

# Os incentivos dos diferentes tipos de dupla listagem ao Conservadorismo Contábil

DOI: 10.4025/enfoque.v35i1.30061

## Elizangela Lourdes de Castro

Mestre em Ciências Contábeis (FUCAPE/ES).  
Professora do Departamento de Ciências Contábeis da  
Universidade Federal de Juiz de Fora – Campus Avançado de  
Governador Valadares (UFJF/GV)  
E-mail: elizangela.castro@ufjf.edu.br

## Fábio Moraes da Costa

Doutor em Controladoria e Contabilidade (USP).  
Professor e Coordenador do Programa de Mestrado Profissional  
em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de  
Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças  
(FUCAPE/ES).  
E-mail: fabio@fucape.br

## Anderson de Oliveira Reis

Mestre em Administração (UFV)  
Professora do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora – Campus Avançado de Governador  
Valadares (UFJF/GV)  
E-mail: anderson.reis@ufjf.edu.br

Recebido em: 08.12.2015

Aceito em: 28.03.2016

2ª versão aceita em: 13.05.2016

## RESUMO

No período 1998-2007, houve um aumento do número de empresas brasileiras que emitiram valores mobiliários em outros mercados, especialmente o norte-americano. Em virtude disso, este trabalho teve como objetivo verificar se a opção das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA pela dupla listagem no mercado norte americano criou incentivos para aumentar o grau de conservadorismo dessas empresas. Para alcançar este objetivo, foram testadas três hipóteses em função do tipo de listagem: 1 – Aderir à dupla listagem incentiva o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos. 2 – Aderir à listagem nos níveis II e III incentiva o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos. 3 – Aderir à listagem nos níveis III e 144A incentiva o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos. Para medir o grau de conservadorismo foram utilizados os modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005), estimados em painel, para o período de 1998 a 2007. Os resultados encontrados nos testes mostraram que não houve mudança no nível de conservadorismo em nenhum dos tipos de dupla listagem das empresas no mercado norte-americano. Isto permite inferir que a dupla listagem não incentivou comportamento mais conservador por parte daquelas empresas. Em relação à amostra de todas as empresas, apenas no modelo de Ball e Shivakumar (2005) os resultados indicaram presença de conservadorismo.

**Palavras-chave:** Conservadorismo. Dupla Listagem. ADR (Recibo Americano de Depósito).

## *The incentives of different types of dual listing to Accounting Conservatism*

## ABSTRACT

There was an increase in the number of Brazilian companies, in the period 1998-2007, that have issued securities in other markets, especially in the USA. Because of that, this study aimed to examine that the option of Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA by dual listing in the US market has created incentives to increase the degree of conservatism of these companies. To accomplish this, three hypotheses were tested in the type of list: 1 - Adhere the dual listing encourages conservatism enterprises; 2 - Adhere the levels II and III encourages conservatism of the companies. 3 - Adhere the listing levels III and 144A encourages the degree of conservatism of the companies. To measure the degree of conservatism the models were used Basu (1997) and Ball and Shivakumar (2005), estimated

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

at panel for the period 1998 to 2007. The results of the tests showed no change in the level of conservatism none of the types of dual listing of companies in the North American market. This allows us to infer that the dual listing has not encouraged a more conservative behavior on the part of those companies. Regarding the sample of all companies, only the model of Ball and Shivakumar (2005) indicated the presence of conservatism.

**Keywords:** Conservatism. Dual Listing. American Depositary Receipts (ADR).

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais do Brasil se manteve pouco desenvolvido até os anos 90 do século XX devido às condições institucionais que moldavam seu funcionamento: estrutura de capital concentrada, estrutura do sistema tributário e um ambiente contábil menos desenvolvido. Tal situação conduzia a menor transparência na gestão e falta de instrumentos adequados para proteção aos investidores minoritários (CVM, 2010; DAMI *et al*, 2006; SILVA; LEAL, 2005).

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

Este novo cenário colaborou para que o Brasil aumentasse sua demanda por capital, ampliou a movimentação de recursos, e permitiu que as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA pudessem ter acesso aos mercados de valores mobiliários externos, em especial o norte-americano. Isto ampliou os canais para a captação de recursos pelas empresas; e a possibilidade de diversificação de portfólio daí decorrente, aumentou a busca por maiores lucros e menor risco. (LOPES; WALKER, 2008; ZATTA, 2004; CAMARGOS; GOMES; BARBOSA, 2003; MARCON, 2002).

A captação de recursos por empresas em mercados fora do país de origem é chamada de dupla listagem e ocorre por meio de *DRs* – *Depositary Receipts* – um instrumento negociável que representa um interesse na titularidade de valores mobiliários de um emissor estrangeiro (BRUNI, 2002).

Os ADRs – DRs dos mercados norte americano - se subdividem em quatro tipos: Nível I, II ou III, além do Regulamento 144A. Distinguem-se dos demais quanto ao nível de exigência de divulgação das informações prestadas aos investidores e aos custos de lançamento desses papéis no mercado norte-americano.

Esse mecanismo de captação tem como vantagem a ampliação e diversificação da base de investidores da companhia; melhor visibilidade da empresa junto aos investidores locais e internacionais; diminuição do custo de capital; aumento da transparência, sinalizando assim, menor risco para os investidores; redução do custo de agência; aumento do valor da firma; e postura diferenciada (MORGAN, 2008; LEAL; SAITO, 2003; LOPES; WALKER, 2008; BRUNI, 2002; MATSUMOTO, 1995).

Em contrapartida, para Tukamoto (2004) a emissão de ADRs possui alguns pontos negativos, tais como: maior pressão por parte dos agentes do mercado, diluição do controle e a aceitação das regras estabelecidas pela SEC (*Security Exchange Commission*), um dos órgãos mais rigorosos dentre os reguladores mundiais. Adicionalmente, incorre-se no custo de se manter uma empresa com capital aberto e nos gastos com a emissão dos ADRs (tanto diretos quanto indiretos), pois esta operação aumenta os custos relacionados ao *disclosure* dos demonstrativos financeiros (BRUNI, 2002; MATSUMOTO, 1995).

Entre vantagens e desvantagens da emissão de ADRs distingue-se a importância da governança corporativa como instrumento de controle e também de proteção para os minoritários. Entretanto, mais instrumentos de controle e de proteção aos minoritários podem impactar a geração das informações contábeis, acirrando assim o conservadorismo. Segundo Watts (1993; 2003) e Pae, Thornton e Walker (2005), o conservadorismo tem sido um mecanismo de monitoramento e incentivo para os gestores das firmas onde existe a separação entre o controle e a propriedade. É considerado uma das medidas de redução de custos de agência, litígios,

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

assimetria, contratos, custos políticos, além de facilitar o monitoramento dos gerentes, gerando assim maior proteção aos acionistas. Gonzaga e Costa (2009) demonstram que o conservadorismo está relacionado com os conflitos entre minoritários e majoritários.

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

Já países de origem *code-law*, (Brasil, México, França, Portugal), apresentam um nível de conservadorismo menor e com maior concentração acionária (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

A emissão de valores mobiliários em outros países expõe as empresas a novos ambientes institucionais e regulatórios. Assim, caberia avaliar se a alteração das condições institucionais do mercado de capitais pode trazer impacto em seu grau de conservadorismo. O estudos nessa direção comumente têm se concentrados em empresas estrangeiras listadas no mercado norte-americano por meio de ADRs (LUBBERINK; HUIJGEN, 2005; SIEGEL, 2005; LEUZ, 2002; BALL; SHIVAKUMAR, 2005).

Porém, um ponto salientado por Lopes e Walker (2008) é que a maior parte desses estudos está focada em empresas de países de ambiente *common-law* que vão atuar em outros mercados também *common-law*. Portanto, como as mesmas condições de mercado de capital domésticas.

Considerando tal situação, este trabalho se propõe a avançar na discussão sobre a dupla listagem tratando sobre a situação de empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos EUA. Nesse sentido, abordará o nível de conservadorismo de um conjunto de empresas em um ambiente com características institucionais diferentes do país de origem. Adicionalmente, trabalhará com a dupla listagem em ADR I, II, III e 144A. Com esse grupo de níveis a amostra de empresas brasileiras que fazem a opção de entrar no mercado americano

aumenta de modo significativo, o que reitera a relevância desta característica (COSTA; LOPES; COSTA, 2006; COELHO, 2007; LOPES; WALKER, 2008; MENDONÇA et al., 2010).

Mediante o exposto, este trabalho se propõe a responder a seguinte questão: **Quais são os efeitos advindos da dupla listagem sobre o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos EUA?**

Para que o objetivo seja alcançado, serão testadas as seguintes hipóteses:

**H<sub>1</sub>** - Aderir à dupla listagem incentiva o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos.

**H<sub>2</sub>** - Aderir à listagem nos níveis II e III incentiva o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos.

**H<sub>3</sub>** - Aderir à listagem nos níveis III e 144A incentiva o conservadorismo das empresas brasileiras que atuam no mercado de capitais dos Estados Unidos.

Com este estudo, pretende-se preencher parte da lacuna existente sobre os temas da pesquisa, em especial, em relação aos países de ambiente legal *code-law*, incluindo a discussão sobre o Regulamento 144A e Nível I de listagem.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

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

Assim, a forma mais comum de dupla listagem, consiste na emissão de *Depository Receipts (DR)*. Segundo Bruni (2002, p. 9), os ADRs

São instrumentos de negociação em dólares americanos, emitidos nos Estados Unidos por um banco depositário, representando propriedade de valores mobiliários estrangeiros, geralmente conhecidos como ações ordinárias subjacentes. (BRUNI, 2002, p.9).

Saudagaran (1988) identifica alguns fatores que levam as empresas à dupla listagem: fatores

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

financeiros, as relações de mercado, relações políticas e outras. Para ele é o tamanho da empresa em relação ao seu mercado, o grau de dependência de empresas estrangeiras consumidoras de seus produtos, e o aumento da visibilidade no país estrangeiro, são alguns dos fatores que levam à decisão de dupla listagem por parte das empresas.

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

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

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

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

Em relação aos títulos das empresas listadas no Nível I, só podem ser negociados no mercado de balcão (chamado OTC). Dessa forma, requerem registro mínimo na SEC e têm apenas o compromisso de enviar cópias das informações públicas dos documentos exigidos no mercado doméstico. Estes são papéis que estão à disposição de investidores institucionais qualificados (fundos de pensão, seguradoras, administradoras de carteiras com patrimônio mínimo de US\$ 100 milhões). Dentre as vantagens dessa opção, Bruni (2002) e Marcon (2002) destacam: tem menor custo, não tem que realizar alterações no balanço, e aumento da base acionária. Já como desvantagens, a impossibilidade de registro em qualquer bolsa dos Estados Unidos, restringindo e limitando a capacidade do emissor de aumentar seu reconhecimento naquele mercado; e não permite captação de recursos.

No Nível II, os ADRs são listados em uma das

bolsas americanas acarretando o cumprimento de exigências das normas da SEC, como por exemplo, o preenchimento de formulários, como o F-6 e o F-10, e a utilização das normas e princípios americanos de Contabilidade (USGAAP), devendo o emissor apresentar informações detalhadas regularmente aos investidores. Bruni (2002, p. 13) aponta como desvantagens do Nível II o maior custo e maior demora para o estabelecimento e manutenção do programa, com despesas legais, contábeis e de registro; também não permite a captação de recursos. Como vantagens, o autor destaca: a ampliação do reconhecimento do nome do emissor no mercado norte-americano e maior atração de investidores americanos do que programas de Nível I, uma vez que os títulos são listados nas principais bolsas de valores dos Estados Unidos, aumentando a liquidez e o volume dos valores negociados (MATSUMOTO, 1995; GUSMÃO, 2008).

Já o Nível III possibilita uma efetiva oferta pública de ADRs da empresa estrangeira no mercado norte-americano, listando-se em uma das bolsas de valores, e dessa forma, devendo realizar registro completo na SEC. As firmas que optam por este tipo de listagem também devem prestar informações detalhadas e permanentes sobre a companhia, além de ter que adequar suas demonstrações financeiras aos USGAAP. Bruni (2002, p.14) diz que este nível tem como vantagens as já citadas nos níveis anteriores, porém como desvantagens possui alto custo do relatório informativo a ser entregue à SEC (*Securities na Exchange Commission*) e os dispêndios de iniciação.

A última forma para a dupla listagem de uma companhia é a oferta pelo Regulamento 144-A. Este tipo de ADR permite a captação de recursos de empresas na comunidade denominada QIB – *Qualified Institutional Buyers* - por meio do sistema denominado PORTAL. Neste nível, os negócios são direcionados apenas para investidores institucionais qualificados. Isso ocorre porque se subentende que investidores sofisticados possuam conhecimento, recursos e “*expertise*” para tomar suas decisões sem qualquer divulgação de informação adicional por parte das organizações, ou seja, sem a proteção da SEC (MORGAN, 2008)

O 144A tem como objetivo principal incrementar e aumentar a liquidez do mercado de colocações privadas nos EUA. Como obrigações os emissores devem apresentar um memorando de ofertas com informações do último relatório anual da companhia e fornecer informações aos

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

investidores estrangeiros com a mesma periodicidade que é fornecida em seu país de origem. Como vantagens para o 144A cita-se: ser uma forma mais barata de captação acionária e de viabilização de lançamentos isolados, ou como parte de uma oferta global. E como desvantagens: torna a empresa conhecida apenas em um universo restrito de investidores, cria uma ADR para classes de ações que já estão registradas em uma bolsa de valores americana. Além disso, este não é um mercado tão líquido quanto o mercado público de ações. (GUSMÃO, 2008; BRUNI, 2002; CAMARGOS, GOMES, BARBOSA, 2003; MATSUMOTO, 1995).

Em relação ao Brasil, a geração própria de caixa tem representado uma das principais fontes de recursos para as empresas. Este padrão, típico em países emergentes, é, em parte, explicado pela estrutura de controle e propriedade no país. O uso de ações sem direito a voto e estruturas indiretas de controle, favorecem os acionistas controladores em função dos minoritários (LEAL; SAITO, 2003).

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

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

Gusmão (2008) coloca que os mercados de capitais de outros países oferecem um potencial elevado de diversificação para a melhoria do desempenho, ajustado pelo risco de uma carteira permanentemente doméstica. Para que isso seja viável, é necessário que os mercados de Risco diversificáveis - único ou não sistemático; risco não diversificável de mercado ou sistemático; riscos das carteiras nacionais - tenham um comportamento razoavelmente independente, ou seja, que os coeficientes de correlação entre eles sejam baixos.

Bruni (2002, p. 37) verificou os efeitos da emissão de ADRs no mercado de capitais brasileiro, examinando o eventual aumento dos níveis de eficiência informacional no mercado

doméstico. Seus resultados demonstraram que a emissão contribuiu para reduzir os custos de capital das empresas analisadas. O autor demonstrou que sob a hipótese de mercado eficiente na forma semiforte, há presença de retornos anormais positivos antes e no entorno da data do lançamento e negativos após a emissão.

## 2.1 CONSERVADORISMO

Uma das características da confiabilidade da informação contábil consiste em seu nível de verificabilidade. Caso seja exigido um nível de verificabilidade maior para receitas e ativos em comparação ao nível requerido para despesas e passivos, tal reconhecimento assimétrico é chamado de conservadorismo contábil (BASU, 1997).

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

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

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

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

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

conservadorismo das empresas que optam pelo aumento de capital (programas de ADR Nível III) é maior do que nas firmas que não aumentam capital (programas de Nível II).

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

Santos e Costa (2008) estudaram o nível de conservadorismo e a forma como o lucro contábil incorpora o *timeliness* (oportunidade) entre os demonstrativos com configuração contábil em BRGAAP e USGAAP. Sua amostra foi composta pelas companhias de capital aberto emissoras de ADRs no período de 1999 a 2004. Como resultado de seu trabalho, Santos e Costa (2008) não encontraram evidências estatisticamente significantes para afirmar que exista um nível maior de conservadorismo nas empresas brasileiras emissoras de ADR em função das normas americanas de contabilidade.

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

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

Em seu trabalho, Basu (1997) investigou o reconhecimento assimétrico de boas e más

notícias, sua amostra foi composta por Empresas listadas na bolsa de Nova York no período de 1963 a 1990. Encontrou evidências de que os retornos refletem mais rapidamente as más notícias do que boas notícias em relação aos fluxos de caixa futuros.

Já Ball e Shivakumar (2005) analisaram a diferença no grau de conservadorismo entre as empresas britânicas de capital aberto e fechado, com uma expectativa de resultado de menor reversão dos resultados negativos nas empresas de capital fechado. Para isso desenvolveram um modelo próprio e constataram que, em média, a qualidade dos resultados é menor nas empresas de capital fechado do que nas de capital aberto. O modelo elaborado pelos autores permite analisar o nível de conservadorismo somente por meio de variáveis Contábeis, não sofrendo assim a influência de variáveis econômicas como o preço da ação.

### 3 METODOLOGIA

O objetivo deste trabalho é verificar os incentivos ao conservadorismo das empresas com dupla listagem no mercado Norte-Americano dentre aquelas que estão listadas na BM&FBOVESPA.

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

Assim, a primeira especificação levará em conta a dupla listagem em todas as modalidades: níveis I, II, III e 144-A. Além disso, também será feito o mesmo teste, com a mesma variável, porém, representando apenas as empresas listadas na NYSE (Bolsa de Valores de Nova York), para captar o efeito do *listing* nesse tipo de captação. Este teste será realizado para captar o efeito da dupla listagem apenas das empresas com emissão de ADRs níveis II e III, por ser o Brasil um grande emissor desses papéis.

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

#### 3.1 MODELOS DO TRABALHO

Basu (1997) desenvolveu uma das métricas para

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

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

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

Em que:

$LPA_{i,t}$  – lucro por ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $P_{i,t-1}$  – preço da ação da empresa  $i$ , no período  $t-1$ ;  $D$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para retornos negativos e 0 (zero) para os demais retornos;  $R$  – retorno econômico por ação da empresa  $i$  no ano  $t$  (em abril do ano  $t$  para  $t-1$  deflacionado pelo preço da ação do período anterior);  $Ad$  – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa  $i$  e 0 (zero) para os demais;  $\alpha_2$  – reflete a oportunidade do lucro contábil.  $\alpha_1$  e  $\alpha_3$  – refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico às boas e más notícias pelo lucro contábil nas firmas.  $\alpha_4$ ,  $\alpha_5$  e  $\alpha_7$  – refletem o impacto da Adesão à dupla listagem no reconhecimento contábil de boas e más notícias.  $\alpha_6$  – mensura oportunidade da informação contábil das empresas que se listaram no mercado norte-americano.

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

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

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

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

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

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

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

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

Em que:  $VLL_{i,t}$  – variação do lucro líquido da empresa  $i$  do ano  $t-1$  para  $t$  dividido pelo valor do Ativo Total;  $DVLL_{i,t-1}$  – variável *dummy* com valor 1 (um) para variação negativa do período  $t-1$  para  $t$  e 0 (zero) para os demais;  $VLL_{i,t-1}$  – variação do lucro líquido da empresa  $i$  do ano  $t-2$  para o  $t$ , deflacionado pelo valor do Ativo Total;  $Ad$  – *dummy* para Adesão que assume valor 1 (um) a partir do ano de adesão da empresa  $i$  e 0 (zero) para os demais;  $\beta_1$  e  $\beta_5$  – coeficientes não significativos para o modelo;  $\beta_2$  – indica se há reversão dos resultados contábeis positivos no período;  $\beta_3$  – indica se existe reversão dos resultados contábeis negativos;  $\beta_4$  – identifica o impacto da adesão ao *cross-listing* em função da frequência de reversão dos resultados contábeis, positivos e negativos;  $\beta_6$  – Adesão não aumenta a frequência da reversão das informações contábeis;  $\beta_7$  – Adesão aumenta a frequência da reversão das informações contábeis negativas.

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

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

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

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

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

Em que:  $Er$  – variável *dummy* – *Equity raise*, que

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

representa valor 1 (um) para as empresas que são listadas no 144A ou no nível III de ADR e 0 (zero) para os demais casos.

### 3.2 OLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

As informações financeiras necessárias para os modelos utilizados (Basu, 1997; Ball; Shivakumar, 2005) neste trabalho foram coletadas no banco de dados ECONOMÁTICA®, no período de 1998 a 2007.

Para fazer a classificação das empresas, identificando as que emitiram e as que não fizeram emissão de ADRs, e discriminar qual o tipo de listagem, utilizou-se os bancos de dados do BNY Mellon (BNY), registros disponíveis na CVM, e dados da NYSE.

Assim como nos trabalhos originais, em relação à amostra, foi realizado o tratamento dos *outliers*. Para a identificação de dados extremos, foi aplicada a técnica “winsor” para 1% de cada variável.

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

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para o modelo de Basu (1997), ressalta-se sobre a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo a média negativa e a alta variação (-39,1126 a 3,6424) referente a variável LPA (Lucro por Ação) mesmo após tratamento dos dados. Este fato talvez possa ser explicado pela quantidade de empresas com lucros negativos para o período verificado, ou ainda, por ser uma variável com tendência de sensibilidade ao baixo preço da ação, gerando assim algum viés em seus resultados. Também se observa uma variação relativamente alta na variável R – Retorno (-0,7375 a 5,6666), que em consequência, impacta nos resultados das variáveis  $Ad^*R$ ,  $Adr^*R$  e  $Er^*R$ . Destaca-se a média positiva, em contraponto à média negativa de LPA.

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

Conforme resultados apresentados, a maioria

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

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

Em seu trabalho Costa et al., (2009) analisaram o impacto da regulação no nível de conservadorismo contábil das empresas brasileiras de capital aberto, com a hipótese de que empresas mais reguladas tendem a ser mais conservadoras. Como resultado dos testes efetuados utilizando como base dois modelos de conservadorismo, ambos propostos por Basu (1997), e empregando variáveis de mercado e contábeis, a hipótese do trabalho foi rejeitada, ou seja, as empresas dos setores mais regulados do Brasil, como energia elétrica, petróleo e gás, telecomunicações, entre outros, não apresentaram maior nível de conservadorismo. Ainda de acordo com os autores, os resultados encontrados podem estar relacionados ao modelo legal do país.

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

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|



Tabela 1 - Resultados das regressões com dados em painel.

|                              | H1 – (Equação 1)  | H2 – (Equação 2)  | H3 – (Equação 3)  |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| $\alpha_1 D_{i,t}$           | -0,1649 / (-0,61) | -0,1448 / (-0,60) | -0,1314 / (-0,59) |
| $\alpha_2 R_{i,t}$           | 0,0380 / (0,31)   | 0,0366 / (0,31)   | 0,0386 / (0,34)   |
| $\alpha_3 D_{i,t} * R_{i,t}$ | 0,3233 / (0,31)   | 0,3590 / (0,37)   | 0,3610 / (0,39)   |
| $\alpha_4 Ad$                | -0,0912 / (-0,67) | -                 | -                 |
| $\alpha_5 Ad * D$            | 0,1430 / (0,48)   | -                 | -                 |
| $\alpha_6 Ad * R$            | -0,0093 / (-0,07) | -                 | -                 |
| $\alpha_7 Ad * R * D$        | 0,0938 / (0,08)   | -                 | -                 |
| $\alpha_4 Adr$               | -                 | -0,1297 / (-1,16) | -                 |
| $\alpha_5 Adr * D$           | -                 | 0,1022 / (0,42)   | -                 |
| $\alpha_6 Adr * R$           | -                 | 0,0291 / (0,42)   | -                 |
| $\alpha_7 Adr * R * D$       | -                 | -0,2946 / (-0,30) | -                 |
| $\alpha_4 Er$                | -                 | -                 | -0,1654 / (-1,12) |
| $\alpha_5 Er * D$            | -                 | -                 | 0,0139 / (0,06)   |
| $\alpha_6 Er * R$            | -                 | -                 | -0,0001 / (-0,00) |
| $\alpha_7 Er * R * D$        | -                 | -                 | -0,4898 / (-0,51) |
| Nº de observações : 2.039    |                   | Prob > F = 0.1767 |                   |

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

Fonte: Dados da Pesquisa.

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

Já para a dupla listagem, nas diversas formas apresentadas nas hipóteses do trabalho, apenas  $\alpha_7$  para H2 e H3 - se altera na comparação entre os resultados deflacionados pelo Ativo Total e os testes normais, passando a ocorrer conforme esperado para o estudo, ou seja, a dupla listagem tende a refletir as informações negativas mais rapidamente que as positivas. Mas, outro fato que permaneceu inalterado foi que nenhum coeficiente se apresentou significativo ao nível de 1%, 5% ou 10%, rejeitando também as três hipóteses do trabalho.

Como efeito da aplicação do modelo a apenas

empresas com lucro positivo, tem-se que em relação ao coeficiente  $\alpha_3$  os resultados são iguais aos já apresentados, e o coeficiente  $\alpha_7 Ad * D * R$  ocorreu alteração de sinal, passando a negativo. Da mesma forma, nenhum coeficiente foi significativo.

Entretanto, o coeficiente relacionado ao Retorno ( $\alpha_2 R$ ), que demonstra a relação lucro x retorno, passa a ser significativo ao nível de 1% e permanece positivo, indicando que para as empresas com resultados positivos divulgados, a informação prestada ao mercado chega em tempo oportuno, onde, Retorno positivo reflete lucro positivo e retorno negativo reflete lucro negativo, fato que não pode ser inferido para as empresas com resultados diferentes de positivo, conforme evidenciado anteriormente.

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

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

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

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

Collins, Pincus e Xie (1999) em seu estudo sobre a avaliação patrimonial e resultados negativos afirmam que a relação negativa para as empresas que publicam prejuízos ocorre em função da má especificação da avaliação, e esta pode ser eliminada com a inclusão do valor do patrimônio como *proxy* na especificação da avaliação das empresas com maior probabilidade de perdas.

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

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

Já para o modelo de Ball e Shivakumar (2005), sua estatística descritiva é ressaltada pelas médias para as variações de lucro (variáveis  $VLL_{it}$  e  $VLL_{it-1}$ ) que também se apresentam negativas, porém com variações mínimas e máximas (-0,8407 a 0,7798) menores, se comparadas ao modelo de Basu (1997). Da mesma forma, tal fato pode ser

explicado pela quantidade de empresas com resultados negativos no período estudado.

Com relação aos resultados apresentados na Tabela 2 para o modelo de Ball e Shivakumar (2005), o coeficiente  $\beta_2$  se mostra em conformidade ao esperado para o modelo, indicando as variações positivas como componentes persistentes do resultado contábil e que, portanto, são revertidas em períodos subsequentes para as equações 4, 5 e 6.

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

Entretanto, a ocorrência de conservadorismo nas empresas pode ser verificada, pois Ball e Shivakumar (2005) predizem que quando a soma dos coeficientes  $\beta_2 + \beta_3 < 0$  indica reconhecimento oportuno (conservadorismo) dos componentes transitórios das variações negativas. A Tabela 2 mostra que para as variáveis  $\beta_2$  e  $\beta_3$  que são estatisticamente significantes ao nível de 1% e seu somatório é menor que zero (-0,0012; -0,0022; -0,0024), respectivamente para as Equações 4, 5 e 6, indicando assim a antecipação assimétrica de perdas econômicas para as demonstrações financeiras das empresas brasileiras, fato não ocorrido com o modelo de Basu (1997). Resultados semelhantes são verificados no trabalho de Paulo, Antunes e Formigoni (2008) e Antunes et al (2010).

Para as hipóteses levantadas neste estudo, a inferência para a proposição de aumento do conservadorismo em função da adesão aos níveis I, II, III e/ou 144A para as empresas listadas na NYSE (II e III); e a terceira ( $H_3$ ), referente ao conservadorismo em função da captação de recursos (III e 144A) das empresas atuantes em dois mercados, não podem ser confirmadas.

O fato ocorre devido o coeficiente  $\beta_7$  nas três equações não serem estatisticamente significantes aos níveis de 1%, 5% e 10% e apenas o sinal do coeficiente da equação 4 ser positivo (os demais são negativos), sugerindo que a frequência de reversão da informação contábil negativa não aumenta com os diferentes tipos de dupla listagem verificados, corroborando dessa forma os

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

resultados do modelo anterior para os efeitos da dupla listagem no conservadorismo.

Os trabalhos sobre a dupla listagem desenvolvidos por Coelho (2007) e Mendonça et al., (2010), tem verificações semelhantes às demonstradas acima. Em seus estudos

utilizando o mesmo modelo, não foram encontradas alterações no nível de conservadorismo nas amostras estudadas em função da listagem no mercado norte-americano.

**Tabela 2 - Resultados da regressão com dados em painel – bs (2005).**

|                                             | H1 – (Equação 4)   | H2 – (Equação 5)    | H3 – (Equação 6)     |
|---------------------------------------------|--------------------|---------------------|----------------------|
| B <sub>1</sub> Dm                           | -0,0074 / (-0,97)  | -0,0065 / (-0,90)   | -0,0058 / (-0,82)    |
| $\beta_2 VLL_{i,t-1}$                       | -0,7311* / (-7,95) | -0,7403* / (-8,35)  | -0,7392* / (-8,39)   |
| $\beta_3 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1}$       | 0,7299* / (5,28)   | 0,7381* / (5,54)    | 0,7416* / (5,56)     |
| $\beta_4 Ad$                                | -0,0053 / (-0,34)  | -                   | -                    |
| B <sub>5</sub> Dm*Ad                        | 0,0059 / (0,31)    | -                   | -                    |
| $\beta_6 VLL_{i,t-1} * Ad$                  | -0,1507 / (-0,57)  | -                   | -                    |
| $\beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Ad$  | 0,1442 / (0,35)    | -                   | -                    |
| $\beta_4 ADR$                               | -                  | -0,0273** / (-2,14) | -                    |
| B <sub>5</sub> Dm*Adr                       | -                  | 0,0283** / (2,39)   | -                    |
| $\beta_6 VLL_{i,t-1} * ADR$                 | -                  | 0,3536** / (2,49)   | -                    |
| $\beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * ADR$ | -                  | -0,0276 / (-0,11)   | -                    |
| $\beta_4 Er$                                | -                  | -                   | -0,0309*** / (-1,69) |
| B <sub>5</sub> Dm*Er                        | -                  | -                   | 0,0050 / (0,24)      |
| $\beta_6 VLL_{i,t-1} * Er$                  | -                  | -                   | 0,4039*** / (1,75)   |
| $\beta_7 DmVLL_{i,t-1} * VLL_{i,t-1} * Er$  | -                  | -                   | -0,5496 / (2,63)     |
| Nº observações : 3.480                      |                    | Prob > F = 0.0000   |                      |

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

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

Fonte: Dados da Pesquisa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve por objetivo verificar se a opção das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA pela dupla listagem no mercado norte americano criou incentivos para aumentar o grau de conservadorismo dessas empresas. Foram utilizadas duas métricas para mensurar o conservadorismo: Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Os dados foram coletados na ECONOMÁTICA e rodados em painel, com duplo efeito fixo e erro padrão robusto.

Os resultados obtidos demonstraram que a dupla listagem em seus diferentes tipos não

alterou o grau de conservadorismo das empresas brasileiras, pois nenhum dos coeficientes dos modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) foram estatisticamente significantes, nem ao nível de 10%. Para algumas das equações aplicadas, seus coeficientes tiveram sinais inversos ao esperado.

No tocante aos coeficientes que medem o conservadorismo de todas as empresas, foram obtidos resultados divergentes entre os modelos analisados. No modelo de Basu (1997) não foi verificada a incidência de conservadorismo, uma vez que os coeficientes não foram significantes. No entanto, no modelo de Ball e Shivakumar (2005) os

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

resultados sugerem indícios de conservadorismo nas empresas brasileiras uma vez que a soma dos coeficientes  $\beta_2$  e  $\beta_3$  é menor que zero.

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

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

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

Outros fatores que também podem estar influenciando os resultados são: a prática de suavização de resultados, a qualidade do lucro contábil informado, a quantidade de divulgação de prejuízos, a estrutura de propriedade ainda vigente, ou o fato de as informações estarem apresentadas em BRGAAP.

Cabe ressaltar que o fato de ser o GAAP – há diferenças entre BRGAAP e USGAAP – um dos fatores de influência nos resultados, é necessário realizar estudo mais detalhado

para as empresas da amostra, uma vez que Santos (2006), encontrou como resultados de sua pesquisa que conservadorismo contábil para as empresas brasileiras emissoras e não emissoras de ADRs, pode não estar no GAAP, e sim nos instrumentos de governança corporativa (TUKAMOTO, 2004).

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

Já, em relação ao conservadorismo das empresas em geral e a oportunidade da informação, os resultados não podem ser considerados conclusivos, pois como observado, os resultados dos modelos utilizados de Ball e Shivakumar (2005) e Basu (1997), que são métodos distintos, ainda que corroborados por estudos já realizados, divergem de outros. Tais inferências podem estar ligadas aos diferentes incentivos, como visto, para a listagem fora do país de origem, e que possam vir a afetar ou não o conservadorismo destas empresas emissoras em relação às demais.

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

## REFERÊNCIAS

AHMED, A. S. et al. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867-890, out. 2002.

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

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

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

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

BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The Effect of institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 1-51, 2000.

BALL, R.; ROBIN, A.; SADKA, G. Is Accounting conservatism due to debt or share

markets? A test of 'contracting' versus 'value relevance' theories of accounting. **Working Paper**. 2005. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 06 maio 2008.

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

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

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

CAMARGOS, M. A.; GOMES, G. D.; BARBOSA, F. V. Integração de mercados e arbitragem com títulos transfronteiriços: ADRS – American Depositary Receipts. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 51-67, abr./jun. 2003.

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

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

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

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

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

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

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

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

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

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

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

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**.

São Paulo: Atlas: 2004.

LANG, M. H.; LINS, K.; MILLER, D. P. ADRs, analysts, and accuracy: does cross

listing in the United States improve a firm's information environment and increase

market value? **Journal of Accounting Research**, v. 2, n. 41, p. 317-345, 2003.

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. Earnings conservatism, litigation, and contracting: the case of cross-listed firms. **Journal of Business Finance e Accounting**, v.32, n.7-8, p.1275-1309, 2005.

MARCON, R. **O Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras – O Caso dos American Depositary Receipts** (Adrs). 2002. 152 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Santa Catarina, 2002.

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

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

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

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

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

- NASCIMENTO, M. **Análise do conteúdo informacional do resultado contábil em US-GAAP: um estudo de evento com companhias abertas brasileiras que negociam ADRs na bolsa de Nova Iorque.** 2006. 106 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.
- PAE, J.; THORNTON, D. B.; WELKER, M. The Link between earnings conservatism and the price to book ratio. **Contemporary Accounting Research.** v. 22, n. 3 p. 693–717, 2005.
- PAULO, E. ; ANTUNES, M. T. P. ; FORMIGONI, H. . Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. **RAE. Revista de Administração de Empresas**, v. 48, p. 46-60, 2008.
- PUBLICO (2011). **CEO da NYSE Euronext destaca desafios em cenário de elevada volatilidade.** IBRI – INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES - IBRI Coluna de 29/08/2011  
<[http://www.ibri.com.br/download/ibri\\_valor/Coluna\\_IBRI\\_02.09.2011.pdf](http://www.ibri.com.br/download/ibri_valor/Coluna_IBRI_02.09.2011.pdf)> Acesso em: 29 set. 2011
- RANGEL, L. L. et al. O Conservadorismo contábil e o valor de mercado. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27. 2003, Atibaia (SP). **Anais...**São Paulo: ANPAD, 2003.
- SANTOS, L. S. R. **Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nos demonstrativos contábeis em US-GAAP e BR-GAAP das empresas brasileiras com ADRs negociadas na bolsa de Nova Iorque.** 2006. 66 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.
- SANTOS, L. S. R.; COSTA, F. M. **Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque.** *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 19, n. 48, p. 27-36, 2008.
- SAUDAGARAN, S. M. An Empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges. **Journal of International Business Studies**, Spring, p. 101-127, 1988.
- SIEGEL, J. Can Foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. securities laws? **Journal of Financial Economics**, n. 75, p. 319–359, 2005.
- SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças.** v. 3, n.1, p. 1-18, 2005.
- TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impactos da Divulgação de Prejuízos nos Retornos de Ações de Companhias participantes do IBOVESPA. **Revista Universo Contábil.** v. 4, n. 1, p. 46-63, 2008.
- TORRE, A. L. A.; SCHMUKLER, S. L. Emerging capital markets and globalization: the latin American experience. **Working Paper.** 2006. Disponível em: <[http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Schmukler\\_ECMGBookwithdelatorre.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Schmukler_ECMGBookwithdelatorre.pdf)>. Acesso em: 13 set. 2008.
- TUKAMOTO, Y. S. **Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs.** 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 2004.
- WATTS, R. L. A Proposal for research on conservatism. **Working Paper.** 1993. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 22 fev. 2007.
- \_\_\_\_\_. Conservatism in accounting part I: explanations and implications. **Accounting Horizon**, v. 17, n. 3, p. 207–221, 2003.

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|

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

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

ZONATTO, V. C. S. **Evidenciação da gestão de riscos do coso no relatório da administração de empresas brasileiras com adrs.** 2008. 158F. dissertação (mestrado em ciências contábeis) – Programa de pós-graduação em Ciências Contábeis, universidade regional de Blumenau, Blumenau, 2008.

#### **Endereço do Autor:**

Av. Doutor Raimundo Monteiro Rezende,  
Centro  
Governador Valadares, MG – Brasil  
35010177

|                  |              |       |      |            |                      |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|
| Enf.: Ref. Cont. | UEM - Paraná | v. 35 | n. 1 | p. 147-161 | janeiro / abril 2016 |
|------------------|--------------|-------|------|------------|----------------------|