 é apresentada a estatística descritiva das variações da receita líquida e do lucro líquido de cada uma das empresas que compõe a amostra de emissoras de ADRs, as quais serão utilizadas para compor o IA de Eckel (1981).

TABELA 03 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS VALORES ABSOLUTOS

EMPRESA/ SETOR	VARIÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA			VARIÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO		
	MÉDIA (milhões)	DESVIO (milhões)	COEF. VARIÇÃO	MÉDIA (milhões)	DESVIO (milhões)	COEF. VARIÇÃO
Ambev/ Alimentos e Bebidas	2.832	1.523	0,538	1.862	780	0,7795
Braskem Química	4.601	5.017	1,090	(397)	1.074	(2,707)
CEMIG Energia Elétrica	747	2.720	3,641	243	1.083	4,452

Continua

EMPRESA/ SETOR	VARIÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA			VARIÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO			Conclusão
	MÉDIA (milhões)	DESVIO (milhões)	COEF. VARIÇÃO	MÉDIA (milhões)	DESVIO (milhões)	COEF. VARIÇÃO	
COPEL Energia Elétrica	744	406	0,546	4	309	68,288	
Eletrobras Energia Elétrica	(375)	7.260	(19,310)	(2.485)	5.571	(2,242)	
Gerdau Sid.&Metalurgia	(408)	8.443	(20,646)	(449)	1.449	(3,225)	
GOL Transporte Serviços	509	549	1,080	(392)	709	(1,809)	
Oi Telecomunicações	3.425	7.195	2,101	92	754	8,150	
CBD Comércio	7.939	4.049	0,510	227	157	0,692	
Petrobras Petróleo e Gás	17.954	28.567	1,591	(1.996)	6.867	(3,440)	
Telefonica Telecomunicações	3.748	5.750	1,534	259	1.019	3,934	
Vale Mineração	6.189	22.675	3,663	(4.307)	18.507	(4,296)	

Fonte: Elaborador pelo autor.

Com base nos coeficientes de variação indicados na TABELA 03, apresenta-se na TABELA 04 o IA para cada uma das empresas, o qual é composto pela variação da receita (C1) e do lucro (C2). Tendo em vista o IA, conforme critério estabelecido no tópico 3.2, cada uma das empresas é classificada como GR ou NGR.

TABELA 04 – RESULTADO DO IA POR EMISSORAS DE ADR

EMPRESA / SETOR	NÍVEL DE ADR	IA (C2 / C1)	CLASSIFICAÇÃO
			IA ≤ 0,9 = GR IA > 1,1 = NGR
Ambev/ Alimentos e Bebidas	II	0,7795	GR
Braskem Química	III	(2,4827)	GR
CEMIG Energia Elétrica	II	1,2229	NGR
COPEL Energia Elétrica	III	125,0587*	NGR
Eletrobras Energia Elétrica	I	0,1161	GR
Gerdau Siderurgia&Metalurgia	II	0,1562	GR
GOL Transporte Serviços	III	(1,6754)	GR
Oi Telecomunicações	II	3,8795	NGR

Continua

EMPRESA / SETOR	NÍVEL DE ADR	IA (C2 / C1)	Conclusão
			CLASSIFICAÇÃO IA ≤ 0,9 = GR IA > 1,1 = NGR
CBD Comércio	III	1,3559	NGR
Petrobras Petróleo e Gás	III	(2,1622)	GR
Telefonica Telecomunicações	II	2,5640	NGR
Vale Mineração	III	(1,1728)	GR

Fonte: Elaborador pelo autor.

NOTA explicativa do IA da COPEL:

- O IA da Copel apresentou um comportamento discrepante da média das demais empresas, bem como do setor no qual está inserido.
- Este comportamento tem relação com o lucro líquido divulgado para o ano de 2012. No referido ano, a empresa declarou que o lucro líquido foi de R\$ 726,5 milhões, 38,3% menor que 2011, devido ao aumento nos custos operacionais e despesas financeiras.
- Entretanto, a Receita Líquida teve acréscimo de R\$ 756,1 milhões, 9,7% a mais que 2011.
- Acredita-se que esta discrepância entre receita e lucro não pode ser explicada no modelo, sendo assim, optou-se por classifica-la como NGR por ser um valor superior a 1.
- Contudo, este comportamento será analisado de maneira mais criteriosa no tópico a seguir.

4.1.2 ANÁLISE DO COMPORTAMENTO *INCOME SMOOTHING*

O número reduzido de emissoras de ADR restringe a comparação dos resultados por setor, porém para corroborar a classificação indicada na TABELA 3, além do IA, será avaliado o comportamento dos indicadores das emissoras com base nos resultados do estudo desenvolvido por Carlin (2009).

Faz-se necessária esta comparação, pois como observado por Martinez e Castro (2009, p. 6) pode ser necessário definir um limiar para o IA tendo por base o setor de atividade da empresa, o que pode ser ajustado pelo pesquisador para melhor entendimento do comportamento das companhias.

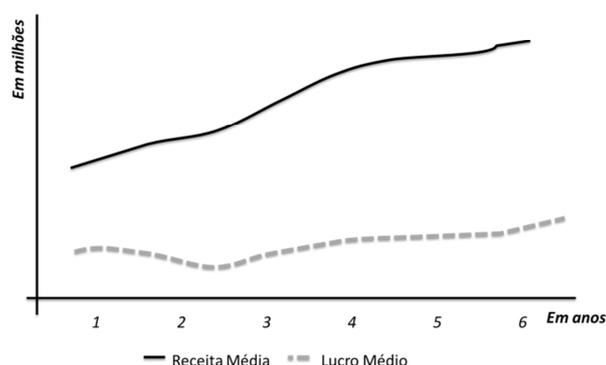
Carlin (2009, p. 77) aponta que o objetivo do gerenciamento de resultado, modalidade *income smoothing*, é divulgar resultados com baixa variabilidade ao longo de um período de anos.

Neste sentido, para que seja caracterizado um comportamento GR é necessário que ao longo de um lapso temporal a receita líquida não se comporte de maneira semelhante ao lucro líquido.

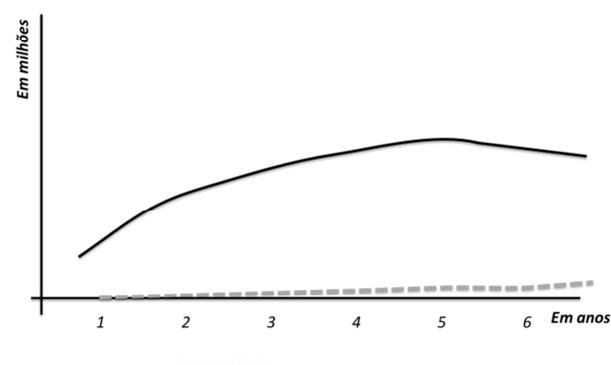
Caso a empresa obtenha receitas estáveis entre os anos ela poderá, conseqüentemente, obter resultados igualmente estáveis, o que não caracterizaria um comportamento GR com base na metodologia proposta por Eckel (1981).

ILUSTRAÇÃO 11 – COMPORTAMENTO DA RECEITA MÉDIA E DO LUCRO MÉDIO

A - Comportamento NGR (*income smoothing*)



B - Comportamento GR (*income smoothing*)



Fonte: Carlin (2009, p.77-78).

Como pode ser observado na ILUSTRAÇÃO 11 (A), na medida em que a receita líquida aumenta o lucro líquido proporcionalmente sofre um incremento, caracterizando assim um comportamento NGR.

Por outro lado, no caso do comportamento GR, como pode ser observado na ILUSTRAÇÃO 11 (B), o lucro líquido não sofre alterações em função das reduções ocorridas na receita líquida, como é o caso do comportamento NGR.

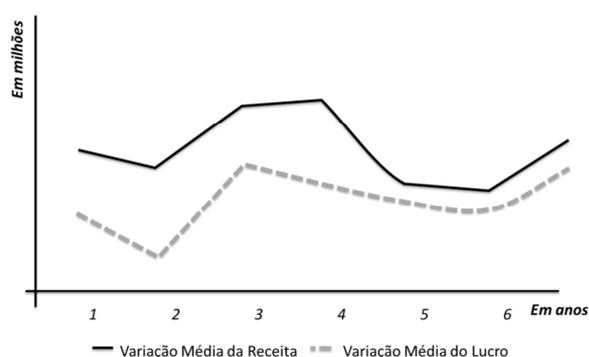
Pode-se também investigar o comportamento GR e NGR, como indicado por Eckel (1981), observando as variações da receita e do lucro.

Como visualizado na ILUSTRAÇÃO 12 (A), observa-se um impacto proporcional na variação do lucro para cada alteração na variação da receita, o que é caracterizado como um comportamento NGR.

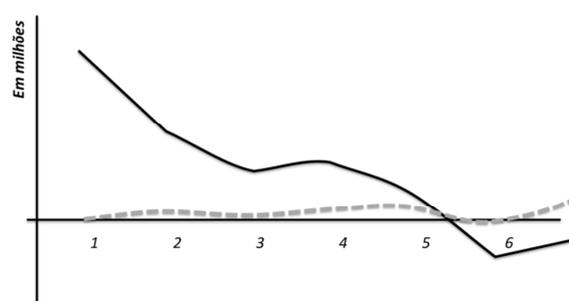
Entretanto, diferentemente do que ocorre no comportamento NGR, na ILUSTRAÇÃO 12 (B), verifica-se que mesmo havendo uma diminuição significativa na variação da receita não há alteração proporcional na variação do lucro.

ILUSTRAÇÃO 12 – COMPORTAMENTO DA VARIAÇÃO MÉDIA DA RECEITA E DO LUCRO

A - Comportamento NGR (*income smoothing*)



B - Comportamento GR (*income smoothing*)



Fonte: Carli (2009, p.77-78).

Neste contexto, Carlin (2009, p. 80) esclarece que a variação do lucro das empresas NGR se comporta de maneira muito próxima às variações da receita, o que não ocorre nas empresas GR, pois, independentemente das oscilações da receita, a variação do lucro se mantém constante em termos médios.

Considerando os conceitos apresentado, elaborou-se com base nos dados coletados no Economática uma representação gráfica do comportamento de cada uma das empresas indicadas na amostra das emissoras de ADR.

Tendo por base esta representação gráfica, pode-se avaliar o comportamento individualizado de cada uma das organizações ao longo do período. Optou-se por considerar GR as empresas que apresentem um comportamento *income smoothing*, modalidade de gerenciamento de resultado, por um período superior a metade dos períodos.

Na sequência são apresentadas as ilustrações agrupadas pela classificação inicial obtida com o indicador IA. Oportuno salientar que mesmo que existem oscilações diferentes por setor em cada um dos períodos é possível identificar as características comportamentais indicadas no referencial teórico.

a) Comportamento das Emissoras Classificadas como GR

Nesta amostra são consideradas as empresas indicadas na TABELA 05. Observa-se que existe um desvio padrão entre o IA de uma empresa para outra, o que pode ser explicado pelo efeito do setor.

TABELA 05 – RESULTADO DO IA POR EMISSORAS CLASSIFICADA COMO GR

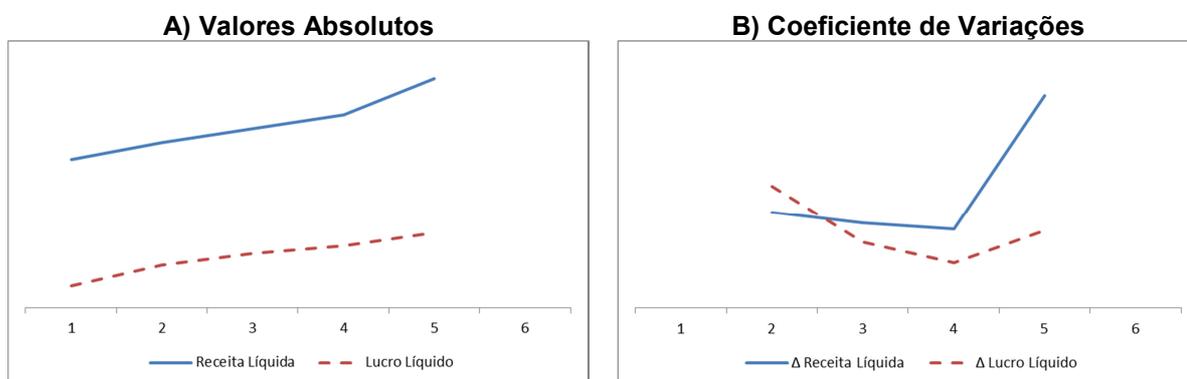
EMPRESA / SETOR	IA
Ambev/ Alimentos e Bebidas	0,7795
Gerdau Siderurgia & Metalurgia	0,1562
Eletrobras Energia Elétrica	0,1161
Vale Mineração	(1,1728)
GOL Transporte Serviços	(1,6754)
Petrobras Petróleo e Gás	(2,1622)
Braskem Química	(2,4827)
MÉDIA	(0,9201)
MEDIANA	(1,1728)
DESVIO	1,2740

Fonte: Elaborado pelo autor.

i. AMBEV

Apresentou um IA de 0,7795, o que a torna uma GR. Entretanto, observa-se na Ilustração 13 (B) que a variação da receita não tem um impacto proporcional na variação do lucro, indicando que existe alguma interferência nos resultados divulgados. Diante disto, mantém-se a classificação de GR.

ILUSTRAÇÃO 13 – AMBEV – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS



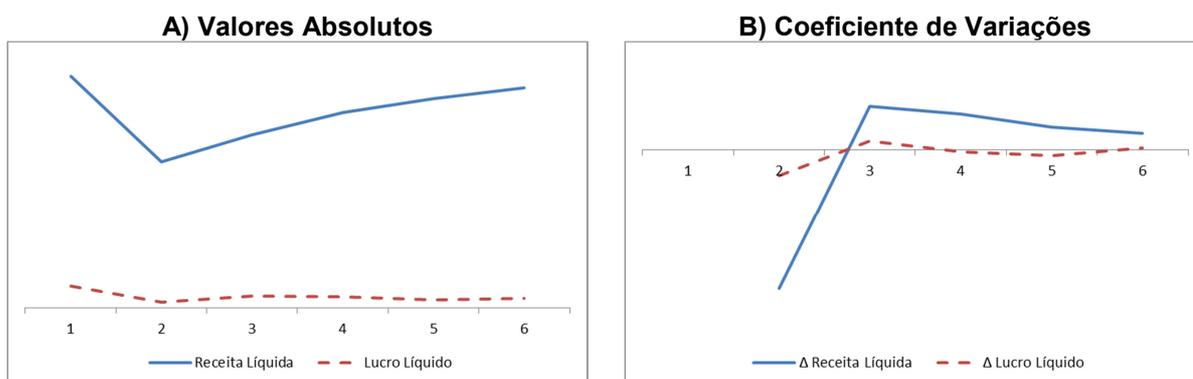
Fonte: Elaborador pelo autor.

NOTA: até 05/04/2014 a informação referente ao ano 6 (2013) não se encontrava disponível em nenhuma base pesquisada.

ii. GERDAU

Apresentou um IA de 0,1562, o que a torna uma GR. Além disto, observa-se na ILUSTRAÇÃO 14 (B) um comportamento característico *income smoothing*, pois as variações na receita não impactam proporcionalmente nas variações do lucro. Sendo assim, mantém-se a classificação de GR.

ILUSTRAÇÃO 14 – GERDAU – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS

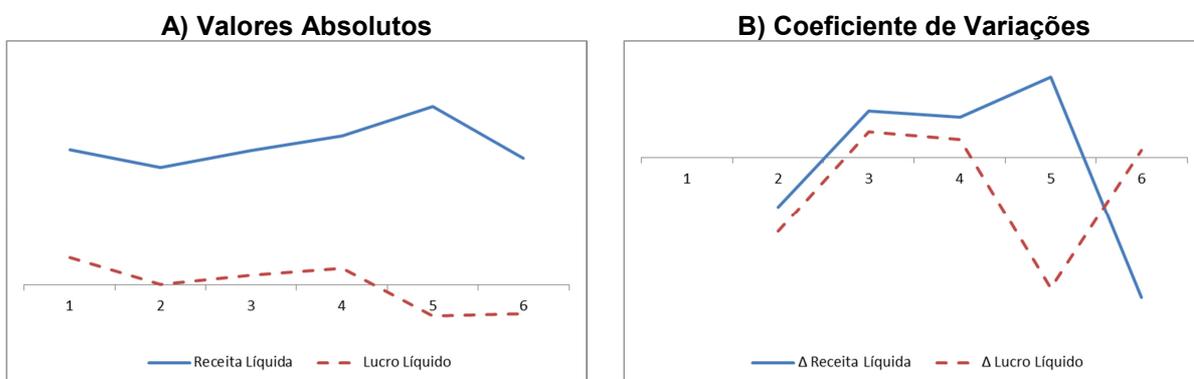


Fonte: Elaborador pelo autor.

iii. ELETROBRAS

Apresentou um IA de 0,1161, o que a torna uma GR. Entretanto, observa-se na ILUSTRAÇÃO 15 (B) que antes ano 4 (2011) a empresa não apresentava um comportamento *income smoothing*. Neste sentido, como estabelecido inicialmente não será considerada como GR as empresas que não apresentem um comportamento GR superior à metade dos períodos analisados. Sendo assim, opta-se por incluir esta empresa na amostra das empresas classificadas como NGR.

ILUSTRAÇÃO 15 – ELETROBRAS – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS

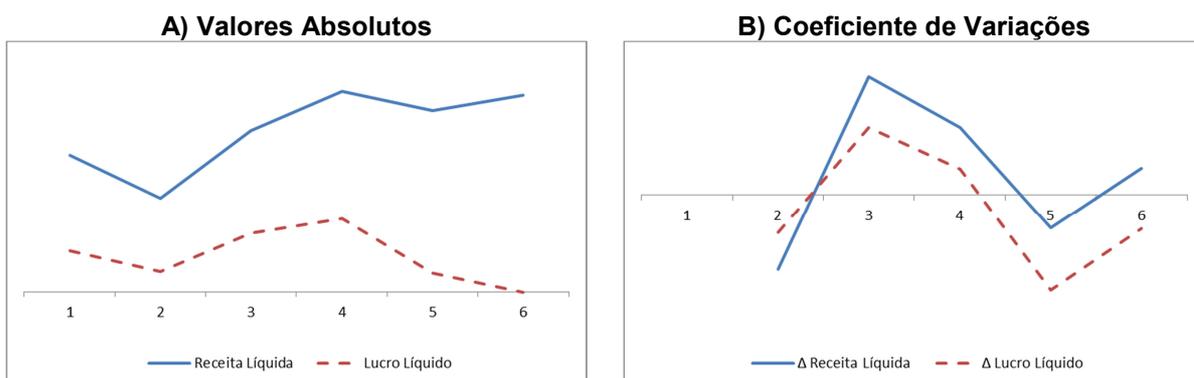


Fonte: Elaborador pelo autor.

iv. VALE

Apresentou um IA de -1,1728, o que a torna uma GR. Entretanto, observa-se na ILUSTRAÇÃO 16 (A) que antes do ano 5 (2012) a empresa não apresentava um comportamento *income smoothing*. Além disso, fica evidenciada na ILUSTRAÇÃO 16 (B) a evolução proporcional da variação da receita e do lucro. Desta forma, como estabelecido inicialmente não será considerada como GR. Sendo assim, opta-se por incluir esta empresa na amostra das empresas classificadas como NGR.

ILUSTRAÇÃO 16 – VALE – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS



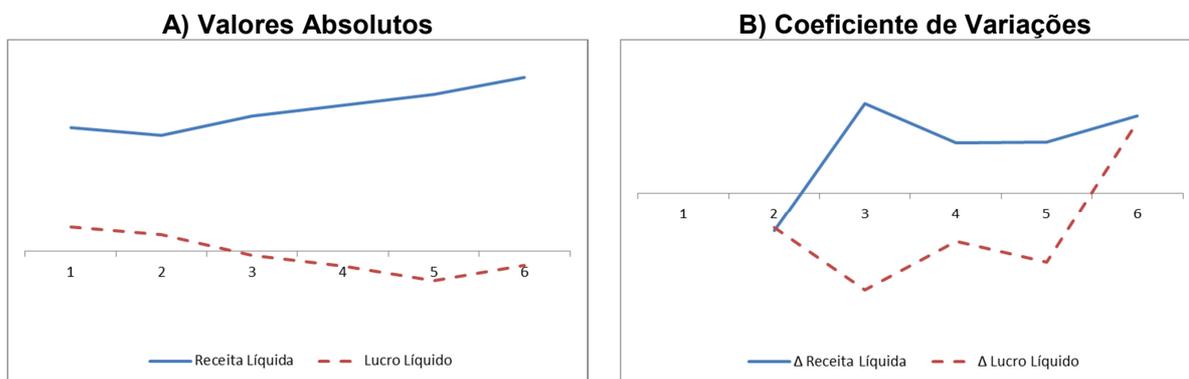
Fonte: Elaborador pelo autor.

v. GOL

Apresentou um IA de -1,6754, o que a torna uma GR. Neste caso, observa-se nas ilustrações um típico comportamento *income smoothing*, pois fica evidenciado que as variações na receita não impactam nas variações do lucro.

Além disto, pode-se verificar que apresentam um comportamento proporcionalmente inverso, ou seja, o lucro aumenta e a receita reduz. Sendo assim, mantém-se a classificação de GR.

ILUSTRAÇÃO 17 – GOL – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS

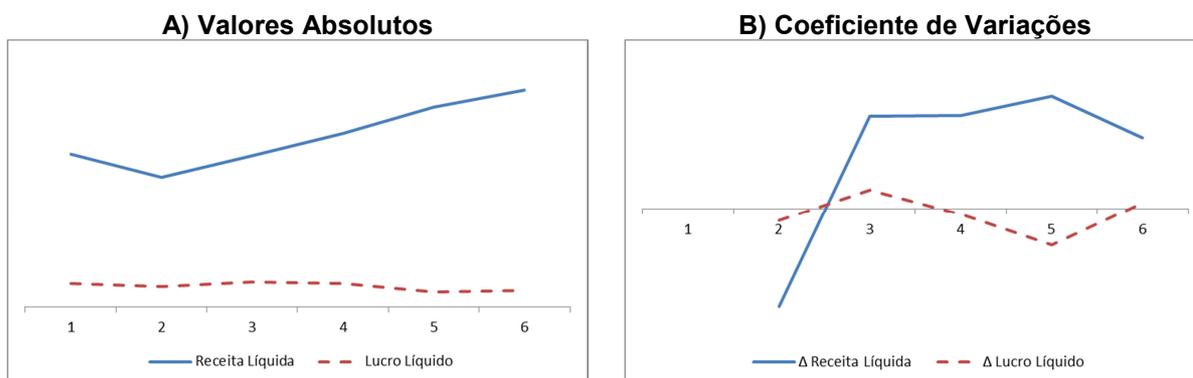


Fonte: Elaborador pelo autor.

vi. PETROBRAS

Apresentou um IA de -2,1622, o que a torna uma GR. Neste caso, assim como evidenciado na empresa anterior e nas ilustrações abaixo, existe um típico comportamento *income smoothing*. Sendo assim, mantém-se a classificação de GR obtida com o modelo de Eckel (1981).

ILUSTRAÇÃO 18 – PETROBRAS – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS



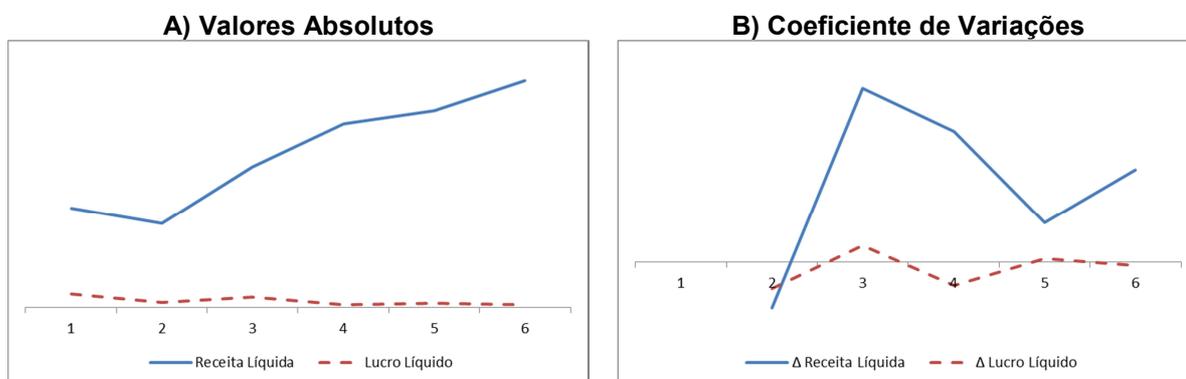
Fonte: Elaborador pelo autor.

vii. BRASKEM

Apresentou um IA de -2,4827, o que a torna uma GR. Neste caso, observa-se um típico comportamento *income smoothing*, pois fica evidenciado nas ilustrações

que os significativos incrementos na receita líquida não impactaram proporcionalmente no lucro. Sendo assim, mantém-se a classificação de GR.

ILUSTRAÇÃO 19 – BRASKEN – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS



Fonte: Elaborador pelo autor.

b) Comportamento das Emissoras Classificadas como NGR

Nesta amostra são consideradas as empresas indicadas na TABELA 06. Ressalta-se que a COPEL apresenta um IA anormal, como já indicado, isto pode ter relação com o lucro abaixo do esperado divulgado em 2012.

Observa-se que o desvio padrão das empresas NGR é maior do que o da amostra GR (1,2740), o que também pode ser explicado pelo efeito do setor.

TABELA 06 – RESULTADO DO IA POR EMISSORAS CLASSIFICADA COMO NGR

EMPRESA / SETOR	IA
COPEL Energia Elétrica	125,0587 *
Oi Telecomunicações	3,8795
Telefonica Telecomunicações	2,5640
CBD Comércio	1,3559
CEMIG Energia Elétrica	1,2229
MÉDIA	2,2555
MÉDIANA	1,2393
DESVIO PADRÃO	1,9599

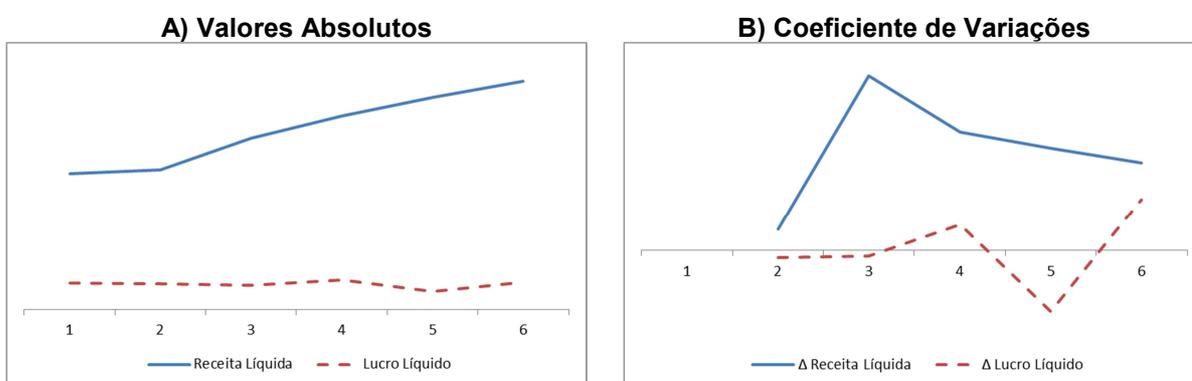
Fonte: Elaborado pelo autor.

NOTA: Resultado discrepante em relação aos demais IA, optou-se por não incluir no cálculo da média, mediana e desvio padrão.

i. COPEL

Apresentou um IA de 125,0587, o que a torna uma NGR. Entretanto, pode-se observar na ILUSTRAÇÃO 20 (B) um típico comportamento *income smoothing*, pois fica evidenciado nas ilustrações que as variações na receita não impactam nas variações do lucro. A divulgação de um lucro muito abaixo pode ter sido o fator não capturado no modelo proposto por Eckel (1981) e que gerou um IA anormal. Contudo, como ao longo do período é observada a tentativa de se manter a variação do lucro abaixo da variação da receita, opta-se por incluí-la na amostra das firmas classificadas GR.

ILUSTRAÇÃO 20 – COPEL – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS

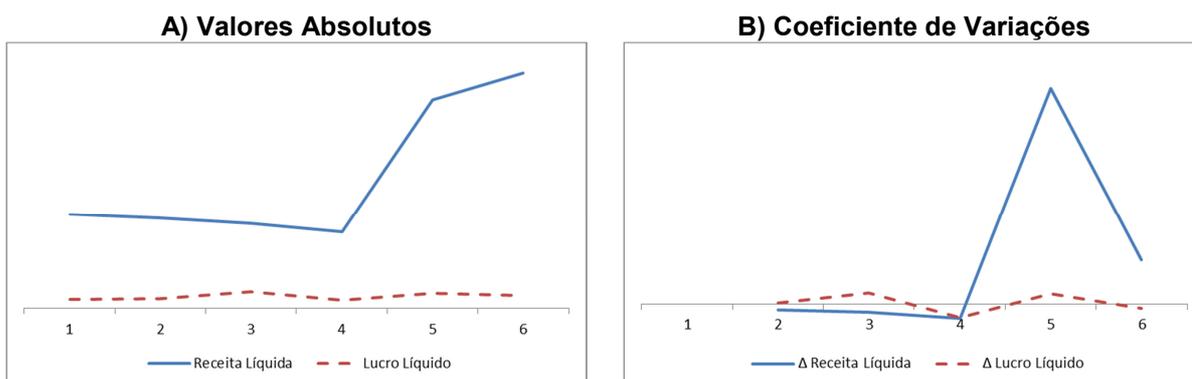


Fonte: Elaborador pelo autor.

ii. OI

Apresentou um IA de 3,8795, o que a torna uma NGR. Entretanto, pode-se observar na ILUSTRAÇÃO 21 (B) que em alguns períodos (ano 3 e 5) apresenta um comportamento *income smoothing*, nos demais o lucro varia de acordo com a variação da receita. Neste sentido, como não é possível considerar que ao longo do período houve um comportamento *income smoothing*, opta-se por mantê-la na amostra das empresas classificadas como NGR.

ILUSTRAÇÃO 21 – OI – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS



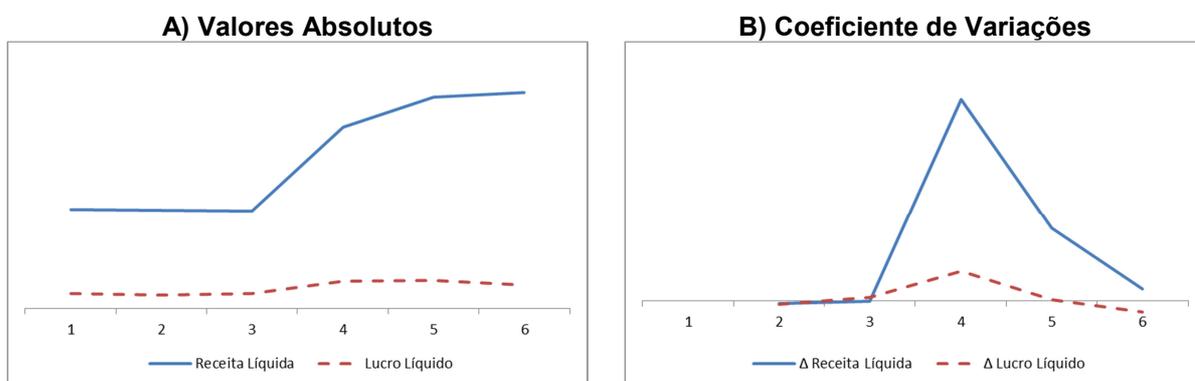
Fonte: Elaborador pelo autor.

iii. TELEFONICA

Apresentou um IA de 2,5640, o que a torna uma NGR. Neste caso, observa-se que a variação do lucro segue uma leve tendência da variação das receitas. Entretanto, ressalta-se também que existem algumas características que podem ser enquadradas no comportamento *income smoothing*, como a suavização das variações do lucro ao longo de parte do período, mesmo em momentos que a receita apresentou um crescimento acentuado.

A OI e a TELEFONICA apresentaram um comportamento aparentemente semelhante, o que pode ser uma característica do setor. Neste sentido, opta-se por mantê-la na amostra das empresas classificadas como NGR.

ILUSTRAÇÃO 22 – TELEFONICA – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS

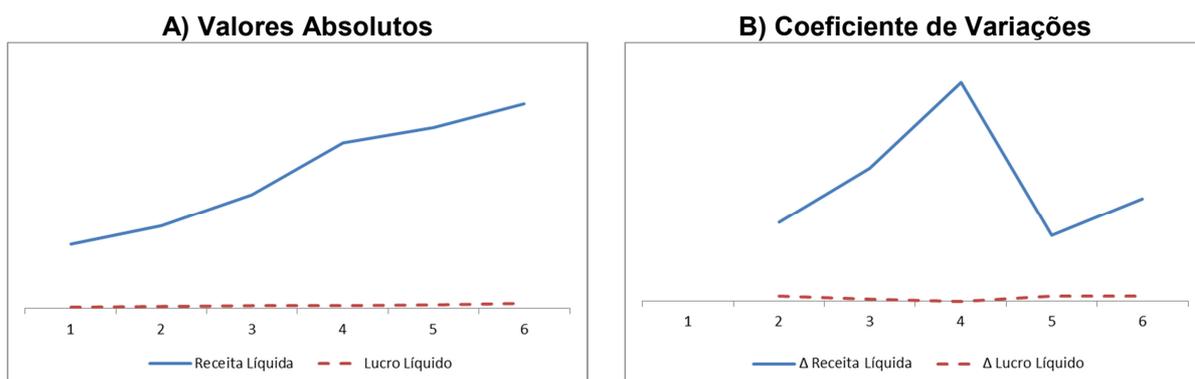


Fonte: Elaborador pelo autor.

iv. CDB

Apresentou um IA de 1,3559, o que a torna uma NGR. Entretanto, observa-se na ILUSTRAÇÃO 23 (B) características típica de um comportamento *income smoothing*, pois as variações na receita não impactam nas variações do lucro. Neste sentido, opta-se por incluí-la na amostra das empresas classificadas como GR.

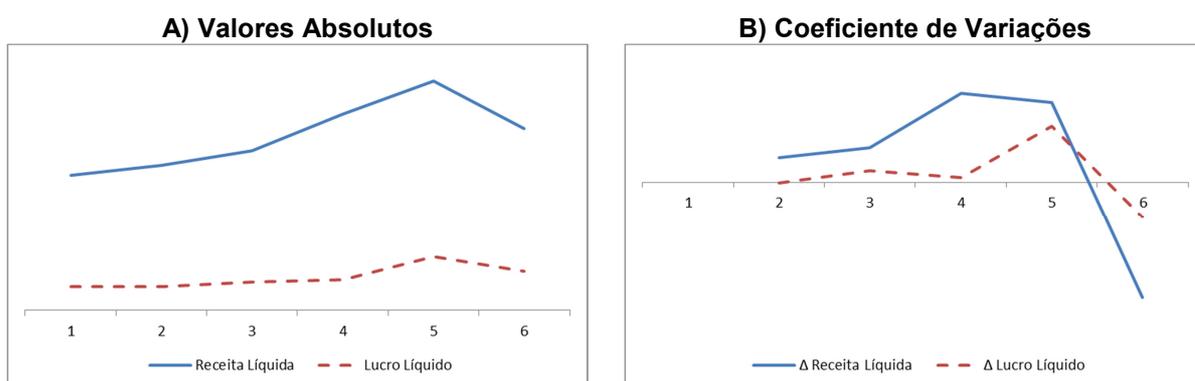
ILUSTRAÇÃO 23 – CDB – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS



Fonte: Elaborador pelo autor.

v. CEMIG

Apresentou um IA de 1,2229, o que a torna uma NGR. Contudo, mesmo que o IA esteja próximo da área cinzenta (1,1), como pode ser observado na Ilustração 24 (B) não existe ao longo do período características de uma empresa com comportamento *income smoothing*. Sendo assim, mantém-se a classificação inicial da empresa como NGR.

ILUSTRAÇÃO 24 – CEMIG – COMPORTAMENTO DOS RESULTADOS

Fonte: Elaborador pelo autor.

4.1.3 AMOSTRA FINAL CLASSIFICADA

As empresas que compõe cada um dos dois grupos apresentam comportamentos similares, porém, conforme critérios definidos, cada uma as empresas foram classificadas de acordo com estes pressupostos.

Percorrida a análise do comportamento de cada uma das empresas, pode-se corroborar ou refutar a classificação inicial apontada com base no IA apurado. No TABELA 07 é apresentada a amostra final classificada.

TABELA 07 – CLASSIFICAÇÃO FINAL DAS EMISSORAS DE ADR

EMPRESA / SETOR	IA	CLASSIFICAÇÃO ÍNDICE DE ALISAMENTO (IA)	CLASSIFICAÇÃO COMPORTAMENTO
Ambev/ Alimentos e Bebidas	0,7795	GR	GR

Continua

			Conclusão
EMPRESA / SETOR	IA	CLASSIFICAÇÃO ÍNDICE DE ALISAMENTO (IA)	CLASSIFICAÇÃO COMPORTAMENTO
Gerdau Siderurgia&Metalurgia	0,1562	GR	GR
Eletrobras Energia Elétrica	0,1161	GR	<u>NGR</u>
Vale Mineração	(1,1728)	GR	<u>NGR</u>
GOL Transporte Serviços	(1,6754)	GR	GR
Petrobras Petróleo e Gás	(2,1622)	GR	GR
Braskem Química	(2,4827)	GR	GR
COPEL Energia Elétrica	125,0587 *	NGR	<u>GR</u>
Oi Telecomunicações	3,8795	NGR	<u>NGR</u>
Telefonica Telecomunicações	2,5640	NGR	<u>NGR</u>
CBD Comércio	1,3559	NGR	<u>GR</u>
CEMIG Energia Elétrica	1,2229	NGR	<u>NGR</u>

Fonte: Elaborador pelo autor.

Inicialmente foram classificadas 7 empresas como GR e 5 como NGR, conforme critérios estabelecidos no referencial teórico do modelo de Eckel (1981), conforme indicado no TABELA 07.

Contudo, após a análise das projeções gráficas dos resultados (receita e lucro) e das variações destes, optou-se, conforme critérios indicados, reclassificar as empresas tendo em vista o comportamento observado.

Manteve-se 7 empresas com um comportamento GR e outras 5 com NGR, porém companhias diversas da classificação inicial. Conforme detalhado nas ilustrações, as companhias classificadas como GR apresentam um comportamento denominado *income smoothing*, indicando que as empresas gerenciam seus resultados para reduzir a variabilidade do lucro.

Ressalta-se que este procedimento visa dar maior consistência a aplicação do modelo de Basu (1997), pois como se trata de um teste empírico – modelo de Eckel (1981) – pode ocorrer erros, o que pode explicar as 7 reclassificações realizadas com base na segunda análise.

Tendo em vista os procedimentos adotados, as amostras ficam distribuídas conforme indicado no QUADRO 16.

QUADRO 16 – DISTRIBUIÇÃO DAS AMOSTRAS CONFORME CLASSIFICAÇÃO

AMOSTRA	COMPOSIÇÃO	OBJETIVO
Geral	Esta amostra é composta por 292 observações referente a 73 empresas, conforme critérios apresentados na seleção da amostra (item 3.1).	Testar a aplicabilidade do modelo proposto por Basu (1997), identificando na amostra se no cenário brasileiro existe indícios de conservadorismo.
A	Esta amostra é composta por 292 observações referente a 73 empresas, sendo segregadas 12 empresas emissoras de ADR brasileiras, conforme critérios apresentados na seleção da amostra (item 3.1).	Verificar se as emissoras de ADR brasileiras são mais conservadoras que não emissoras de ADR.
B	Esta amostra é composta por 292 observações referente a 73 empresas, sendo classificadas 7 emissoras de ADR GR e 5 emissoras de ADR NGR, conforme apresentado na TABELA 07 (Classificação Índice de Alisamento).	Verificar se as emissoras de ADR brasileiras, classificadas como GR, apresentam um comportamento menos conservador que emissoras de ADR NGR.
C	Esta amostra é composta por 292 observações referente a 73 empresas, sendo classificadas 7 emissoras de ADR GR e 5 emissoras ADR NGR, conforme apresentado na TABELA 07 (Classificação Comportamento).	Verificar se as emissoras de ADR brasileiras, classificadas como GR, apresentam um comportamento menos conservador que emissoras de ADR NGR.

Fonte: Elaborador pelo autor.

4.2 CONSERVADORISMO – MODELO BASU (1997)

Para maior consistência ao constructo teórico aplicou-se o modelo de Basu (1997) em cada um dos grupos separados e classificados da amostra, conforme indicado no QUADRO 16 para mensurar o grau de conservadorismo.

4.1.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Estes indicadores visam inferir sobre as principais medidas de tendência quanto ao resultado líquido, preço das ações e retorno simples para cada uma das amostras investigadas nesta pesquisa.

São apresentados os valores absolutos e os divididos pelo preço da ação, conforme indicado para o controle da heterocedasticidade e redução dos possíveis problemas estatísticos referentes a características de cada empresa da amostra.

Ressalta-se que com a divisão dos valores pelo preço da ação, busca-se uma espécie de medida de retorno. O retorno simples do período é apresentado em escala percentual em relação ao período passado e o lucro por ação é medido em relação ao preço da ação do período anterior.

As TABELAs abaixo apresentam as estatísticas descritivas de todas as 73 empresas da amostra (TABELA 08), da amostra “A” (emissoras e não emissoras de ADR - TABELA 09), da amostra “B” (classificação inicial - TABELA 10) e da amostra “C” (classificação final - TABELA 11).

TABELA 08 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA – AMOSTRA “GERAL”

MEDIDA	VALORES ABSOLUTOS			VALORES DIVIDIDO PELO PREÇO DA AÇÃO (P_{T-1})	
	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	PREÇO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES
Média	1,9709	14,7104	0,0116	0,3280	0,0341

Continua

MEDIDA	VALORES ABSOLUTOS			VALORES DIVIDIDO PELO PREÇO DA AÇÃO (P_{IT-1})		Conclusão
	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	PREÇO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	
Mediana	0,9665	8,5367	0,0473	0,1295	0,0022	
Desvio padrão	2,2973	16,9946	0,5365	0,7632	0,7957	
Mínimo	0,0009	0,0600	-1,9609	0,0012	-5,8725	
Máximo	18,0617	105,8823	1,7492	4,8495	7,2883	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se na TABELA 09 que o lucro/prejuízo por ação segue a tendência da amostra geral e são positivos, assim como é superior a mediana, tanto valores absolutos ou percentuais.

Entretanto, pode-se constatar que média e a mediana do lucro (em valores absolutos) das emissoras de ADR é maior que os das não emissoras, assim como o preço por ação e o retorno.

TABELA 09 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA – AMOSTRA “A”

MEDIDA	VALORES ABSOLUTOS			VALORES DIVIDIDO PELO PREÇO DA AÇÃO (P_{IT-1})		
	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	PREÇO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	
NÃO EMISSORAS DE ADR (61 empresas)						
Média	1,7768	12,2928	-0,0041	0,3637	0,0390	
Mediana	0,7526	6,2554	0,0564	0,1321	0,0025	
Desvio padrão	2,3705	15,3799	0,5537	0,8291	0,8704	
Mínimo	0,0009	0,0600	-1,9609	0,0012	-5,8725	
Máximo	18,0617	97,7197	1,7492	4,8495	7,2883	
EMISSORAS DE ADR (12 empresas)						
Média	2,9580	26,9999	0,0913	0,1465	0,0090	
Mediana	2,7728	22,2118	0,0250	0,1285	0,0008	
Desvio padrão	1,5561	19,4507	0,4336	0,1076	0,0413	
Mínimo	0,1518	4,6586	-1,0651	0,0102	-0,0788	
Máximo	7,2747	105,8823	1,4130	0,5595	0,2035	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ressalta-se também que o desvio padrão das medidas das emissoras é relativamente menor que os das demais companhias, exceto no caso do preço por ação (valores absolutos).

Destaca-se ainda que as não emissoras de ADR apresentam um retorno (percentual) aparentemente mais elevado que as emissoras. Contudo, neste caso o desvio padrão das não emissoras chega a 0,87 ao passo que o das emissoras é bem inferior (0,04).

Outro ponto que merece destaque é que, mesmo o lucro por ação e o retorno simples das não emissoras de ADR sendo maior (mínimo e máximo em valores absolutos), o preço por ação das emissoras de ADR aparentam ser superiores (mínimo e máximo).

Não é conclusivo, porém pode-se inferir que os papéis das emissoras de ADR brasileiras, quando observado o mínimo e máximo do preço da ação, demonstram ser mais valorizados que o das não emissoras. Todavia, a assertiva não pode ser observada de maneira isolada, pois é apenas um indício.

Na TABELA 10 é apresentando o resultado da amostra de ADR separada conforme a classificação inicial realizada por meio do modelo de Eckel (1981). Observa-se que o desempenho das medidas das emissoras de ADR classificadas como GR não foi superior ao das NGR.

TABELA 10 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA – AMOSTRA “B”

MEDIDA	VALORES ABSOLUTOS			VALORES DIVIDIDO PELO PREÇO DA AÇÃO (P_{IT-1})	
	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	PREÇO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES
EMISSORAS DE ADR GR (7 empresas)					
Média	2,8650	24,4669	0,0894	0,1258	0,0129
Mediana	2,6063	21,6423	-0,0133	0,1172	-0,0006
Desvio padrão	1,8009	15,3473	0,5254	0,1066	0,0517
Mínimo	0,1518	4,6586	-1,0651	0,0102	-0,0788
Máximo	7,2747	83,6815	1,4130	0,5595	0,2035
EMISSORAS DE ADR NGR (5 empresas)					
Média	3,0881	30,5461	0,0940	0,1756	0,0035
Mediana	2,8185	26,7402	0,1628	0,1627	0,0025
Desvio padrão	1,1524	23,8946	0,2665	0,1048	0,0186
Mínimo	1,1233	5,6939	-0,4257	0,0500	-0,0429
Máximo	4,7841	105,8823	0,6399	0,5150	0,0471

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esperava-se que o desvio padrão, principalmente do lucro por ação, apresenta-se uma menor dispersão. Além disto, quando observado os valores percentuais os desvios são muito próximos.

Entretanto, na TABELA 11, na qual são apresentadas as medidas das empresas reclassificada conforme comportamento *income smoothing*, percebe-se que houve pequenas, mas significativas alterações nos indicadores.

O desvio padrão do lucro por ação das GR reduziu de 1,8 (amostra B) para 1,4 (amostra C) em valores absolutos e de 0,10 para 0,09 em percentual. Além disto, o retorno simples aumentou de 0,08 (amostra B) para 0,14 (amostra C).

TABELA 11 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA – AMOSTRA “C”

MEDIDA	VALORES ABSOLUTOS			VALORES DIVIDIDO PELO PREÇO DA AÇÃO (P_{IT-1})	
	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	PREÇO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES	LUCRO/ PREJUÍZO POR AÇÃO	RETORNO SIMPLES
EMISSORAS DE ADR GR (7 empresas)					
Média	2,7151	30,2650	0,1454	0,1183	0,0143
Mediana	2,7725	23,6389	0,0330	0,0956	0,0020
Desvio padrão	1,4097	22,3055	0,5040	0,0998	0,0510
Mínimo	0,6566	4,6586	-1,0651	0,0328	-0,0788
Máximo	6,1393	105,8823	1,4130	0,5595	0,2035
EMISSORAS DE ADR NGR (5 empresas)					
Média	3,2981	22,4288	0,0156	0,1861	0,0015
Mediana	2,7731	20,7583	-0,0043	0,1737	-0,0002
Desvio padrão	1,7120	13,6306	0,3034	0,1080	0,0203
Mínimo	0,1518	5,6939	-0,5954	0,0102	-0,0429
Máximo	7,2747	52,3334	0,6494	0,5150	0,0471

Fonte: Elaborado pelo autor.

Estes indícios poderiam indicar que a emissão de ADR causa algum efeito que pode ser capturado pelo mercado, principalmente ao observar as diferenças entre preço da ação e outras medidas apresentadas.

Além disto, também se observa algumas características diferenciadas nas empresas classificadas como GR, o que fica mais acentuado na amostra “C”. Indicando uma menor dispersão das medias, como o desvio padrão do lucro, podendo indicar um comportamento de redução da variabilidade do lucro/prejuízo.

No entanto, a estatística descritiva não possibilita inferências precisas sobre que natureza se baseia estes comportamentos, podendo essa intencionalidade ser do conservadorismo, do gerenciamento de resultado ou outro comportamento adotado por administradores destas companhias.

Desta forma, para que possamos obter uma melhor compreensão do fenômeno, as variáveis foram estimadas em regressão com base no modelo de Basu (1997), possibilitando descrever relações de causa e efeito entre elas.

4.1.1 RESULTADOS DA APLICAÇÃO DO MODELO

As regressões estatísticas deste trabalho foram estimadas utilizando o Software *Eview 7*. O modelo de Basu (1997) original e alternativo utilizam a abordagem de estimação por dados em painel – um conjunto de informações sobre o mesmo indivíduo observado ao longo de alguns anos.

Optou-se por dados em painel, pois nesta abordagem é possível o controle de alguns problemas estatísticos, como a heterogeneidade dos dados de diferentes indivíduos, o que permite aumentar os graus de liberdade e diminuir a colinearidade entre as variáveis explanatórias.

Além destas vantagens, o emprego desta abordagem fornece dados mais informativos e estimações mais adequadas para estudos em que amostra passou por mudanças consideráveis ao longo de um período, como ocorrido na crise financeira entre 2008 e 2012.

Para determinação da melhor abordagem para a estimação dos modelos foram realizados os testes *Hausman* e *F*, uma vez que não se conhece, a priori, o comportamento dos dados existentes. Optou-se por estimar os coeficientes para os modelos com a abordagem de efeitos fixos e Método de Mínimos Quadrados (MQO).

Almeida et al. (2012, p. 72) aponta que a correlação entre as variáveis que apresentam um certo grau de associação pode alertar contra algum possível

problema nos estimadores das regressão. Na TABELA 12 é apresentada a correlação das variáveis do modelo alternativo e original de Basu (1997).

TABELA 12 – CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DO MODELO

	LPA	RS	D	D*RS	ADR	GR
LPA	1					
RS	0.1701***	1				
D	(0.0300)	(0.3269)***	1			
D*RS	(0.1186)**	0.4164***	(0.3474)***	1		
ADR	(0.1056)*	(0.0455)	(0.0315)	0.1301**	1	
GR – B	(0.0864)	(0.0314)	0.0313	0.0942	0.7342***	1
GR – C	(0.0896)	(0.0311)	(0.0387)	0.0949*	0.7342***	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

NOTA: os asteriscos representam ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. No caso das GR, a referência B e C são referente a amostra utilizada.

Moreira, Colauto e Amaral (2010, p. 78) apontam que existe uma baixa correlação entre retorno econômico e o lucro das empresas, o que pode ser atribuído às características do mercado brasileiro.

Diferentemente do mercado americano, os dados contábeis no mercado brasileiro tem menor impacto nas decisões de investidores. Neste sentido, na visão do autor, este fator pode ser um limitador neste tipo de pesquisa.

Estudos, como o de Almeida et al. (2012, p. 71) e Almeida (2010, p. 129), identificaram uma correlação significativa a 1% entre lucro e retorno de 0,13 e 0,22, respectivamente. No presente, entretanto, considerando a amostra utilizada obteve-se uma correlação de 0,17 significativa a 1%.

Ressalta-se ainda que a variável ADR tenha uma alta correlação (0,73). Além disto, entre ADR e D*RS a correlação é maior do que GR (B ou C) e D*RS. Isto pode demonstrar um maior grau de conservadorismo das emissoras de ADR em relação a emissoras de ADR classificadas como GR.

Preliminarmente, verifica-se que os ajustes realizados na amostra GR-C foram de certa forma relevante. Mesmo que não tenha ocasionado um aumento significativo, o GR-C (-0,0896) é levemente superior ao da GR-B (-0,0864) quando correlacionado com LPA. Além disto, o valor da GR-C na coluna D*RS se tornou estaticamente significativo e o sinal da variável D está mais adequado ao modelo.

Os resultados das regressões realizadas são apresentados por etapas, conforme indicado no referencial teórico. Nas TABELAS abaixo são demonstradas as

evidências obtidas com a aplicação do modelo de Basu (1997) original e alternativo para cada uma das amostras.

Apresenta-se na TABELA 13 o resultado obtido com a aplicação do modelo original para a amostra “geral”. Essas evidências preliminares possibilitam verificar se o modelo está em consonância com o que é previsto no referencial teórico.

TABELA 13 – RESULTADO DO MODELO BASU (1997) ORIGINAL PARA AMOSTRA “GERAL”

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

COEFICIENTE	SINAL ESPERADO	VALOR	ERRO PADRÃO	P-VALUE
β_1	+ (positivo)	0,0055	0,0257	0,8292
β_2	- (negativo)	- 0,0472	0,0315	0,1361
β_3	+ (positivo)	0,6240	0,1821	0,0007

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na TABELA 13 são descritos os valores e os sinais indicados nas referências utilizadas neste estudo. Além disto, o modelo apresenta significância e um potencial explicativo relevante.

No caso do coeficiente β_1 e β_2 o sinal apresentado foi o esperado, porém os valores não são estatisticamente significantes mesmo a 10%. Entretanto, como indicado estes coeficientes não são relevantes para o presente estudo.

Ressalta-se ainda que, mesmo não sendo estatisticamente significantes, existem indícios de que há reconhecimento do retorno econômico pelo resultado contábil, como predito para β_1 , e também há uma defasagem temporal entre o reconhecimento de boas e más notícias já absorvidos pelo preço da ação, como indicado para o β_2 .

Corroborando os indícios apresentados nos dois primeiros parâmetros, apresenta-se o valor do coeficiente β_3 (0,6240), o qual apresentou o sinal esperado e um resultado estatisticamente significativo a 1%.

As evidências indicam que as empresas brasileiras que compõe a amostra apresentam certo grau de conservadorismo na divulgação dos seus resultados, evidenciando que existe um reconhecimento oportuno do lucro contábil.

Neste sentido, pode-se entender que o modelo se mostra pertinente para o presente estudo, o qual será utilizado para avaliar as hipóteses indicadas.

a) Hipótese 1

Para testar esta hipótese foi utilizada a regressão alternativa com a inclusão do coeficiente β_4 , o qual visa isolar o efeito da ADR. O modelo ficou definido da seguinte forma:

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_4 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} * ADR_{it}$$

O presente teste procura sustentar a seguinte hipótese, qual seja:

H₁: As emissoras de ADRs brasileiras apresentam um maior grau de conservadorismo do que as não emissoras, dado o efeito da emissão de ADRs no mercado norte-americano.

Na TABELA 14 é apresentado o resultado da regressão. Observa-se que o mesmo comportamento apresentado no teste com a amostra “geral” se repetiu para os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 . Além disto, o modelo se mostrou significativo.

TABELA 14 – RESULTADO DA REGRESSÃO PARA AMOSTRA “A” (MODELO ALTERNATIVO)

COEFICIENTE	SINAL ESPERADO	VALOR	ERRO PADRÃO	P-VALUE
β_1	+ (positivo)	0,0058	0,0263	0,8235
β_2	- (negativo)	- 0,0454	0,0300	0,1322
β_3	+ (positivo)	0,6242	0,1819	0,0007
β_4	+ (positivo)	0,7540	1,6556	0,6493

Fonte: Elaborador pelo autor.

Entretanto, o coeficiente β_4 , mesmo que estatisticamente não significantes, apresentou o sinal esperado, indicando que as emissoras de ADR são mais conservadoras do que as não emissoras. O resultado de β_4 é a diferença capturada entre o mercado em geral e as emissoras de ADR.

Apesar do coeficiente β_4 não ser estatisticamente significativa, o que pode ser explicado pelo número reduzido de observações de emissoras de ADR, os demais indícios apontados na estatística descritiva e na análise da correlação das variáveis indicam que as emissoras de ADR tendem a serem mais conservadoras.

Moreira, Colauto e Amaral (2010, p. 78) ressaltam que é necessário observar o tamanho da amostra para inferências mais consistentes, tendo em vista a teoria dos dados em painel. Contudo, observa-se que no mercado brasileiro existe uma limitação para o número das companhias listadas na BOVESPA, ainda mais no caso das emissoras de ADR.

Neste sentido, conforme sustentação teórica desenvolvida e as evidências apresentadas, infere-se que existem indícios que as emissoras de ADR brasileiras são mais conservadoras que as demais empresas da amostra, o que implica na não rejeição da hipótese 1.

b) Hipótese 2

A presente hipótese foi testada por meio da regressão alternativa com a inclusão dos coeficientes β_4 e β_5 , os quais visam isolar o efeito da emissão de ADR e do gerenciamento de resultados. Pode-se representar o modelo da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = & \beta_0 + \beta_1 \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 D_{it} + \beta_3 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_4 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} * ADR_{it} \\ & + \beta_5 D_{it} * \frac{RS_{it}}{P_{it-1}} * ADR_{it} * GR_{it} \end{aligned}$$

Desta forma, procura-se com o presente modelo sustentar a seguinte assertiva, qual seja:

H₂: As emissoras de ADRs brasileiras que não gerenciam seus resultados apresentam um maior grau de conservadorismo do que as emissoras que gerenciam os resultados, dado a possível relação inversa entre estas propriedades da informação.

Para maior consistência dos construtos teóricos, conforme indicado no tópico 4.1 as emissoras de ADR foram classificadas em GR e NGR.

Entretanto, diante da divergência identificada entre a aplicação do modelo Eckel (1981) e a análise gráfica do comportamento *income smoothing*, optou-se por testar separadamente a Amostra “B” e Amostra “C”.

Na TABELA 15 é apresentado o resultado da regressão aplicado para a amostra “B”. Oportuno salientar que, assim como ocorreu nos testes anteriores, pode-se verificar o mesmo comportamento nos coeficientes β_1 , β_2 e β_3 . Além disto, o modelo também se mostrou significativo.

TABELA 15 – RESULTADO DA REGRESSÃO PARA AMOSTRA “B” (MODELO ALTERNATIVO)

COEFICIENTE	SINAL ESPERADO	VALOR	ERRO PADRÃO	P-VALUE
β_1	+ (positivo)	0,0059	0,0262	0,8223
β_2	- (negativo)	- 0,0452	0,0302	0,1369
β_3	+ (positivo)	0,6242	0,1819	0,0007
β_4	+ (positivo)	1,3588	1,8101	0,4537
β_5	- (negativo)	- 0,7284	0,9322	0,4354

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os coeficientes β_4 e β_5 não se mostraram estatisticamente significantes, porém em ambos os casos o sinal esperado foi consistente com o predito na teoria, indicando que as emissoras de ADR classificadas como GR (-0,72) são menos conservadoras que as emissoras classificadas como NGR (1,35).

Na TABELA 16 são apresentados os coeficientes para a amostra “C”. Os resultados são condizentes como os testes já realizados nas amostras anteriores.

TABELA 16 – RESULTADO DA REGRESSÃO PARA AMOSTRA “C” (MODELO ALTERNATIVO)

Coeficiente	Sinal Esperado	Valor	Erro Padrão	P-value
β_1	+ (positivo)	0,0059	0,0262	0,8220
β_2	- (negativo)	-0,0451	0,0303	0,1375
β_3	+ (positivo)	0,6242	0,1819	0,0007
β_4	+ (positivo)	1,5581	2,0533	0,4488
β_5	- (negativo)	-1,0037	1,4298	0,4834

Fonte: Elaborado pelo autor.

Novamente os coeficientes β_4 e β_5 não se mostraram estatisticamente significantes. Apesar disto, os sinais esperados estão de acordo com o indicado na teoria. Entretanto, observar-se que o coeficiente β_5 apresentou um valor (-1,0) maior que o obtido com a amostra “B” (-0,72).

Os resultados, mesmo que não significantes, indicam que os ajustes realizados na amostra “C” apresentam uma melhor estimativa do coeficiente β_5 .

Conforme a sustentação teórica apresentada às companhias que gerenciam resultados – aquelas que sofrem interferem decorrentes da discricionariedade contábil com intuito de reduzir a variabilidade do lucro – tenham suas perdas econômicas futuras reconhecidas pelo lucro de forma menos oportuna.

Na TABELA 16, evidencia-se que as empresas classificadas como GR na segunda amostra reduzem ainda mais o grau de conservadorismo das emissoras de ADR, o que reforça os pressupostos teóricos de que a prática de gerenciamento de resultado pode reduzir a capacidade dos lucros refletirem o reconhecimento oportuno de perdas.

Neste sentido, mesmo que os resultados não sejam estatisticamente significantes, tornou-se possível perceber que as companhias classificadas como não gerenciadora de resultados aparentam ser mais conservadoras. Esta assertiva também se fundamenta na estatística descritiva e na análise da correlação.

Sendo assim, aponta-se que existem sinais que as emissoras de ADR brasileiras classificadas como GR são menos conservadoras que as demais emissoras da amostra, o que implica na não rejeição da Hipótese 2.

Adicionalmente, mostrou-se que a classificação das emissoras em grupos GR e NGR pelo modelo de Eckel (1981) fez sentido para a aplicação do modelo de conservadorismo condicional de Basu (1997) após os ajustes realizados com base na análise gráfica.

Além disto, pode-se inferir que a aplicação do modelo de Eckel (1981) deve ser realizada com ressalva e observando outros fatores.

Não é conclusivo, porém a aplicação isolada do modelo não se mostrou confiável como uma forma de identificar a prática de gerenciamento de resultado (*income smoothing*) em companhias abertas.

5 CONCLUSÕES

5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo se propôs a investigar a influência da emissão de ADR, utilizada aqui como *proxy* para a hipótese de comprometimento (*bonding hypothesis*), e o efeito disciplinador na discricionariedade contábil, observado nas propriedades da informação contábil conservadorismo.

Procurou-se por meio de ferramentas estatísticas conhecer o comportamento de um dos conceitos mais tradicionais da contabilidade, o conservadorismo, o qual está presente no processo de reconhecimento do retorno econômico pelo lucro contábil no mercado brasileiro.

A população-objeto de investigação compreendeu 73 sociedades anônimas de capital aberto que negociaram ações na BOVESPA entre o período de março/2008 a março/2013. Além disto, extraiu-se da amostra 12 empresas brasileiras que emitiram ADRs até dez/2008 para isolar os efeitos que a listagem dupla provoca na discricionariedade e entender os efeitos no conservadorismo.

No geral, os resultados indicam que as empresas brasileiras que compõem a amostra apresentam certo grau de conservadorismo na divulgação dos seus resultados, sugerindo que existe um reconhecimento oportuno do lucro contábil, porém os resultados não são conclusivos.

Ademais, as emissoras de ADR demonstram sinais de serem mais conservadoras do que as demais empresas da amostra, o que corroboraria a hipótese de comprometimento formulada por Coffee (1999).

Como apresentado, a listagem dupla é uma forma de ligação aos padrões existentes no mercado norte americano. Desta forma, existe um compromisso que disciplina o emissor de ADR a abrir mão de parte do poder discricionário de que goza em seu país de origem com vistas a cumprir as exigências deste ambiente e consequentemente gerar valor aos investidores.

Entretanto, os resultados obtidos com a aplicação do modelo de Basu (1997) não demonstraram ser estatisticamente significante, o que não desacredita a sustentação teórica desenvolvida e o conjunto de indícios apresentados. Neste sentido, os achados apontam para a não rejeição da primeira hipótese.

Em relação à segunda, aponta-se que no período observado pouco mais da metade das emissoras de ADRs brasileiras (7 companhias) apresentaram evidências de que gerenciam os resultados.

Estas empresas demonstram um comportamento característico denominado *income smoothing*, onde buscam reduzir a variabilidade dos resultados divulgados ou produzir fluxos de crescimento de lucros estáveis perante o mercado.

De tal sorte, mesmo que o volume de emissoras classificadas como GR seja superior ao de NGR não se pode concluir que a listagem dupla incentive ou desestimule a prática do gerenciamento de resultado. Os indícios observados são inconclusivos nesta direção.

Como apresentado na análise de resultado, observa-se que existem características diferenciadas entre as empresas classificadas como GR e NGR. Algumas medidas de dispersão, como o desvio padrão do lucro/prejuízo, apresentaram uma maior variabilidade para as emissoras classificadas como NGR.

Neste mesmo sentido, Carlin (2009, p. 96) aponta que as “estatísticas descritivas permitiram concluir que existem diferenças entre os dois grupos (empresas Alisadoras e Não Alisadoras) para as variáveis observadas”.

Ressalta-se ainda que gestores procurem adotar estas práticas, conforme discricionariedade prevista na legislação, objetivando influenciar a percepção de investidores e credores em relação à dispersão dos resultados, a qual é uma medida de risco que compõe os preços das ações.

As práticas de gerenciamento de resultados tendem a reduzir a capacidade de a contabilidade refletir a realidade econômica dos negócios, distorcendo a percepção de que as perdas devem variar de acordo com o conservadorismo.

Almeida et al. (2012, p. 68) sustenta que quanto maior é o grau de gerenciamento de resultados, menor será a capacidade de identificar o conservadorismo nos resultados divulgados.

Com a aplicação do modelo de Basu (1997), observa-se que os resultados divulgados pelas emissoras de ADRs classificadas como GR apresentam um menor grau de conservadorismo quando comparado com os das demais emissoras.

Conforme a sustentação teórica, os sinais indicam que as empresas classificadas como GR tendem a ter suas perdas econômicas futuras reconhecidas de forma menos oportuna.

Embora as evidências não sejam significantes estatisticamente, sugere-se a não rejeição da segunda hipótese, tendo em vista o conjunto observações apresentadas na análise dos resultados.

Ressalta-se que os indícios encontrados contrariam os preceitos indicados pela CVM no Ofício-Circular CVM/SNC/SEP-01/2007, o qual indica que as empresas devem evitar o gerenciamento de resultados.

Para a CVM o conselho de administração deveriam estabelecer políticas para afastar estas práticas, mesmo quando sejam adotadas dentro dos limites previstos na legislação contábil e fiscal. Ressalta-se ainda que por ser uma mera recomendação a aderência por organizações é prejudicada.

Em linha com a literatura sobre o tema e com os resultados encontrados, podemos observar que a emissão de ADR tende a disciplinar a discricionariedade. Existem sinais indicativos de que a convergência para o mercado americano influência a propriedade da informação analisada neste estudo.

Entretanto, além dos fatores apontados no tópico 5.1.2 como limitadores, os resultados estatísticos podem ser influenciados por outras variáveis não consideradas neste estudo.

Por fim, ressalta-se a importância que a contabilidade tem para o processo decisório no mercado de capitais. Como apresentado, segundo a Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente, o preço das ações incorpora informações e expectativas sobre os resultados divulgados pelas companhias.

Observou-se que existem indícios de que os resultados divulgados influenciem a percepção de analistas e investidores que reagem conforme expectativas geradas por estas demonstrações.

5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Conforme constatado na literatura, em alguns casos existe certa dificuldade para determinar se as características do ambiente podem influenciar o administrador ou se administrador gerencia os resultados para influenciar o ambiente.

Trata-se de um possível problema de endogeneidade entre as variáveis independentes e a variável dependente. Como exemplo, cita-se o caso de reduzir a atenção de órgãos fiscalizadores, existe maior conservadorismo para desestimular a fiscalização ou existe maior conservadorismo em decorrência da fiscalização.

Ressalta-se que, mesmo comparativamente semelhante à amostra de outros estudos, espera-se que a inclusão de mais empresas, principalmente no caso das emissoras de ADRs, possibilita inferências mais robustas e estatisticamente significantes no caso do modelo de Basu (1997).

Entretanto, observa-se que no mercado brasileiro existe um número limitado de emissoras de ADRs listadas na *New York Stock Exchange*, o que dificulta a estimação de modelos estatísticos como o utilizado no presente estudo.

Por fim, aponta-se que, mesmo o modelo de Basu (1997) apresentando uma boa capacidade explicativa conforme coeficientes apresentados, deve-se ter cautela ao fazer generalizações com os resultados encontrados em trabalhos empíricos.

No caso dos modelos empregados, tanto Eckel (1981) como Basu (1997), o resultado é influenciado pelo horizonte temporal observado. A análise das mesmas empresas em períodos diversos podem gerar resultados diversos.

Neste sentido, os resultados podem avançar com o conhecimento sobre o fenômeno estudado, porém é prudente que se evite generalizações considerando somente estas variáveis.

5.3 REVISÃO DAS CONTRIBUIÇÕES PROPOSTAS

O presente tópico se propõe a fazer breves considerações sobre as contribuições indicadas inicialmente no tópico 1.7.

Como síntese do presente estudo, destaca-se que não obstante ao avanço da pesquisa na busca de diferentes explicações para a prática do conservadorismo e gerenciamento de resultado, acredita-se que a pesquisa colaborou para:

- a) entender com que extensão as práticas contábeis relacionadas ao conservadorismo e gerenciamento de resultados são utilizadas no mercado de capitais brasileiro pelas empresas consideradas na amostra;
- b) conhecer os fatores motivadores e limitadores do poder discricionário, os quais constituem informação suplementar aos diferentes usuários como instrumento de precaução na interpretação e análise do conteúdo das demonstrações financeiras divulgadas;
- c) conhecer os efeitos provocados pela listagem dupla – emissão de ADR – no poder discricionário do administrador, bem como instruir futuros contratos e programas de emissão de ADRs;
- d) apresentar métricas e limitações para detecção de comportamentos que podem influenciar os resultados das organizações, permitindo aos usuários da informação uma melhor compreensão da real situação econômica;

5.4 REFLEXÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Neste estudo foi analisado como aspectos exógenos influenciam o conservadorismo e o gerenciamento de resultados. Procurou-se testar como a listagem dupla pode influenciar as organizações a adotar comportamentos diversos

do ambiente institucional em que estão inseridas e se isto tem a capacidade de refletir nos resultados divulgados.

Entretanto, acredita-se que trará grande contribuição para a academia e ambiente empresarial avaliar como fatores internos influenciam organizações a serem mais conservadoras ou não.

Quais modelos ou práticas de gestão podem influenciar o conservadorismo ou o gerenciamento de resultados? Existem características no perfil do administrador que podem refletir? Ou características organizacionais?

A dinâmica empresarial impossibilita a adoção de práticas conservadoras por executivos e, de fato, cada vez mais impulsiona a adoção de mecanismos legais para maximizar resultados, como o gerenciamento de resultados.

Neste sentido, modelos ou políticas de remuneração variável podem influenciar a divulgação de resultados mais conservadores? Os setores possuem características distintas sob este aspecto?

Além disto, recomenda-se investigar como os mecanismos de *compliance* adotados por muitas organizações efetivamente influenciam as organizações a serem mais conservadoras. Existem métricas que podem avaliar isto?

A emissão de ADR implica na aderência a inúmeras normas e legislações estrangeiras, porém questiona-se: isto de fato ocorre? Estruturas voltadas para monitoramento da aderência das leis influencia no conservadorismo? Políticas ou diretrizes empresariais incentivam práticas conservadoras?

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. 188 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112010-182706/>>. Acesso em: 02 jun. 2013.

ALMEIDA, J. E. F. et al. Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM & FBovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 23, n. 58, p. 65-75, abr. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000100005&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 01 maio 2013.

AMORIM, E. Y. S. **A Lei Sarbanes Oxley: o impacto da lei na estrutura de governança corporativa**. 2006. 213 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5480/43267.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 17 jun. 2013.

ANTUNES, G.; MEDEIROS, O. Modelo de Basu: especificação diferente, mesmo resultado. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 5, n. 1, p. 59-71, jan./abr. 2011. Disponível em: <<http://www.portalseer.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/5432/4308>>. Acesso em: 27 Jul. 2013.

ARTHMAR, R. S. Sismondi e o debate continental sobre os mercados. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 39, n. 2, p. 381-410, abr./jun. 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612009000200006&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 27 ago. 2013.

BALL, R.; ROBIN, A.; WU, J. S. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries and implications for acceptance of IAS. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 36, n. 1-3, p. 235-270, Oct. 2003. Disponível em: <<https://ritdml.rit.edu/bitstream/handle/1850/8181/ARobinArticle2003.pdf?sequence=6>>. Acesso em: 14 set. 2013.

BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 29, n. 1, p. 1-51, Feb. 2000. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410100000124>>. Acesso em: 16 ago. 2006.

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

Disponível em:

<<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410197000141>>. Acesso em: 16 set. 2013.

BRAGA, J. P. **Padrões contábeis, incentivos econômicos e reconhecimento assimétrico de perdas**. 2011. 113 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em:

<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27012012-204619/>>.

Acesso em: 10 dez. 2013.

BRASIL. CAPES. **Portaria nº 80**, 16 de dezembro de 1998. Dispõe sobre o reconhecimento dos mestrados profissionais e dá outras providências. Disponível em:

<http://www.capes.gov.br/images/stories/download/legislacao/Portaria_CAPES_080_1998.pdf>. Acesso em: 16 mar. 2014.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRITES, V. O. **O efeito da lei Sarbanes-Oxley no acesso ao crédito das empresas brasileiras listadas na BOVESPA**. 2008. 54 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2008.

BRITES, V. O.; FUNCHAL, B.; BAPTISTA, E. O Efeito da lei sarbanes-oxley no acesso ao crédito das empresas brasileiras listadas na BOVESPA. In: INTERNATIONAL ASSOCIATION FOR ACCOUNTING EDUCATION AND RESEARCH (IAAER) - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 3., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2009. Disponível em:

<http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Brites%20-%20o%20efeito%20da%20lei.pdf>. Acesso em: 15 fev. 2014

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, abr./jun. 2005. Disponível em:

<<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/897/535>>. Acesso em 23 jan. 2014.

BRUNI, A. L. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital**: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001.

2002. 187 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-31102003-203934/>>. Acesso em: 23 jan. 2014.

CARLIN, D. O. **Fatores motivadores e limitadores do alisamento de resultados (*income smoothing*) pelas empresas listadas na Bovespa**. 2009. 113 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, São Leopoldo, 2009. Disponível em: <<http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/tede/DiegoCarlinCienciasContabeis.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2013.

CARLIN, D. O.; VICTOR, F. G. Fatores motivadores e limitadores do alisamento de resultados (*income smoothing*) pelas empresas listadas na BOVESPA. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 34., 2010, Rio de Janeiro (RJ). **Anais Eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=626&cod_evento_edicao=53&cod_edicao_trabalho=11788#self>. Acesso em: 07 jun. 2013.

CASTRO, M. A. R. **Análise do alisamento de resultados contábeis nas empresas abertas brasileiras**. 2008. 139 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2008. Disponível em: <http://www.ppgcont.ufba.br/Disserta%20MARC_-_UFBA.pdf>. Acesso em: 03 ago. 2013.

COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e companhias de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 2, p. 22-41, abr./jun. 2008. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/915>>. Acesso em: 09 maio 2013.

COELHO, A. C. D.; GALDI, F. C.; LOPES, A. B. The determinants of earnings quality: the case of brazilian public and private firms. **Social Science Research Network**, [S. l.], Jan. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1541628>>. Acesso em: 19 jan. 2014.

COFFEE, J. C. J., The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, [S.l.], v. 93, n. 3, p. 641-708, Feb. 1999. Disponível em: <http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=64173&showthumb=0>. Acesso em: 14 fev. 2014.

COIMBRA, F. C. **Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de casos no setor financeiro**. 2011. 291 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-16082011-132703/>>. Acesso em: 07 jun. 2013.

COSENZA, J.; GRATERON, I. A auditoria da contabilidade criativa. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, v. 32, n. 143, p.43-61, set./out. 2003.

COSTA, A. C. O. **Conservadorismo e os países da América do Sul: um estudo da aplicação do conservadorismo em cinco países da América do Sul**. 2004. 94 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – FUCAPE Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória. Disponível em: <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/cp021347.pdf>>. Acesso em: 10 ago. 2013

COSTA, R. A. **O impacto da regulação diferenciada sobre o conservadorismo nas empresas brasileiras: período 1996-2006**. 2008. 59 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – FUCAPE Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao%20Rosilda.pdf>. Acesso em: 16 set. 2013

DANTA, W. R. H. **Importância dos controles internos nas empresas antes e depois do advento da Sarbanes-Oxley Act**. 2006. 244 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/11496>>. Acesso em 07 ago. 2013.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 50, n. 2-3, p. 344-401, Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410110000339>>. Acesso em: 02 jul. 2013.

DELOITTE. **Lei Sarbanes-Oxley: guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos**. São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=193>>. Acesso em: 02 jul. 2013.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; STULZ, R.M. Why are foreign firms listed in the US worth more? **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 71, n. 2, p. 205-238, Feb. 2004. Disponível em:

<<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X03001831>>. Acesso em 23 fev. 2014.

DRIMEL, C. N. **A lei americana Sarbanes-Oxley e sua contribuição ao estudo dos controles internos de uma subsidiária brasileira de uma multinacional do ramo químico**. 2006. 95 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://200.169.97.106/biblioteca/tede/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=211>. Acesso em: 02 mar. 2014.

ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. **A Journal of Accounting, Finance and Business Studies**, [S.l.], v. 17, n. 1, p. 28-40, jun. 1981.

FIELDS, T.; LYS, T.; VICENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 31, n. 1-3, p. 255-307, Sept. 2001. Disponível em: <<http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2006-06-010.pdf>>. Acesso em: 24 fev. 2013.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises**. Statement of Financial Accounting Concepts, Norwalk, Nov. 1978. Disponível em: <<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175820899258&blobheader=application/pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2013.

GHEMAWAT, P. Semiglobalization and international business strategy. **Journal of International Business Studies**, [S. l.], v. 34, n. 2, p. 138–152, Mar. 2003.

GOLDSZMIDT, R. G. B.; BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. O efeito país sobre o desempenho da firma: uma abordagem multinível. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 47, n. 4, out./dez. 2007. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902007000400003&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 23 fev. 2014.

GOULART, A. M. C. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. 2007. 219 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-17032008-124153/>>. Acesso em: 8 jun. 2013.

GUIMARÃES, D. M. A.; SHENG, H. H. Gerenciamento de resultados e ambiente institucional: um estudo da América Latina. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM

ADMINISTRAÇÃO, 35., 2011, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. 1 CD-ROM.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, [S. l.], v.13, n. 4, p. 365-383, dec. 1999. Disponível em: <<http://aaajournals.org/toc/acch/13/4>>. Acesso em: 9 maio 2013.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Who we are and what we do**. 2009. Disponível em: <<http://www.iasplus.com/en/news/2009/April/news4597>>. Acesso em: 12 jun. 2013.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043> Acesso em: 19 jun. 2013.

KAIZER, C. V. C. et al. O Impacto da regulamentação contábil sobre o conservadorismo nas empresas do setor elétrico do Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 3, n. 1, p. 1-24, abr. 2009. Disponível em: <<http://www.repec.org.br/index.php/repec/article/view/37>>. Acesso em: 22 jun. 2013.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, [S.l.], v. 31, n. 1-3, p. 105-231, Sept. 2001. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000301>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

KPMG. **A lei Sarbanes-Oxley**. São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/images/Sarbanes_Oxley.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2013.

LA PORTA, R. et al. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, [S.l.], v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.

_____, et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, Sept. 2000. Disponível em: <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/lopezdesilanes02_Roundtable.pdf>. Acesso em: 19 set. 2013.

LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 41, n. 2, p. 317–345, may 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304623>. Acesso em: 18 jun. 2013

LEVITT, A. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, [S.l.], v. 12, n. 1, p. 79-82, Mar. 1998. Disponível em: <http://www.wiley.com/college/schroeder/0471379549/pdfs/levitt_a.pdf>. Acesso em: 19 dec. 2013.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2011. 236 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24032011-185955/>>. Acesso em: 10 jun. 2013.

LOBO, G. J.; ZHOU, J. Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley act? Inicial Evidence. **Accounting Horizons**, [S.l.], v. 20, n. 1, p. 57-73, Mar. 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=859624> Acesso em: 02 jun. 2013.

LOPES, A. B. **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001. 308 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.

_____. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil**. 2009. Tese (Doutorado em Accounting and Finance) – Manchester Business School, University of Manchester, Manchester, 2009.

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

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTINEZ, A. L.; CASTRO, M. A. R. Ratings, custo de capital de terceiros e alistamento de resultados no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., 2009, São Leopoldo. **Anais eletrônicos**. São Leopoldo: SBFIN, 2009.

MARTINEZ, A. L. "**Gerenciamento**" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/>>. Acesso em: 02 jun. 2013.

MATTOS, L. V. As razões do laissez-faire: uma análise do ataque ao mercantilismo e da defesa da liberdade econômica na riqueza das nações. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, jan./mar. 2007. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572007000100006&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 15 jun. 2013.

MATTOS, P. L. Dissertações não-acadêmicas em mestrados profissionais: isso é possível? **Revista da Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 1, n. 2, maio/ago. 1997. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65551997000200009&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 31 mar. 2014.

MEIRELLES, D. S. Teorias de mercado e regulação: por que os mercados e o governo falham? **Cadernos EBAPE.BR**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 4, dez. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1679-39512010000400006&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 02 jun. 2013.

MENDONÇA, M. M. **O Impacto da lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002**. 2008. 62 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória, 2008. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao%20Mark%20Miranda.pdf>. Acesso em: 07 abr. 2013.

MENDONÇA, M. M. et al. O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 52, maio 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772010000100004&lng=pt&nrm=iso>. Acessos em: 10 maio 2013.

MOREIRA, R. L.; COLAUTO, R. D.; AMARAL, H. F. Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 54, p. 64-84, set./dez. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772010000300006>. Acesso em: 24 abr. 2013

MURCIA, F. D. Interação entre contabilidade e direito: em busca de uma teoria da regulação contábil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 9, n. 25, p. 19-32, dez./mar. 2010. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/CRCSC/article/viewFile/1090/1023>>. Acesso em: 12 jan. 2014.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 469 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/>>. Acesso em: 21 jun. 2013.

PORTER, M. E. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

PORTO, S. G. Sobre a *common law*, *civil law* e o precedente judicial. **Academia Brasileira de Direito Processual Civil**, Porto Alegre, [2008]. Disponível em: <<http://www.abdpc.org.br/abdpc/artigosautor.asp?id=72>>. Acesso em 23 set. 2013.

PRADO, E. A. **Gerenciamento de resultados em empresas listadas no Brasil**: análise dos mecanismos internos e externos de governança corporativa. 2013. 110 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP. São Paulo. Disponível em: <http://200.169.97.106/biblioteca/tede/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=410>. Acesso em: 06 mar. 2014.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira “Corporate Finance”**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SANTOS, L. P. G. et al. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 56, p. 174-188, maio/ago. 2011. Disponível em <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34333>>. Acesso em: 01 maio 2013.

SANTOS, L. S. R. **Conservadorismo contábil e timeliness**: evidências empíricas nos demonstrativos contábeis em US GAAP e BR GAAP das empresas brasileiras com ADRS negociadas na bolsa de Nova Iorque. 2006. 66 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória, 2006. Disponível em: <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/texto/cp021274.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2013.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis**: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro. 2004. 243 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória, 2004. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao%20Alfredo%20Sarlo.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2013.

SARLO NETO, A. et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 16, n. 37, p. 46-58, jan./abr. 2005. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772005000100004>. Acesso em: 22 ago. 2013.

SIEGEL, J. I. Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Renting U.S. Securities Laws? **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 75, n. 2, p. 319–359, feb. 2005. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=16858>> Acesso em : 26 ago. 2013.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

SILVEIRA, H. P. **Dupla listagem e estrutura de capital**: uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs. 2008. 141 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-14052008-110043/>>. Acesso em: 03 mar. 2014.

SODERSTROM, N. S.; SUN, K. J. IFRS adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**. [S.l.], v. 16, n. 4, p. 675-702, [2007]. Disponível em: <<file:///C:/Users/Adm/Downloads/SSRN-id1008416.pdf>>. Acesso em: 16 fev. 2014.

STERZECK, G. **Efeito da convergência contábil sobre o conservadorismo das instituições financeiras**. 2011. 85 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade,

Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em:
<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27012012-203325/>>.
Acesso em: 10 ago. 2013.

STULZ, R. M. Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. **The National Bureau of Economic Research**, v. 8, n. 3, p. 30-38, Mar. 1999. Disponível em:
<<http://www.nber.org/papers/w7021>>. Acesso em: 18 fev. 2014.

UNITED STATES OF AMERICA. Congress. **Public Law 107–204**, July 30, 2002.
Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/pdf/PLAW-107publ204.pdf>>. Acesso em: 26 abr. 2013.

UNIVERSITY OF CALIFORNIA AT BERKELEY. **The Common Law and Civil Law Traditions**. The Robbins Religious and Civil Law Collection, School of Law (Boalt Hall), California, [2011]. Disponível em: <<http://www.law.berkeley.edu/library/robbins/CommonLawCivilLawTraditions.html>>. Acesso em: 06 ago. 2013.

WATTS, R.L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications. **Accounting Horizons**, [S.l.], v. 17, n. 3, p. 207-221, Sept. 2003. Disponível em:
<<http://aaajournals.org/doi/abs/10.2308/acch.2003.17.3.207>>. Acesso em: 02 jun. 2013.

WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J.L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, [S.l.], v. 53, n. 1, p. 112-134, Jan. 1978. Disponível em: <<http://dc346.4shared.com/doc/a1PAqWFX/preview.html#2>>. Acesso em: 23 maio 2013.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. 4. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.