

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**RENAN BITTENCOURT GUERRA**

**MONITORAMENTO E PUNIÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO: ANALISANDO AS IRREGULARIDADES  
IDENTIFICADAS PELA CVM**

**VITÓRIA - ES**

**2019**

**RENAN BITTENCOURT GUERRA**

**MONITORAMENTO E PUNIÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO: ANALISANDO AS IRREGULARIDADES  
IDENTIFICADAS PELA CVM**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vagner Antônio Marques

**VITÓRIA - ES**

**2019**

Dedico este trabalho aos meus pais, pelo exemplo distinto e complementar de educação. E a Laisa, minha esposa, pela companhia diária e pelo apoio que tanto ajudou a concretizar este trabalho.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à minha família nessa jornada: à Laisa, meu amor e minha esposa, pela compreensão e pelo apoio durante todo esse processo, ajudando a enfrentar e superar todos os desafios; e aos meus pais por me incentivarem a sempre buscar o melhor de todas as situações.

Sou imensamente grato ao meu orientador, Vagner, por compartilhar ensinamentos que eu levarei por toda a minha vida. Esse trabalho não seria possível sem a paciência tão necessária, tampouco sem os comentários tão construtivos durante a elaboração do trabalho.

Agradeço aos membros da banca avaliadora – Patrícia Bortolon e Vinicius Martins – pelos comentários e apontamentos feitos ao trabalho, imensamente relevantes para o aperfeiçoamento da dissertação e certamente de pesquisas futuras.

Sou agradecido a todos do PPGCON; aos professores: Vagner, Eduardo Zanoteli, José Elias, Patrícia, Janyluce, Gabriel, Annor, Louzada e Rodrigo Scalzer, pois todos contribuíram cada um em seu modo particular, a moldar um método de raciocínio que vou sempre lembrar; e à coordenação do curso, em especial à Alline, por dispor sempre de uma gentileza em momentos por vezes difíceis.

*“What history does prove is that how risky stocks seem, and how risky they actually are, are inversely correlated”*

*(Jason Zweig)*

## RESUMO

As informações contábeis são utilizadas no mercado de capitais como ferramentas de tomadas de decisões econômicas por parte dos usuários. No entanto, as manipulações de dados financeiros nas informações contábeis, somada ao comportamento oportunista dos indivíduos, resultam em fraudes financeiras que prejudicam todo o funcionamento do mercado (JENSEN; MECKLING, 1994; KING; WAYMIRE, 1994). Dessa forma, esses eventos reforçam a importância da regulação e *enforcement*, representado pela Comissão de Valores Mobiliários no cenário brasileiro, visto que uma estrutura normativa, acompanhada de atributos de monitoramento das companhias, visa a redução de assimetria informacional, além de ser pautada na proteção dos acionistas (KURLAT; VELDKAMP, 2015). Visto que um dos papéis da CVM é baseado na verificação se as demonstrações financeiras divulgadas ao mercado são fidedignas, uma das prerrogativas de autarquia é de exigir a republicação das demonstrações financeiras de determinadas empresas para retificação das informações divulgadas. Isso é ressaltado porque, de acordo com Marques (2016), essas republicações podem ser vistas como indicativos de que alguma impropriedade (ou erro) ocorreu, reduzindo a qualidade informacional do reporte financeiro. Diante desse contexto, esta dissertação foi norteada na análise de conteúdo dos Processos Administrativos Sancionadores julgados pela CVM no período de 2008 a 2018, além de analisar, no mesmo período, os motivos de republicações das demonstrações financeiras de 575 companhias listadas na [B<sup>3</sup>]. Posteriormente, analisou-se ambas as ocorrências (o fato de as companhias serem julgadas pela CVM e a ocorrência de republicações das DFPs) com características institucionais do mercado e da firma (presença de *Big Four*, nível de governança corporativa e o setor de atuação). Por fim, verificou-se a respeito da possível associação entre o fato de ter sua demonstração contábil republicada e a incidência de investigações e sanções pela CVM. Como estratégia de análise, utilizou-se a análise de conteúdo para a categorização dos motivos de republicações e dos motivos de punições, teste de médias, medianas e proporções Wilcoxon Mann-Whitney e teste de Qui-Quadrado de Pearson e Teste exato de Fisher. Os resultados indicam que irregularidades relacionadas à negligência e imperícia, abuso de poder, não realização de assembleias e omissão de informações financeiras à CVM por diretores e membros de conselhos de administração de empresas listadas no nível tradicional de GC e auditadas por não *Big Four* foram as preponderantes. Os setores mais sancionados pela CVM são: Financeiro, Consumo Cíclico e Bens Industriais. No que se refere à presença de auditores *Big Four* e ao nível de governança corporativa, verificou-se a presença de não-*Big Four* é maior entre as companhias julgadas, enquanto as companhias de nível Tradicional são mais penalizadas pela CVM. Os resultados das republicações das DFPs das companhias mostraram que mais da metade dos refazimentos foram relativos à mensuração e alteração de dados contábeis, retificação do relatório de administração e aperfeiçoamento das notas explicativas. Em relação às características institucionais, verificou-se que o setor Financeiro, Consumo Cíclico e Utilidade Pública são os setores que mais republicam as DFPs, de forma que os níveis de governança Tradicionais e Novo Mercado apresentaram maiores republicações. Além disso, verificou-se que as companhias auditadas por *Big Four* republicam mais. No que diz respeito à associação entre as republicações e o fato de ser investigada a julgada pela CVM, não foi possível rejeitar a hipótese alternativa, possibilitando afirmar que há associação entre o fato das companhias sofrerem julgamentos pela CVM e republicarem suas demonstrações contábeis.

**PALAVRAS-CHAVE:** Regulação, Processos Administrativos Sancionadores, Republicações das Demonstrações Contábeis.

## ABSTRACT

Accounting information is used in capital as users' economic decision-making tools. However, manipulations of financial data in accounting information and the opportunistic behavior of individuals result in financial fraud that impairs the entire functioning of the market (JENSEN; MECKLING, 1994; KING; WAYMIRE, 1994). Thus, these events reinforce the importance of regulation and enforcement, represented by the Brazilian Securities Commission in the Brazilian scenario, since a normative structure, when accompanied by monitoring attributes of companies, aims at reducing informational asymmetry, besides being guided by the protection of shareholders (KURLAT; VELDKAMP, 2015). Since one of CVM's roles is based on verifying that the financial statements disclosed to the market are reliable, one of the autarchy's prerogatives is to require the restatement of the financial reports of certain companies to rectify the disclosed information. This is emphasized because, according to Marques (2016), these restatements can be seen as an indicative that some impropriety (or error) occurred, reducing the informational quality of financial reports. Given this context, this dissertation was guided by the content analysis of the Sanctioning Administrative Proceedings judged by the CVM from 2008 to 2018, as well as analyzing, during the same period, the reasons for the financial restatements of 575 companies listed on [B3]. Subsequently, both occurrences (the fact that the companies are judged by the CVM and the occurrence of restatements) with institutional characteristics of the market and the firm (presence of Big Four audit, level of Corporate Governance and the sector in which it operates) were analyzed. Finally, it was verified about the possible association between restatements and the incidence of investigations and sanctions by the CVM. As an analysis strategy, content analysis was used to categorize the reasons for restatements and the reasons for punishments, test of means, medians and proportions Wilcoxon Mann-Whitney and Pearson's Chi-square test and Fisher's exact test. The results indicate that irregularities related to negligence and malpractice, abuse of power, non-holding of meetings and omission of financial information from CVM by directors and members of boards of directors of companies listed on the traditional level of CG and audited by not Big Four were the ones overweight. The sectors most sanctioned by the CVM are: Financial, Cyclical Consumption and Industrial Goods. With regard to the presence of Big Four auditors and the level of corporate governance, the presence of non-Big Four was found to be higher among the companies judged, while companies of the Traditional level are more penalized by the CVM. The results of the restatements showed that more than half of them were related to the measurement and alteration of accounting data, rectification of the management report and improvement of the explanatory notes. In relation to institutional characteristics, it was found that the Financial, Cyclical Consumption and Public Utility sectors are the sectors that most restate, so that the levels of Traditional governance and the New Market presented the most remarks. In addition, it was found that the companies audited by the Big Four restated more. With regard to the association between the restatements and the fact that the CVM judged to investigate, it was not possible to reject the alternative hypothesis, making it possible to affirm that there is an association between the fact that the companies are judged by the CVM and republished their financial statements.

**KEYWORDS:** *Regulation, Sanctioning Administrative Process, Financial Restatements.*

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Competências da CVM.....	40
Quadro 2 - Fundamentos para regulação do mercado de acordo com a CVM.....	41
Quadro 3 - Classificação de motivos de sanção pela CVM .....	48
Quadro 4 - Classificação dos motivos das republicações das DFPs .....	49
Quadro 5 - Frequência de categorias de motivos para agentes penalizados de 2008 a 2018.....	57

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas dos PAS julgados por características institucionais da amostra no período de 2008 a 2018 .....	61
Tabela 2 - Teste de proporções entre categorias de motivos de julgamentos e tipos de auditores.....	63
Tabela 3 - Teste de proporções entre categorias de motivos de julgamentos e níveis de Governança Corporativa.....	65
Tabela 4 - Frequência de PAS em relação à classificação setorial da [B] <sup>3</sup> no período de 2008 a 2018	67
Tabela 6 - Análise descritiva da frequência de republicações.....	68
Tabela 7 - Estatísticas Descritivas das republicações por características institucionais da amostra no período de 2008 a 2018 .....	71
Tabela 8 - Frequência de Republicações por Setor Econômico no período de 2008 a 2018 .....	72
Tabela 9 - Teste de proporções entre categorias de motivos de republicações e níveis de Governança Corporativa.....	74
Tabela 10 - Teste de Qui-Quadrado e Fisher para associação entre PAS e republicações.....	77

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Condução da primeira etapa da pesquisa (PAS).....	47
Figura 2 - Condução da segunda etapa da pesquisa (Republicações) .....	49
Figura 3 - Condução da terceira etapa da pesquisa (Testes estatísticos).....	52
Figura 4–Relação entre PAS analisados na pesquisa (2008 a 2018).....	54
Figura 5 - Distribuição do número de acusados médios por PAS.....	55
Figura 6 - Resultado das acusações por tipos de penalidade/absolvição (2008 a 2018) .....	56
Figura 7 - Média das multas pecuniárias <i>per capita</i> por tipo de irregularidade dos PAS julgados no período de 2008-2018 .....	60
Figura 8 - Classificação dos motivos de republicações (2001 a 2018) .....	69

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FASB – Financial Accounting Standards Board

IASB – International Accounting Standards Board

IFRS – International Financial Reporting Standards

HEM – Hipótese de Eficiência de Mercado

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>22</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	22
1.2 PROBLEMA .....	25
1.3 OBJETIVOS .....	25
<b>1.3.1 Geral</b> .....	<b>25</b>
<b>1.3.2 Específicos</b> .....	<b>26</b>
1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA .....	26
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>29</b>
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E O COMPORTAMENTO OPORTUNISTA DOS AGENTES ECONÔMICOS .....	29
2.2 IMPORTÂNCIA DA REGULAÇÃO PARA O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS .....	35
2.3 O PAPEL DA CVM NO MERCADO BRASILEIRO: COMPETÊNCIAS E LIMITES DE SUA ATUAÇÃO .....	39
2.4 ESTUDOS ANTERIORES .....	42
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>46</b>
3. 1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	46
3.2 DELINEAMENTO METODOLÓGICO .....	47
3.3 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA .....	53
<b>4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS</b> .....	<b>54</b>
4.1 PROCESSOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	54
4.2 REPUBLICAÇÕES DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E AS CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONAIS .....	67
4.3 ENTENDENDO A ASSOCIAÇÃO ENTRE REPUBLICAÇÕES, PAS E CARACTERÍSTICAS DAS COMPANHIAS .....	76
<b>5 CONCLUSÕES</b> .....	<b>77</b>
<b>6 REFERÊNCIAS</b> .....	<b>83</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

As informações contábeis são utilizadas no mercado financeiro e de capitais como instrumento de tomada de decisões econômicas por parte dos usuários. Assim, argumenta-se que a demanda por reportes financeiros se justifica decorrente da assimetria informacional e dos conflitos de agência observados entre gestores e acionistas. No entanto, para que os ativos das companhias sejam devidamente mensurados, as demonstrações financeiras devem ser fidedignas, livres de erros e de tendências (LUNDHOLM, 1999; HEALY; PALEPU, 2001).

Os conflitos de agência decorrem do fato de que os gestores, dada a natureza dos indivíduos (automaximizadores, avaliadores, criativos e com desejos renováveis), a incompletude dos contratos e a flexibilidade das normas contábeis possibilitam a manipulação de informações das companhias em benefício próprio, expropriando recursos dos acionistas. A fim de mitigar tais conflitos e reduzir os custos contratuais inerentes, as empresas demandam possuir mecanismos de governança corporativa, tais como conselho administrativo, conselho fiscal, auditoria interna, auditoria externa e órgãos reguladores (JENSEN; MECKLING, 1976, 1994; KING; WAYMIRE, 1994; COHEN; KRISHNAMOORTHY; WRIGHT, 2004).

Porém, esses mecanismos, de forma isolada, não são suficientes para evitar que fraudes financeiras ocorram. Escândalos corporativos como os da Enron, World.com, entre outros, evidenciaram que um sistema de regulação e *enforcement* robusto são necessários, elevando os órgãos regulatórios a uma importância crítica para a integridade e o desenvolvimento do mercado financeiro. Esses órgãos, uma vez que atuam na adequação do funcionamento do mercado, agem com poder de polícia e impõem penalidades administrativas e judiciais como principais mecanismos punitivos, desempenhando, assim, seu papel regulatório (HOLTHAUSEN, 2009; YIU; XU; WAN, 2014).

Essa perspectiva contratual entre os usuários das demonstrações contábeis é reiterada quando se considera a separação entre propriedade e controle das companhias, conhecida como Teoria da Agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), essa separação transfere contratualmente o controle dos ativos das empresas a terceiros (gestores), pressupondo que

esse administrador terá a função principal de maximizar o valor da empresa e, conseqüentemente, dos acionistas (proprietários).

No entanto, mesmo que os agentes e principais estejam vinculados contratualmente, os agentes podem priorizar a maximização do seu próprio bem-estar em detrimento dos principais. Dessa forma, os *custos de agência* surgem quando os interesses entre os envolvidos estão fora de alinhamento, fazendo com que seja necessário que a entidade empregue recursos a fim de limitar as atividades irregulares do agente por conta das divergências de interesses (JENSEN, 1994). Assim, os mecanismos de controle dos agentes, além de incluir a adoção de meios de alinhamento de objetivos entre as partes, são utilizados de modo a mitigar esses conflitos de agência, fazendo com que as companhias envidem esforços para monitorar os contratos (formais ou informais) existentes entre os envolvidos, reduzindo a incidência de assimetria informacional entre os agentes e principais (COHEN, KRISHNAMOORTHY e WRIGTH, 2004).

A assimetria informacional se origina da diferença no nível de informações entre agentes e principais, quando estes, contratualmente, cedem a gestão dos recursos para os administradores (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2011). Desse modo, Healy e Palepu (2001) observam que, dado o papel da contabilidade de reduzir a assimetria informacional, as demonstrações que foram auditadas e/ou são monitoradas por órgãos reguladores tendem a apresentar maior credibilidade.

Isso se dá porque uma das premissas assumidas para o funcionamento do mercado de capitais consiste na Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM). De acordo com Fama (1970), a HEM afirma que o valor dos títulos da empresa é uma função de informações que são disponibilizadas para os usuários. Isso significa que o valor das empresas é resultado das evidenciações de informações disponíveis para o público em geral, na forma das demonstrações financeiras e outras fontes de informações (FAMA, 1970). Nesse contexto, existe uma pressão para que as divulgações das demonstrações financeiras ocorram de maneira apropriada, a fim de atender às necessidades de todo o conjunto de investidores. Dessa forma, as empresas listadas nos mercados financeiros e de capitais devem adaptar suas políticas de divulgação contábil para cumprir os requisitos das autoridades do mercado (DUMOTIER; RAFFOUNIER, 2002).

Dessa forma, ainda que o objetivo dos gestores sejam de maximizar o valor da companhia e o propósito dos órgãos reguladores sejam de, principalmente, garantir aos acionistas acerca das informações das firmas, existem mecanismos atribuídos às firmas e ao mercado no quesito de proteção dos acionistas perante as crescentes fraudes no mercado financeiro. Esta dissertação analisará três desses fatores, sendo eles: nível de governança das companhias, a classificação setorial na qual a companhia atua e o tipo de auditoria externa.

A justificativa desses três fatores se dá porque os mecanismos de governança corporativa consistem em uma série de ferramentas que asseguram o retorno dos investimentos aplicados na companhia investida, garantindo assim a proteção dos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Além disso, Beasley, Carcello, Hermanson e Lapedes (2000) verificaram que os tipos de fraudes variam entre os setores, mostrando diferenças nos comportamentos fraudulentos entre os segmentos das companhias. Por fim, considerando que a auditoria externa atua na avaliação de controles internos e na verificação das informações financeiras apresentadas pelas companhias, Firth, Mo e Wong (2005) afirmam que existe uma expectativa por parte dos stakeholders que os auditores atuem na redução de fraudes corporativas.

Em âmbito nacional, no sentido de garantir a verificação das informações corporativas, as empresas brasileiras de capital aberto são reguladas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que tem o propósito de zelar pelo funcionamento eficiente do mercado, “promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores” (CVM, 1977). Entre as suas prerrogativas, a autarquia é responsável por fiscalizar o mercado de capitais brasileiro, podendo, em certos casos, determinar o refazimento e republicação das demonstrações financeiras, garantindo a fidedignidade desses reportes financeiros.

No entanto, há uma discussão sobre os limites da responsabilidade dos *gatekeepers*, definido por Coffee Jr (2002) como “agentes intermediários que garantem a verificação e certificação dos serviços aos investidores”, uma vez que a elaboração das demonstrações financeiras é obrigação do administrador (DECHOW; GE; LARSON; SLOAN, 2011). A partir dessa condicionante, esses autores buscam explicar os motivos de os gestores e outros envolvidos fraudarem os relatórios financeiros das empresas, incluindo os casos de republicações, tendo em vista que o fato de republicar a demonstração contábil indica erro (intencional ou não) nos reportes financeiros.

Esse assunto ganhou maior importância a partir da adoção norte-americana e sua lei Sarbanes-Oxley, também conhecida como SOX. Um dos principais objetivos da SOX, sancionada em 2002, foi restaurar a confiança dos investidores, afligida pelas fraudes financeiras da Enron e WorldCom, entre outras. Assim, a SOX surgiu de uma mobilização com objetivo de reduzir trágicos efeitos das fraudes testemunhadas pela população, aumentando o custo de litígio e o nível de governança corporativa (CHAN; LEE; SEOW, 2008; MENDONÇA; COSTA; GALDI; FUNCHAL, 2010).

Desse modo, a fim de reduzir a ocorrência de escândalos, órgãos reguladores assumem a responsabilidade de monitoramento do mercado com objetivo de proteger os *stakeholders* de falhas e conflitos existentes entre as partes (companhia, gestores, investidores, reguladores). Assim, tendo em vista que o papel protetivo da CVM é de grande importância no mercado financeiro, principalmente devido ao monitoramento das relações entre os envolvidos e o monitoramento a fim de manter um mercado eficiente. Desta forma, a autarquia, representando o órgão regulador brasileiro, é uma das principais peças em verificar a fidedignidade das demonstrações contábeis e, percebendo que estas contêm erros ou manipulações, determinar o refazimento e republicação das mesmas, evitando assim a possibilidade de ocorrências de falhas corporativas e expropriações dos acionistas (CURRIE, 2006; DECHOW *et al*, 2011; CLARKE; DEAN, 2014).

## 1.2 PROBLEMA

Diante desse contexto, a presente dissertação procurou responder à seguinte pergunta: **Quais os motivos que levaram a CVM a julgar irregularidades nas companhias abertas brasileiras entre os anos de 2008 a 2018?**

## 1.3 OBJETIVOS

### 1.3.1 Geral

Identificar os motivos e punições de irregularidades observadas nos Processos Sancionadores Administrativos abertos pela CVM nos anos de 2008 a 2018, assim como os motivos de republicações no mesmo período, analisando características da firma e do mercado na qual ela está inserida.

### **1.3.2 Específicos**

Os objetivos específicos são:

1. Analisar os processos julgados pela CVM contra as companhias de capital aberto no período de 2008 a 2018, identificando a natureza, motivações e características desses julgamentos pela autarquia;
2. Analisar as motivações das republicações das demonstrações contábeis das empresas listadas no mercado de capitais brasileiros;
3. Verificar se existem associações entre os PAS e as republicações com características institucionais das empresas (tipo de auditor, nível de governança corporativa e setor na qual a companhia atua);
4. Verificar possíveis associações entre as republicações das demonstrações contábeis com as ocorrências de PAS instaurados pela CVM, analisando quando ambos desses fatores foram decorrentes de irregularidades contábeis.

### **1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA**

Tendo em vista que as republicações das demonstrações contábeis podem ser vistas como indicativos de que alguma impropriedade (ou erro) ocorreu, a qualidade informacional desses reportes pode resultar em uma maior assimetria informacional entre os *players* do mercado financeiro, principalmente pelo fato de que essas republicações podem ser oriundas de dados omissos pelos gestores, ou ainda erros que foram posteriormente corrigidos (LAND, 2010; MARQUES, 2016). Independentemente se as republicações serem de fato omissões desses dados, algum elemento que prejudicava a interpretação foi deixado de ser evidenciado ao mercado, influenciando negativamente na qualidade informacional das demonstrações (DI

PIETRA, MCLEAY; RONEN, 2014). Além disso, esse tipo de retificação das demonstrações financeiras tem sido mais frequente, devido a características oportunistas dos agentes, incorrendo, assim, em práticas fraudulentas perante o mercado financeiro (WU, 2002).

Em linha contínua, esta dissertação analisa a atuação da Comissão de Valores Mobiliários no mercado de capitais brasileiro, visto que a prioridade dos órgãos reguladores é proteção dos acionistas, sejam eles atuais ou potenciais. Dessa forma, os mecanismos utilizados pela CVM precisam ser confiáveis e vistos com credibilidade aos olhos dos *stakeholders*, dado que a Hipótese de Eficiência de Mercado corrobora para a compreensão de que o valor da firma está diretamente ligado à divulgação de informativos da companhia, indicando, portanto, que o valor da companhia pode diminuir quando há alguma revelação de comportamento oportunista por parte dos gestores representantes (STULZ, 2009; LISIC; SILVERI; SONG; WANG, 2015).

De modo complementar, ao pesquisar os trabalhos em português no sítio eletrônico *Google Scholar* relacionados ao termo “*enforcement* contábil”, encontram-se 3.070 resultados, sendo que esse assunto tem sido abordado mais frequentemente. No período de 2001 a 2009, estão disponíveis 637 trabalhos relacionados ao tema, enquanto que, entre 2010 e 2018, esse número aumenta para 2.270 pesquisas.

No entanto, como ainda existe uma lacuna no que se refere às republicações das demonstrações contábeis e sua relação com os problemas contábeis identificados pela CVM nos seus Processos Administrativos Sancionadores, este trabalho prioriza: (i) a análise das republicações das demonstrações financeiras; (ii) avaliar os motivos que levaram a CVM a instaurar processos contra as companhias, visto que é a autarquia responsável pela fiscalização das companhias de capital aberto; e (iii) verificar associação entre as irregularidades contábeis nas demonstrações contábeis com as práticas fraudulentas identificadas pela CVM em seus PAS.

Dessa forma, esta dissertação é relevante por categorizar os motivos de republicações, uma vez que podem ser casos de erros intencionais que possam vir a prejudicar os *stakeholders*, associando os casos de republicações com as ocorrências de PAS julgados pela CVM. Assim, estuda o impacto dos refazimentos de reportes financeiros com possíveis aberturas de

processos pela autarquia reguladora do mercado de capitais brasileiro, procurando contribuir para o melhor trabalho de auditores, contadores, gestores e reguladores do mercado financeiro, bem como os demais usuários das demonstrações financeiras. Isso se dá porque as informações reveladas ao mercado devem ser fidedignas e de qualidade, lembrando que as punições da CVM procuram servir como um fator inibitório em relação a futuras práticas fraudulentas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E O COMPORTAMENTO OPORTUNISTA DOS AGENTES ECONÔMICOS

A relação entre os gestores e os acionistas é proporcionada pelos contratos existentes entre as partes. Esses contratos são baseados na separação entre propriedade e controle da entidade, tendo como objetivo principal a maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, dos acionistas (BROWN; BEEKES; VERHOEVEN, 2011). Apesar de essa relação ter um objetivo definido, a delegação de funções proporciona um problema conhecido como conflito de agência. Isso se dá porque o principal (acionista) contrata o agente (gestor) sob a premissa de que esse aja em benefício da empresa, gerando, assim, retornos pelo capital empregado pelos investidores. No entanto, o caráter oportunista dos indivíduos, a incompletude dos contratos e as flexibilidades das normas contábeis podem fazer com que esses gestores manipulem as informações financeiras, caracterizando expropriações dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976, 1994; KING; WAYMIRE, 1994; COHEN; KRISHNAMOORTHY; WRIGHT, 2004).

Isso é confirmado no âmbito corporativo, visto que a figura do proprietário da empresa é representada por inúmeros acionistas, enquanto sua gestão é feita por um administrador. Com efeito, discute-se na literatura contábil que a separação de propriedade, assim como os contratos (formais e informais) mencionados, incorpora um fenômeno conhecido como assimetria informacional. Scott (2015) afirma que esse fenômeno é um tema unificador, que reconhece formalmente que algumas partes das transações comerciais podem ter uma vantagem de informação sobre as outras, podendo executar ações não são observáveis para outras pessoas envolvidas. Dessa forma, a assimetria informacional pode gerar problemas relacionados ao risco moral e à seleção adversa.

O termo "risco moral" geralmente é definido por uma ação oculta posterior ao contrato entre os envolvidos. Por exemplo, após determinado contrato, agentes podem se esquivar de tarefas, consumirem privilégios, participar de atividades de entrincheiramento ou evitar projetos arriscados, mas lucrativos, à custa de investidores externos que não conseguem monitorar o comportamento dos agentes internos (ROBERTS, 2015).

Por sua vez, a seleção adversa diz respeito a um tipo de assimetria informacional em que determinada(s) parte(s) de uma transação possui vantagens informacionais em relação a outrem. Dessa forma, esse contrato pode gerar dúvidas a respeito de sua confiabilidade, uma vez que uma parte detém mais informações do que a outra da operação (HOLMSTROM, 1982). O clássico exemplo de seleção adversa é apresentado por Akerlof (1970) no mercado de carros usados. De acordo com o autor, todas as informações dos veículos comercializados são conhecidas somente pelos donos desses ativos, de forma que o possível comprador tem somente parte das informações. Assim, fica prejudicada a avaliação do veículo pela parte interessada, tendo em vista que o vendedor pode omitir determinadas informações para concretizar a transação do bem negociado.

Aprofundando a questão, Jensen e Meckling (1994) afirmam que as pessoas são, em geral, habilidosas, autointeressadas, maximizadoras, mas que rejeitam a noção de que elas estejam interessadas somente em questões financeiras. Isso se dá porque, segundo os autores, os agentes econômicos se propõem a fazer certas trocas e substituições por coisas que almejam. Isso implica que os conflitos de agência estão relacionados à natureza dos indivíduos. Os autores apresentam, ainda, um modelo comportamental que assume que os indivíduos: i) são avaliadores; ii) possuem desejos ilimitados; iii) são maximizadores; e iv) são criativos.

São **avaliadores** no aspecto de que todos os indivíduos se importam com diversas variáveis, tais quais: o ambiente em que vive, sua honra, conhecimento, entre outras. Além disso, essas pessoas estão sempre dispostas a negociar a fim de conseguirem algo que desejam. De modo complementar, **possuem desejos ilimitados**, procurando maiores quantidades das coisas que desejam. Entretanto, considera-se que não podem ser saciadas, porque a satisfação de uma necessidade inicial será acompanhada de um novo desejo. Indivíduos também são apresentados como **maximizadores**, agindo de forma a desfrutar do máximo valor disponível das coisas. No entanto, esses indivíduos são restritos em questões de riqueza, de tempo e pelos limites dos próprios conhecimentos. Assim, suas escolhas são refletidas nos custos que se fizeram necessários para que esses conhecimentos (ou informações necessárias) fossem adquiridos. Por fim, as pessoas são **criativas**, sendo capazes de prever as mudanças em seus ambientes, antecipando determinadas consequências e aproveitando novas oportunidades.

Assim, esses indivíduos se envolvem em projetos engenhosos e criativos, possibilitando suas oportunidades de diversas maneiras (JENSEN; MECKLING, 1994).

De acordo com o discutido até o momento, os agentes podem agir em benefício próprio e resultar em expropriação de investidores. Tais expropriações dos acionistas podem ser exemplificadas por casos de esquemas de pirâmides (em que os gestores simplesmente fogem com o dinheiro dos investidores aplicado na companhia), criação de uma empresa a fim de transferir recursos de companhia gerenciada, entre outros mecanismos e ferramentas diversas, fazendo valer a criatividade dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1994; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Uma forma de combater o caráter oportunista dos agentes trata-se do monitoramento dos administradores. Nesse contexto, espera-se que esse tipo de monitoramento tenha uma influência direta na sua condução dos trabalhos, de forma que os gestores que enfrentam maiores pressões avaliativas de monitoramento sejam menos propensos a decisões oportunistas, também sendo menos propensos a experimentar ou tomar decisões arriscadas, preferindo a certeza de seguir diretrizes explícitas (CAMPBELL; EPSTEIN; MARTINEZ-JEREZ, 2011).

Segundo Beatty e Harris (1999), os gestores podem se utilizar das lacunas e da subjetividade contábil com o intuito de alterar determinados resultados corporativos. Esse fenômeno é conhecido como *gerenciamento de resultados*, que é definido pelo julgamento e decisão dos gestores em alterar deliberadamente os resultados apresentados nos relatórios financeiros, influenciando na decisão a ser tomada pelos *stakeholders* (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

De maneira complementar, Healy, Palepu e Bernard (2000) afirmam que as práticas de gerenciamento de resultados distorcem os relatórios financeiros, fazendo com que as informações neles contidas percam valor perante os usuários externos. Ball (2009) aprofunda o debate de gerenciamento de resultados focando no estudo de relatórios financeiros negligentes e/ou fraudulentos. Justifica tal abordagem afirmando que, quando há casos comprovados de fraudes, existe um “fato” institucional, diferente de uma estimativa acadêmica passível de erros (aduzindo aos gerenciamentos de resultados). Por fim, o autor

afirma ainda que as denúncias de negligência e fraudes demonstram ter efeitos adversos substanciais sobre os valores das companhias.

Beasley (1996) define fraude dos relatórios financeiros em duas tipologias. A primeira diz respeito às ocorrências nas quais os gestores intencionalmente emitem informações enganosas nas demonstrações financeiras. Já o segundo tipo inclui ocorrências de desvios de ativos da companhia pela alta administração (presidentes, vice-presidentes, diretor executivo, diretor financeiro, tesoureiro, entre outros).

Ainda nesse contexto, estudos comprovam a perda de valores de mercado das companhias que tiveram ocorrência de fraudes ou condutas irregulares por parte de seus gestores. Além disso, em decorrência de uma maior atuação regulatória constatada pela SEC nos Estados Unidos, observou-se uma alteração acerca das penalidades para casos de deturpação financeira, indicando que a regulação influencia na mitigação de tais comportamentos oportunistas dos gestores (AMIRAM; BOZANIC; COX; DUPONT; KARPOFF; SLOAN, 2018).

No que se refere às fraudes financeiras observadas no mercado, Ball (2009) afirma que elas compartilham de três propriedades: i) inabilidade de atingir expectativas desempenho; ii) custos pessoais por não atingir resultados esperados; e iii) capacidade de convencer sobre melhores resultados futuros.

A primeira propriedade diz respeito à inabilidade de atingir expectativas de desempenho por parte da gestão, surge devido à divulgação de resultados positivos como um incentivo existente para que as companhias mantenham um alto preço das ações. Nesse contexto, afirma-se que os gestores que distorcem as demonstrações financeiras estão particularmente preocupados com a manutenção de um elevado preço das ações, explicado pela hipótese de que, se a empresa precisar arrecadar recursos financeiros para financiamento de suas operações futuras, ações com preços elevados irão reduzir o custo de capital (DECHOW *et al.*, 2011).

A segunda propriedade trata do envolvimento direto dos administradores nas fraudes financeiras, indicando que esse envolvimento fraudulento pode trazer custos – pecuniários ou não pecuniários. Dessa forma, gestores que estão envolvidos em práticas fraudulentas de transações de informações privilegiadas, ocultação de remuneração ou até mesmo

expropriação podem ter sua imagem vinculada à imprensa. Assim, além da possibilidade de punição por parte de órgãos regulatórios nas formas pecuniárias (multa), pode ser que sua reputação também seja prejudicada, incorrendo em custos não pecuniários (advertência ou demissão da companhia) (MILLER, 2006).

Por fim, a terceira propriedade expõe acerca da uma capacidade que o gestor tem de convencer-se de que o desempenho real da companhia irá melhorar em breve. Desse modo, quando os gestores enfrentam um baixo desempenho com expectativas de melhoras nos resultados nos próximos fluxos, eles têm um incentivo para aumentar os lucros da companhia de maneira discricionária. Dessa forma, ao manipular os lucros que eram esperados em um momento posterior, o gestor se convence de que o resultado futuro será satisfatório. Essa prática é justificada para que o cargo ocupado pelos gestores seja mantido, além de evitar elevações do custo de capital e manter a confiança dos *stakeholders* (BEYER; NABAR; RAPLEY, 2018).

Nesse contexto, a fim de evitar esse tipo de ocorrência, a companhia adota mecanismos de governança corporativa para proteger os acionistas de uma possível expropriação dos agentes internos. Essa preocupação protetiva é relevante, uma vez que a fraude financeira é uma realidade crescente e extensiva (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2000). Os mecanismos de governança corporativa são definidos por Shleifer e Vishny (1997) como uma série de ferramentas que asseguram o retorno dos investimentos aplicados na companhia investida, garantindo proteção aos acionistas. De forma complementar, Brickley, Smith e Zimmerman (2015) definem esses instrumentos como um termo popular usado para descrever a estrutura organizacional no topo de uma corporação.

Zingales (1997), por sua vez, afirma que o termo governança corporativa significa o exercício de autoridade, direção e controle. O autor afirma que esse instrumento deveria existir para majorar os incentivos que agregam valores à empresa, além de minimizar a ineficiência de negociações observadas. No cenário corporativo, busca-se adotar mecanismos de governança corporativa a fim de mitigar três tipos de conflitos de agência: i) expropriação dos acionistas por parte do gestor; ii) expropriação de acionistas minoritários contra um acionista majoritário; e iii) expropriação dos credores por parte dos acionistas (MARTYNOVA; RENNEBOOG, 2011).

Segundo Brickley *et al.* (2015), os sistemas de governança são analisados sob a perspectiva de três objetivos, visando à criação de valor para a companhia: i) motivação de decisões que maximizam o valor; ii) proteção de ativos contra aquisição, uso ou alienação de forma não autorizada; e iii) produção e evidenciação de demonstrações contábeis que atendam aos requisitos legais.

De forma a reduzir erros intencionais ou não intencionais em relação às informações dispostas no mercado, adotam-se mecanismos de controle para que haja maior probabilidade de detecção desses equívocos. Esses controles, por sua vez, podem resultar em detectar e corrigir os erros não intencionais antes que as demonstrações financeiras sejam disponibilizadas ao público. No que se refere aos erros intencionais, a majoração da possibilidade de detecção aumenta também o grau de deturpação do relatório, uma vez que a detecção de erro intencional reduz o valor de mercado do administrador (DEFOND; JIAMBALVO, 1991).

Em decorrência desses desvios entre os agentes participantes do mercado, ressalta-se a importância dos *gatekeepers* para um aperfeiçoamento do funcionamento do mercado de capitais, visto que são vistos como agentes que atestam a credibilidade desse mesmo mercado. Entre esses *gatekeepers*, menciona-se a auditoria externa. Nesse contexto, a auditoria é vista como um mecanismo de governança corporativa e tem também o intuito de reduzir a assimetria informacional. Isso se dá em parte por conta do princípio contábil de conservadorismo. Esse princípio refere-se às escolhas contábeis que impliquem em menores valores para os ativos e maiores valores para os passivos. Esta prática contábil pode ajudar a mitigar os problemas causados pelo risco moral (CHANG; HILARY; KANG; ZHANG, 2015).

DeFond e Jiambalvo (1991) compararam os erros contábeis quando as companhias são auditadas por firmas maiores e firmas menores de auditoria, verificando, assim, que a incidência de erros contábeis está presente em menor grau quando tal companhia é auditada por maiores empresas de auditoria. Na época em que o estudo foi conduzido, oito firmas elencavam o posto de maiores firmas de auditoria. Atualmente, essa classificação é chamada de *Big Four*, ou seja, é formada por quatro empresas: Deloitte ToucheTohmatsu, KPMG, Pricewaterhousecoopers e Ernst & Young.

Nessa perspectiva, o profissional de auditoria é visto como um dos responsáveis por garantir uma informação fidedigna ao mercado. Firth, Mo e Wong (2005) apontam que existe uma expectativa por parte dos usuários das demonstrações contábeis (investidores, órgãos reguladores e outros interessados) de que o auditor, durante o seu trabalho de verificação da conformidade dos relatórios financeiros, identifique a ocorrência de alguma fraude desses relatórios.

Quando analisa as fraudes contábeis e os escândalos corporativos, Ball (2009) sugere que exista um grau de culpabilidade na sutil mudança na relação entre o auditor e a companhia auditada. O autor afirma que essa relação é intrinsecamente incomum porque o auditor é responsável por certificar as informações para um público geral, ao mesmo tempo em que é contratado por partes com interesses específicos – nesse caso, pela companhia que deseja que o auditor apresente parecer favorável aos relatórios financeiros apresentados pela companhia.

Para tanto, a fim de garantir a qualidade da informação disponibilizada, os órgãos reguladores internacionais e nacionais promulgam normas de auditoria com o objetivo da manutenção da credibilidade dos reportes financeiros, caracterizando medidas de *enforcement*. Nesse contexto, esses órgãos normativos agem no sentido de aprimorar o trabalho de auditoria, garantindo o funcionamento dos mercados financeiros (FEROZ; PARK; PASTENA, 1991). Percebe-se que as orientações dos órgãos reguladores têm o objetivo de ajudar na fundamentação do trabalho de contabilidade, garantindo o cumprimento do trabalho de auditoria externa e a sua relação de transparência junto ao mercado. Entre os objetivos norteados, está a obtenção de uma segurança razoável de que os relatórios contábeis apresentados pelas companhias estejam livres de distorção relevante, independente se causada por fraude ou erro. Além disso, procuram orientar o auditor na comunicação dos procedimentos exigidos pela profissão, assim como na comunicação de opiniões a respeito das demonstrações contábeis (ARENS; BEASLEY; ELDER; HOGAN, 2016).

## 2.2 IMPORTÂNCIA DA REGULAÇÃO PARA O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Os órgãos reguladores dos mercados de capitais são vistos como autoridades centrais que criam e interpretam regras de divulgação das demonstrações financeiras, monitorando o

cumprimento das normas impostas e, quando necessário, aplicando penalidades por desvios dessas regras. Os regulamentos impostos estipulam que as empresas e, portanto, os administradores e conselheiros das companhias, forneçam informações aos investidores por meio das demonstrações contábeis e de documentos complementares, amparado na Hipótese de Eficiência de Mercado, que apresenta a ideia de que o valor dos títulos das companhias é definido pelo conjunto de informações disponíveis no mercado (FAMA, 1970; SALOTTI; YAMAMOTO, 2008; LEUZ; WYSOCKI, 2016).

No contexto do mercado financeiro e de capitais, os atos regulatórios das demonstrações financeiras são definidos como uma série de regras que foram desenvolvidas por entidades competentes a fim de controlar a maneira como os relatórios contábeis são apresentados, além de restringir certas escolhas contábeis pelos agentes (DEEGAN; UNERMAN, 2011). Assim, as reformas regulatórias são norteadas em aumentar a transparência dos relatórios, exigindo que as companhias divulguem informações adicionais. Isso se fundamenta no argumento de que, ao disponibilizar as informações financeiras e seus relatórios complementares aos usuários, permite que as companhias possam alocar seus recursos de forma mais eficiente e diminuir a assimetria informacional entre os envolvidos (KURLAT; VELDKAMP, 2015).

No cenário americano, por exemplo, com a adoção da SOX, comprovou-se empiricamente que houve um fortalecimento do papel de monitoramento do comitê de auditoria. De acordo com a opinião da maioria dos diretores das companhias estadunidenses, apesar de gerar maiores custos de *enforcement*, a SOX impactou de forma positiva em relação à qualidade dos relatórios contábeis. Assim, essa mudança legal e regulatória na qualidade da informação financeira pode ser indiretamente apoiada pelo declínio nas principais fraudes desde a adoção da lei (COHEN; HAYES; KRISHNAMOORTHY; MONROE; WRIGTH, 2013).

Além dessas prerrogativas, o objetivo da regulação também se concentra na redução de divulgações vistas como relevantes somente na perspectiva de determinados usuários. Isso é justificado porque tanto as companhias quanto os usuários das informações contábeis percebem a existência de atividades ou relatórios que são evidenciados de forma restrita. Essa abordagem aumenta a compreensão de como os órgãos regulatórios podem intervir na divulgação seletiva de informações, protegendo os *stakeholders* e examinando seu impacto

nas atividades e políticas corporativas de divulgação (CAPLAN; JANVRIN; KURTENBACH, 2006).

De forma complementar, outro exemplo em que a regulação é apresentada como um mecanismo que mitiga os conflitos de agência está na abordagem de Bradshaw (2009), em que o autor afirma que a atuação regulatória efetiva faz com que os analistas de mercado terão suas recomendações menos tendenciosas. Dessa forma, o autor apresenta que a associação entre as recomendações dos analistas e as previsões de resultados foi alterada, evidenciando a significância do papel regulatório no mercado.

A literatura político-econômica apresenta os órgãos reguladores na perspectiva “do interesse público” em relação aos crimes financeiros. Nela, os órgãos reguladores são apresentados como “escritórios públicos” que garantem o melhor interesse dos *stakeholders*, visto que prioriza uma antecipação das resoluções dos conflitos de agência entre os participantes do mercado, resultando na prevenção de comportamentos prejudiciais ao mercado. No entanto, dado a limitação desses órgãos, sabe-se que, no caso de exames e julgamentos de ocorrências fraudulentas já ocorridas, o órgão regulador deve detectar e corrigir esses erros, evitando futuros incidentes criminosos (HAIL; TAHOUN; WANG, 2018).

Tendo ciência das limitações dos órgãos reguladores, assim como de seus agentes de mecanismos de governança corporativa, os efeitos de possíveis mudanças regulatórias dependem da devida regulação e da participação das instituições existentes, necessitando, para isso, de “complementos institucionais” apresentados, como: auditorias, agências de supervisão e recursos legais (LEUZ; WYSOCKI, 2016).

Esses complementos também têm o objetivo de minimizar os danos dos atuais excessos corporativos. Di Pietra, Gebhard, McLeay e Ronen (2014) afirmam que uma das reações desses abusos (refletidos nos escândalos financeiros) foi a promulgação de novas regulações sobre responsabilidade e governança corporativa, levantando um debate a respeito da resolução desses problemas enfrentados pelos mercados. No entanto, os autores argumentam que esses escândalos evidenciaram uma contabilidade que apresentava seus relatórios de forma pouco significativa, provocando uma reavaliação acerca de métodos contábeis divergentes, contribuindo para tornar legítimas as práticas de regulação contábil.

Os métodos e mecanismos de mensuração contábeis são relevantes porque na hipótese de uma precificação incorreta dos títulos e das empresas, o resultado seria que muitos indivíduos iriam parar de investir, reduzindo a disponibilidades dos fundos em expandir as companhias (FIRTH, 1977).

No sentido de analisar o caráter punitivo dos órgãos regulatórios, D'Acunto, Weber e Xie (2018) afirmam que, quando um órgão regulador pune uma companhia, ele está indiretamente influenciando o comportamento (dos gestores) de outras empresas. Assim, esses autores enxergam tal acontecimento como um bom aproveitamento dos custos de monitoramento por parte dos órgãos regulatórios, uma vez que a punição de uma companhia diminui a intenção de outros gestores de cometer os mesmos atos que foram passíveis de penalidades nas empresas observadas.

No que diz respeito à presença dos órgãos regulatórios e sua atuação punitiva, existem punições monetárias e não monetárias de administradores condenados por manipular as demonstrações. Dessa forma, os gestores que são flagrados deturpando as demonstrações financeiras geralmente são demitidos e perdem riqueza por meio de suas participações na empresa. Além disso, podem ser impostas penalidades adicionais a muitos desses gestores, incluindo multas, penalidades criminais e sanções não monetárias, como a proibição de atividades em conselhos e diretorias (KARPOFF; LEE; MARTIN, 2008).

Para evitar esse tipo de ocorrência, os mecanismos de governança corporativa são apresentados como meios relevantes para mitigar os conflitos de agência entre as partes envolvidas no mercado, de modo que aproxima os interesses entre esses *players* (NASCIMENTO; ANGOTTI; MACEDO; BORTOLON, 2018). Entre esses mecanismos, aponta-se a presença de diretores independentes, comitês de auditoria, conselhos administrativos e fiscais, além de uma estrita relação com critérios de regulação e *enforcement* junto ao mercado de capitais.

Em relação à classificação dos níveis de governança corporativa no cenário brasileiro, a adesão das companhias nos níveis diferenciados na [B]<sup>3</sup> diferencia-se pelo grau de compromisso firmado entre os órgãos reguladores e a sua relação perante o mercado. No cenário brasileiro, os níveis diferenciados são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As firmas

que se comprometeram a assumir o Nível 1 de GC são obrigadas a oferecer uma série de melhorias nas apresentações de suas informações financeiras, bem como promover uma dispersão no seu controle acionário. Já as companhias inseridas no Nível 2 são obrigadas a apresentar as mesmas exigências das empresas do Nível 1, além de priorizar e ampliar os direitos dos acionistas minoritários. Por fim, as companhias do Novo Mercado apresentam exigências que estão além das garantidas pela legislação brasileira, com o intuito de aumentar os direitos dos acionistas e melhorar a qualidade informacional das companhias inseridas nesse segmento (SCALZER; ALMEIDA; COSTA, 2008).

### 2.3 O PAPEL DA CVM NO MERCADO BRASILEIRO: COMPETÊNCIAS E LIMITES DE SUA ATUAÇÃO

A CVM – Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei 6.385/1976, que, entre outras determinações, estabelece as competências e os limites de atuação desse órgão. De acordo com a legislação, a CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda. Além disso, tem personalidade jurídica e patrimônio próprios, possuindo autoridade administrativa independente, a fim de garantir a ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes. Nesses termos, a CVM tem finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários.

Tendo em vista que a própria existência dos mercados sugere a emissão e distribuição de valores mobiliários do mercado, com funcionamento feito por meio das Bolsas de Valores, é importante salientar que a Lei 6.385/1976 descreve esses valores mobiliários, de forma a auxiliar na compreensão da atuação da CVM. São eles:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Observa-se, portanto, que a CVM tem competência de regular o mercado, instituindo normas a fim de que as empresas listadas nos mercados se adéquem aos padrões exigidos pela autarquia. No que tange à expedição de normas advindas, a CVM pode exigir que as companhias se constituam sob a forma de sociedade anônima, determinar que as entidades apresentem suas demonstrações contábeis e documentos relacionados auditados por um auditor independente registrado na CVM, e também estabelecer padrões que devem ser adotados pelas companhias em relação aos seus títulos ou contratos de investimentos negociados, além da possibilidade de recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a padrões estabelecidos (Lei 6385/1976). O Quadro 1 apresenta as competências da Comissão.

**Quadro 1 - Competências da CVM**

<b>Regulamentação</b>	Do mercado mobiliário, observando as políticas definidas pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias previstas nas Leis 6385/76 e 6404/76.
<b>Administração</b>	Dos registros instituídos pela Lei 6385/76.
<b>Fiscalização</b>	Permanente das atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários, assim como a veiculação de informações do mercado, das pessoas que dele participem e dos valores negociados.
<b>Orientação</b>	Ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado.
<b>Fiscalizar e inspecionar</b>	As companhias abertas, dando prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

**Fonte:**Elaborado a partir da Lei 6.385/76.

Regulando o mercado de capitais brasileiro segundo a instituição das Leis 6.404/1976 e 6.385/1976, a CVM deve fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços oriundos das empresas participantes do mercado de capitais, prezando pela disponibilização das informações contábeis dessas empresas.

Sarno (2006) investiga os esforços da CVM em relação à qualidade das informações repassadas aos *stakeholders*. Segundo a autora:

“Esforços normativos e de monitoramento da CVM foram promovidos no sentido de melhorar a qualidade, reduzir a inadimplência no cumprimento das exigências de prestação de informações, ampliar o acesso do público às informações das empresas, além de ter regulamentado a divulgação de fato relevante e a coibição da prática de negociação com base em informação privilegiada.”

Para tanto, a CVM dispõe de fundamentos essenciais para a eficiente regulação do mercado financeiro, evidenciados abaixo no Quadro 2:

**Quadro 2 - Fundamentos para regulação do mercado de acordo com a CVM**

<b>Interesse público</b>	A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é essencial para o investimento e o crescimento das unidades econômicas e da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.
<b>Confiabilidade</b>	A existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus participantes depositam no sistema. A regulação deve criar uma base de confiança que assegure ao investidor a atuar no mercado, incorrendo somente em riscos inerentes ao negócio.
<b>Eficiência do Mercado</b>	O direcionamento dos recursos mais adequados às expectativas resulta em um melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos corresponde aos interesses das companhias e dos investidores, podendo ser alcançados os objetivos: eficiência alocacional e operacional.
<b>Competitividade</b>	A eficiência é regida pelo grau de competição entre os participantes do mercado. Portanto, a regulação tem que se manter sempre atenta a esse fundamento, evitando ações que possam inibir a competitividade e assegurando que ela se dê de forma sadia.
<b>Mercado Livre</b>	A liberdade de atuação no mercado e de acesso aos seus mecanismos é condição prévia de existência de um mercado. No âmbito regulatório devem estar presentes o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.
<b>Autorregulação</b>	A CVM pode delegar determinadas atividades no mercado mobiliário, evitando a centralização excessiva da autarquia. A autorregulação fundamenta-se nos seguintes pressupostos: i) altos custos de centralização; ii) determinadas entidades autorreguladoras podem dispor de maior sensibilidade regulatória; e iii) a elaboração e o estabelecimento de normas por outras entidades responsáveis aumentam o grau de aceitação dessas normas.

Fonte: Elaborado a partir de CVM (2014).

De maneira complementar às suas atribuições, a CVM possui o poder normativo e o poder punitivo. O poder normativo permite a regulação dos agentes participantes do mercado, enquanto o poder punitivo permite a punição de quem descumpre as normas regidas pela autarquia.

Devido à prerrogativa instituída pela Lei 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas que regulam o mercado, assim das resoluções e de outras normas legais:

I - advertência;

II - multa;

[...] (revogado)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Nesse contexto, a Lei 6.404/76 prevê que, caso a CVM identifique falhas e/ou erros materiais nas demonstrações contábeis, a Comissão pode requerer a republicação desses relatórios com as devidas correções. De maneira complementar, de acordo com Salotti e Yamamoto (2008), a divulgação dessas informações pode ter duas formas: voluntária ou compulsória. As divulgações voluntárias têm características proativas da empresa e comumente advêm de algum benefício ou necessidade dos gestores. As divulgações compulsórias, por sua vez, provêm de ações reativas, obrigando a empresa a reapresentar as demonstrações contábeis, conforme reza a Instrução CVM nº. 202/1993.

## 2.4 ESTUDOS ANTERIORES

Os escândalos corporativos observados no início dos anos 2000 tiveram diversas mudanças legislativas e regulatórias como respostas (YU, 2013). No entanto, mesmo depois de diversos anos da promulgação da SOX e adoções internacionais que tentam frear esse tipo de escândalo, fraudes financeiras ainda parecem dominar as notícias de negócios espalhados pelo mundo (YOUNG; PENG, 2013).

No contexto das republicações das demonstrações contábeis, Land (2010) afirma que esses refazimentos geralmente são acompanhados de más notícias, tais como lucros sendo reapresentados como prejuízos, alterações das receitas e outras irregularidades contábeis, podendo resultar em fraudes financeiras. Nesse sentido, a autora procurou responder se as incidências de republicações resultavam em mudanças dos administradores executivos. Avaliou 230 firmas que tiveram suas receitas alteradas nas republicações, indicando, em seus resultados, que certos erros contábeis nos refazimentos aumentam a tendência de os CEOs serem demitidos.

De forma complementar, Juric, O'Connell, Rankin e Birt (2018) procuraram preencher uma lacuna de *enforcement* na pesquisa da punição da classe profissional dos contadores individuais, examinando inicialmente 2147 processos da SEC relativos aos profissionais de contabilidade. Após ter reduzido a amostra em 262 processos, concluíram que as principais violações dos contadores dizem respeito à superavaliação de lucro, receita ou ganhos da companhia. Ademais, alegam que contadores corporativos em geral são mais propensos a se engajar em conduta deliberada e intencional, muitas vezes associada com conluio com outros envolvidos em esquemas fraudulentos, geralmente com objetivo de atender às expectativas dos analistas.

No que diz respeito à interação do mercado com os auditores independentes, Kedia, Khan e Rajgopal (2017) investigaram a eficácia regulatória em relação aos auditores entre os anos de 1996 e 2009, tendo uma amostra de 533 ações da SEC contra empresas de auditoria que supostamente estiveram envolvidas em falsas declarações contábeis nos relatórios financeiros. Os autores concluem que a agência reguladora norte-americana pune muito pouco as grandes empresas de auditoria. No entanto, quando essa punição ocorre, as multas das grandes empresas de auditoria são menores, reiterando que os esforços dos auditores (ou falta desses esforços) em sinalizar preocupações acerca dos relatórios financeiros têm o potencial de abalar a confiança no mercado de capitais.

Peasnell, Pope e Young (2005) investigaram se a presença de diretores independentes influencia a incidência do comportamento dos gestores. Para isso, analisam se a prática de gerenciamento de resultados depende do comitê de monitoramento dos gestores. Os autores concluem que a tendência dos gestores em gerenciar maiores resultados, com o intuito de

evitar divulgação de perdas e/ou quedas de receitas, é negativamente relacionada à proporção de diretores independentes nesses comitês. Esse resultado sugere que a presença de diretores contribui para uma melhoria na fidedignidade das informações financeiras.

De forma a descobrir os fatores associados a litígios relacionados às republicações dos relatórios financeiros contra o Comitê de Auditoria (CA) e seus membros, Hogan, Schmidt e Thompson (2015) usam uma amostra de processos referentes às republicações das demonstrações contábeis durante o período de 1999-2012, encontrando evidências que sugerem que o risco de litígios aumentou no período pós-SOX para membros do CA. Ademais, os autores aduzem que os membros do CA tenham maior probabilidade de serem nomeados como réus em litígios de ação coletiva quando comparados aos conselheiros independentes.

Wu (2002) afirma que, embora as republicações dos demonstrativos contábeis não sejam um fenômeno novo, o número de refazimento desses relatórios tem crescido devido a práticas contábeis agressivas, irregularidades contábeis ou fraudes contábeis. Usando dados coletados entre 1977 e 2001, o estudo evidencia que a qualidade dos ganhos percebidos pelos investidores se deteriora após o anúncio de republicação, o que implica dizer que os investidores perdem a confiança em companhias que tiveram suas demonstrações republicadas.

De modo a analisar os efeitos de dissuasão de punições indiretas, ou seja, quando gestores observam punições em companhias do mesmo ramo de atuação, Yiu, Xu e Wan (2014) utilizaram a teoria da aprendizagem social como perspectiva de pesquisa. O estudo considerou uma amostra combinada de 604 observações de empresas chinesas listadas entre 2002 e 2008. Descobriu-se que uma empresa observadora é dissuadida de cometer fraude se os pares de seu setor de atuação forem capturados e punidos. O estudo lança luz sobre as fraudes corporativas e o processo inibidor percebido por empresas que observam punições no mercado.

Lisic *et al.* (2015), por sua vez, salientam o papel do governo em promover a regulação contábil e a qualidade de auditoria no mercado de capitais chinês. Para tanto, identificaram 270 fraudes de demonstrações financeiras no período de 1999 a 2005 e evidenciaram que empresas foram sancionadas por órgãos normativos em decorrência de desobediência dos

padrões contábeis exigidos, classificando as fraudes financeiras em quatro tipos: i) fraudes nas demonstrações contábeis; ii) anúncios atrasados ou falsos; iii) violação dos fundos dos acionistas ou outras formas de expropriação; e iv) compras ilegais de ações ou manipulações de preços das ações.

No contexto brasileiro, Fontes (2013) buscou avaliar a atuação dos conselheiros de administração das companhias abertas, contemplando 77 Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM entre 2007 a 2011. Por meio de análise de conteúdo, verificou-se que a abertura dos processos foi motivada principalmente por irregularidades cometidas por parte dos gestores das companhias, questionando a atuação do Conselho de Administração (CA), principalmente sob a perspectiva de que esses conselheiros devem fiscalizar a gestão da empresa.

De maneira complementar, percebe-se uma preocupação com a qualidade da informação contábil por parte do órgão regulador responsável, a CVM. Mello, Alvarenga, Marques e Sauerbronn (2017) realizaram uma análise de conteúdo dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM entre os anos de 2014 e 2016, observando 158 PAS. Os autores apresentam que, nesse período, dos 720 acusados, somente 16,39% foram absolvidos, indicando que os processos demoraram, em média, de um a dois anos para serem julgados, e que os principais condenados participavam ativamente nos processos decisórios da companhia. Além disso, as infrações mais observadas foram inobservância do exercício do cargo e atuação irregular de administrador de carteira, com penalidades que variam de multas a proibições e inabilitações. Os autores concluem que a má qualidade das informações prestadas ou negligenciadas é considerada infração grave e põe em risco a confiabilidade e, conseqüentemente, o funcionamento regular do mercado de capitais.

Borges e Andrade (2019) também analisaram os PAS, tomando uma amostra de 777 processos no período de 1989 a 2016. Os autores utilizaram a Análise de Correspondência para as variáveis que explicam os setores, segmentos, tipos de processos, tipos de penalidades e períodos de ocorrência dos PAS. Os resultados da pesquisa demonstram que o setor Financeiro apresenta maior quantidade de PAS julgados pela CVM, além de evidenciar que cada setor e segmento da [B<sup>3</sup>] possuem características diferentes em cada um dos processos analisados, assim como existem diferenças entre os tipos de penalidades aplicadas pela CVM.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA**

Esta seção tem o propósito de esclarecer a condução desta dissertação em termos dos procedimentos metodológicos adotados. De forma elucidativa, Beuren (2006) afirma que a pesquisa geralmente é classificada quanto a três aspectos: i) objetivos propostos; ii) procedimentos empregados; e iii) abordagem do problema levantado.

No que tange aos objetivos da pesquisa, o presente estudo classifica-se como descritivo, uma vez que se pretende descrever as motivações dos refazimentos e republicações das demonstrações contábeis entre os anos de 2008 a 2018, assim como identificar os motivos que levaram a CVM a julgar os envolvidos nos Processos Administrativos Sancionadores da CVM entre o período de 2008 a 2018. De acordo com Gil (2002), a pesquisa descritiva tem como norte a descrição das propriedades da amostra ou do fenômeno estudado, assim como a constituição de possíveis relações entre as variáveis observadas, como é o caso da investigação entre as republicações e a ocorrência dos PAS a ser tratada neste estudo. Além disso, estudos descritivos servem a uma variedade de objetivos de pesquisa, entre os quais estão: a descrição de fenômenos e/ou características associadas à amostra estudada, a estimativa das proporções de uma população que possuem determinadas características e o descobrimento de associações entre diferentes variáveis (COOPER; SCHINDLER, 2013).

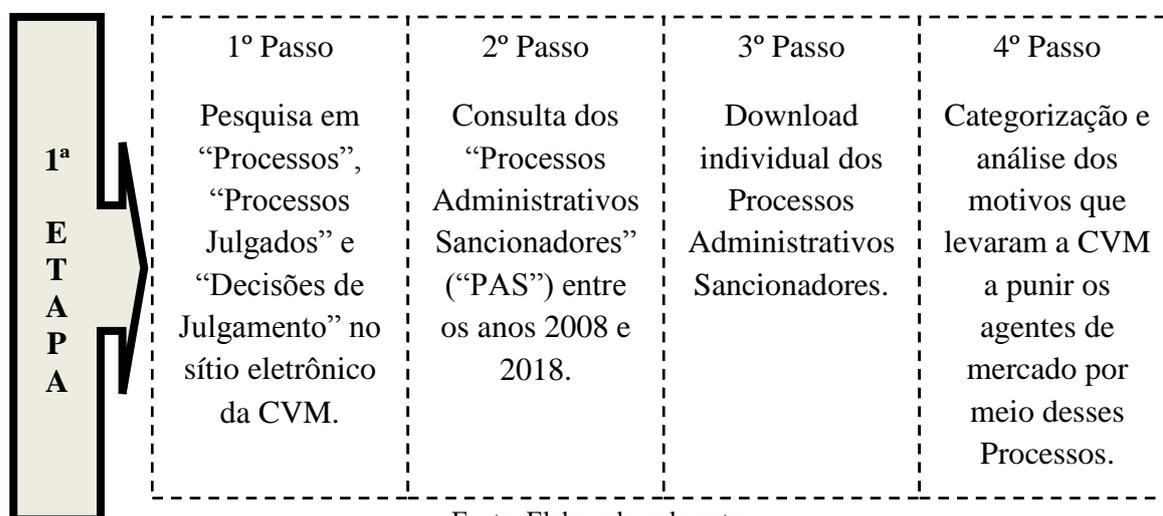
O presente estudo classificou-se documental, pois a análise das inferências se fez possível em decorrência de uma coleta de, principalmente, duas informações, ambas disponíveis no sítio eletrônico da CVM. A primeira é oriunda dos relatórios contábeis (nos quais foi possível determinar o motivo de refazimento e republicação das DFPs); e a segunda, gerada de extratos de julgamentos (possibilitando o levantamento dos motivos das sanções e/ou absolvições pelos quais os acusados foram investigados) originados pela autarquia reguladora do mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, a pesquisa documental baseia-se na análise de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (BEUREN, 2006).

Por fim, quanto à abordagem do problema, esta dissertação foi classificada como quali-quanti, ou seja, ela contempla aspectos qualitativos e quantitativos, com predominância de aspectos quantitativos. De acordo com Denzin e Lincoln (2006), a pesquisa qualitativa implica enfatizar as qualidades das observações estudadas, seus processos e seus significados, além de ser destacada pela interação com a natureza social e sua relação com a realidade. Assim, os pesquisadores que prezam pela abordagem qualitativa reforçam que os estudos são repletos de valores da investigação, buscando soluções para as questões que realçam a experiência social e seu significado (DENZIN; LINCOLN, 2006). De forma complementar, Bardin (2011) afirma que a abordagem quantitativa funda-se na frequência de aparição de determinados elementos da mensagem. Os dados quantitativos geralmente consistem em respostas que são categorizadas e reduzidas a números para possibilitar uma análise estatística (COOPER; SCHINDLER, 2014).

### 3.2 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

Os procedimentos metodológicos desta dissertação seguem divididos em três etapas. A primeira etapa utiliza a análise de conteúdo dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM no período de 2008 a 2018. Esse procedimento se justifica pelo exame dos motivos que levaram a autarquia a julgar os envolvidos em irregularidades no mercado de capitais brasileiro, pesquisando os motivos que os levaram a ser investigados, o tempo médio de investigação e as penalidades que a autarquia decidiu aplicar. Dessa forma, a Figura 1 ilustra os processos seguidos na primeira etapa.

**Figura 1 - Condução da primeira etapa da pesquisa (PAS)**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os dados foram coletados no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários<sup>1</sup>, concentrando os PAS julgados no período de 2008 a 2018. Tendo em vista que se optou pela análise de conteúdo dos processos, os motivos foram categorizados de acordo com o Quadro 3 abaixo.

**Quadro 3 - Classificação de motivos de sanção pela CVM**

<b>ABPO</b>	Abuso de poder	<b>NAIP</b>	Negociação de ações com informações privilegiadas
<b>CNIM</b>	Conduta negligente, imperita e/ou imprudente	<b>NCVM</b>	Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM
<b>CARE</b>	Contração de agentes sem registros em órgãos competentes	<b>PRCI</b>	Permissão e/ou realização de contratos irregulares
<b>DINC</b>	Divulgação incorreta ou incompleta de informes das companhias	<b>PNEQ</b>	Prática não-equitativa
<b>MAPC</b>	Manipulação de preço das ações	<b>REIP</b>	Reavaliação irregular de patrimônio
<b>NCRA</b>	Não convocação/realização de AGE/AGO	<b>RINF</b>	Retenção de informações relevantes
<b>NDFP</b>	Não entrega / não elaboração / atraso das DFs	<b>VDSI</b>	Violação do dever de sigilo
<b>NOAC</b>	Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade		

Fonte: Adaptado de Mello, Alvarenga, Marques e Sauerbronn (2017).

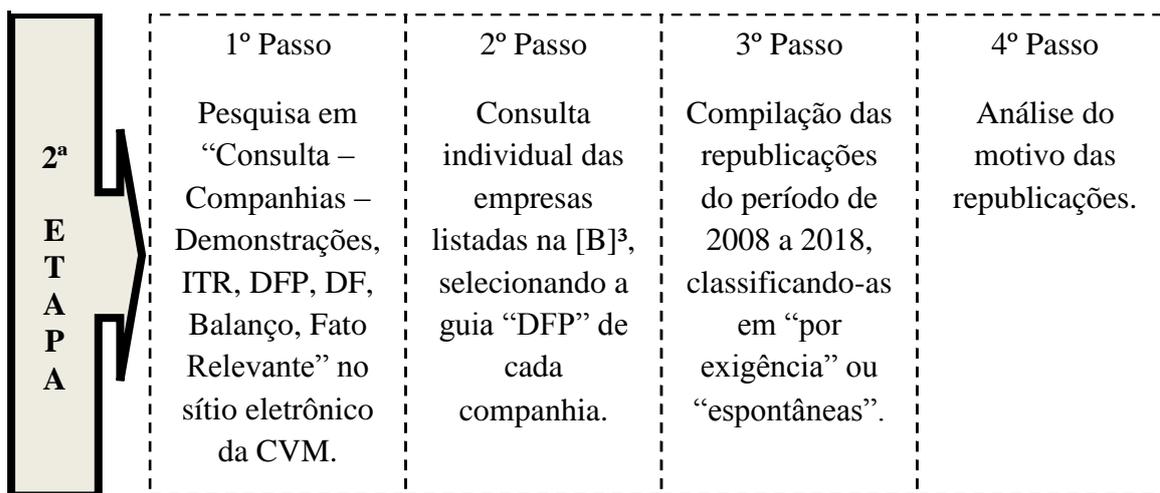
As categorias apresentadas no Quadro 3 foram adaptadas de Mello, Alvarenga, Marques e Sauerbronn (2017), de modo que foram acrescentadas seis categorias em relação às propostas pelos autores, sendo elas: Contração de agentes sem registros em órgãos competentes (CARE), Negociação de ações com informações privilegiadas (NAIP), Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM (NCVM), Permissão e/ou realização de contratos irregulares (PRCI), Reavaliação irregular de patrimônio (REIP) e Violação do dever de sigilo (VDSI). A alteração dessa categorização se deu porque o lapso temporal analisado nesta dissertação foi maior do que o estudo publicado pelos autores mencionados, resultando em uma maior verificação de motivos apontados pela autarquia reguladora. Além disso, os motivos acrescentados foram significativos em termos de frequências, sendo preferível não acrescentá-los em uma categoria que pudesse ser mais ampla.

A segunda etapa, por sua vez, utiliza-se da análise de conteúdo das Demonstrações Financeiras Padronizadas que foram republicadas no período de 2008 a 2018. Esse procedimento se faz possível porque, na ocorrência de republicação por parte da companhia, a motivação que levou a entidade a republicar permanece justificada no cabeçalho da DFP.

<sup>1</sup><http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>

Dessa forma, é possível analisar o motivo de refazimento de tal demonstração financeira e torna-se viável a análise de conteúdo das republicações contábeis. O Quadro 4 abaixo apresenta as categorias adotadas para a classificação dos motivos que levaram os gestores a republicar as DFPs das companhias estudadas.

**Figura 2 - Condução da segunda etapa da pesquisa (Republicações)**



Fonte: Elaborado pelo autor.

De forma similar ao primeiro processo, a análise de conteúdo das motivações das republicações também seguiu uma determinada categorização. Desse modo, os motivos que levaram as companhias a refazerem e republicarem suas DFPs foram categorizados de acordo com o Quadro 4 abaixo.

**Quadro 4 - Classificação dos motivos das republicações das DFPs**

Motivos das republicações das Demonstrações Financeiras	Sigla
Retificação de Reconhecimento e Mensuração de Números Contábeis	RMNC
Alteração do Relatório de Administração	RADM
Retificação e/ou Aperfeiçoamento de Notas Explicativas	RANE
Alteração do Relatório de Auditoria Independente	RAUD
Apresentação das Demonstrações em IFRS	IFRS
Escala de Ações	ESCA
Alteração da Composição do Capital	ACCA
Solicitação ou Exigência do Órgão Normativo	SEON
Escala de Moeda	ESCM
Correção da Data do Início do Exercício	CDIE
Inclusão ou Retificação do Parecer do Conselho Fiscal	RECF
Adequação aos Pronunciamentos Contábeis	APRC
Inclusão e/ou Retificação de Parecer do Comitê de Auditoria	RPCA
Correção de Dados Cadastrais	CODD

Fonte: Adaptado de Marques, Aires, Cerqueira, Silva e Amaral (2016).

As categorias do Quadro 4 foram adaptadas de Marques, Aires, Cerqueira, Silva e Amaral (2016), de forma que foram acrescentados quatro motivos de republicações: Apresentação das Demonstrações em IFRS (IFRS); Inclusão ou Retificação do Parecer do Conselho Fiscal (RECF); Adequação aos Pronunciamentos Contábeis (APRC); e Inclusão/ou Retificação do Parecer do Comitê de Auditoria (RPCA). Essa adaptação se deu porque esses motivos se mostraram mais frequentes no período analisado nesta dissertação, principalmente por contemplar um período de adaptação de normas de contabilidade nos padrões internacionais.

Por fim, a terceira etapa consiste na aplicação de testes não-paramétricos a fim de verificar a interação e associação de características institucionais com as incidências e os motivos das republicações e dos julgamentos dos PAS pela CVM, sendo constatado se três características institucionais são associadas às republicações e aos PAS. Essas características institucionais, por sua vez, referem-se a: (i) nível de governança das companhias; (ii) o fato de ser auditada ou não por uma empresa de auditoria *Big Four*; e (iii) classificação setorial da companhia.

A escolha de se analisar essas três características se dá porque buscam explicar características específicas do mercado (tipo de auditoria e classificação setorial) e da firma (nível de governança corporativa), investigando tanto suas características particulares quanto do ambiente no qual ela está inserida.

Os auditores conhecidos como *Big Four* são conhecidos por ter uma maior *expertise* em seus trabalhos de auditoria e verificação de irregularidades contábeis. Logo, espera-se que as empresas auditadas por *Big Four* tenham uma associação menor de irregularidades contábeis do que as firmas auditadas por não-*Big Four*. Já em relação à republicação das demonstrações financeiras, espera-se que os resultados sejam condizentes com Marques, Aires, Cerqueira, Silva e Amaral (2016), em que as companhias auditadas por *Big Four* têm uma frequência maior de republicação, visto que essa é uma reação da firma perante o mercado para a correção de erros ou fraudes incorridas por parte dos gestores da companhia, priorizando a fidedignidade das informações financeiras reportadas nas demonstrações contábeis.

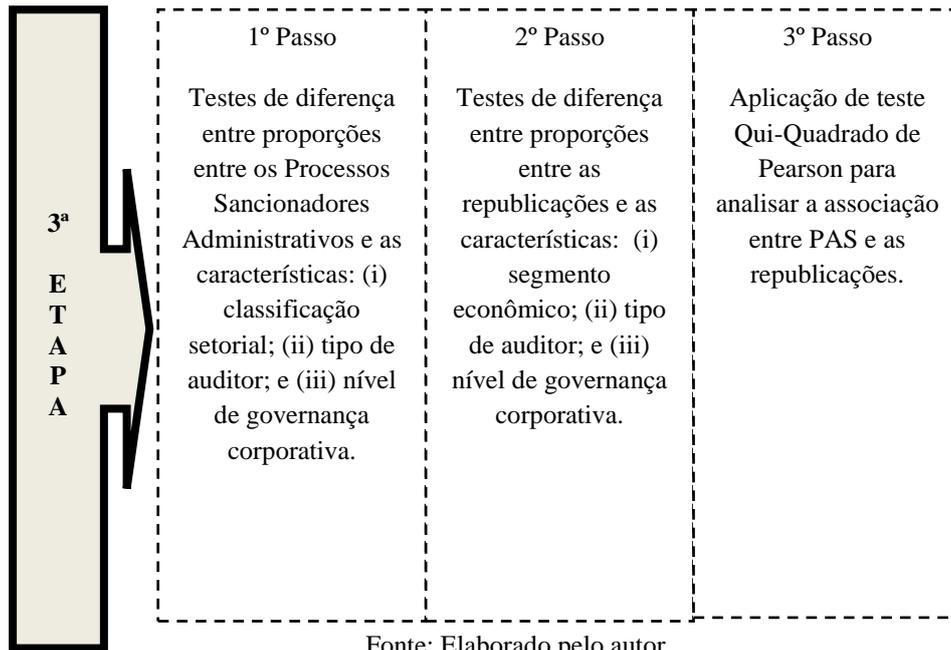
Em relação à *proxy* de governança corporativa, o resultado esperado para o teste de associação resulte em uma menor associação de irregularidades identificadas pela CVM para os níveis diferenciados de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Isso se dá porque esses

níveis diferenciados são acompanhados de diversas características de *enforcement*, gerando maiores regras de proteção dos acionistas. No caso das republicações, as firmas de níveis diferenciados de governança podem estar mais ou menos associadas às republicações das DFPs. Isso acontece porque, no primeiro caso, os gestores responsáveis pela elaboração das demonstrações podem priorizar uma informação de qualidade aos acionistas, evitando inicialmente que essa demonstração seja republicada. No entanto, observando que algum dado foi erroneamente divulgado ao mercado, espera-se que os gestores de companhias de maiores níveis de governança refaçam os reportes contábeis, a fim de reduzir a assimetria informal decorrente da informação retificada.

Por fim, as diferentes classificações setoriais foram observadas para melhor compreender as irregularidades encontradas no período analisado, principalmente haver diferenças de regulação entre esses setores. Os segmentos Utilidade Pública e Financeiro, por exemplo, são segmentos regulados e com alto impacto na economia (MARQUES; AIRES; CERQUEIRA; SILVA; AMARAL, 2016). Os resultados esperados são fundamentados principalmente no artigo de Borges e Andrade (2019), no qual os autores concluem que o setor mais penalizado pela CVM, no período de 1989 a 2016, foi o setor Financeiro, afirmando que tal setor é caracterizado por ter maior associação com operações fraudulentas, práticas não equitativas e irregularidades no mercado financeiro.

É importante salientar, de antemão, que as duas primeiras serão feitas por meio de análise de conteúdo. Bardin (2011) afirma que a análise de conteúdo constitui um instrumento de indução para se investigar as causas (variáveis inferidas) a partir dos efeitos (variáveis de inferência ou indicadores; referências no texto). Esse procedimento envolve um exame sistemático, assim como uma observação para identificação do conteúdo informacional e de outras características específicas das mensagens inseridas nos documentos analisados (ZIKMUND; BABIN; CARR; GRIFFIN, 2008).

**Figura 3 - Condução da terceira etapa da pesquisa (Testes estatísticos)**



Como se percebe no primeiro passo da terceira etapa da pesquisa, evidenciado na Figura 3, utilizaram-se testes de diferença entre proporções para se analisar a influência de características institucionais e da firma sobre: (i) existência de Processo Administrativo Sancionador nas companhias; assim como (ii) a ocorrência de republicações das demonstrações financeiras das firmas. No terceiro passo, aplicou-se o teste de Kruskal-Wallis para se avaliar a associação entre as ocorrências de PAS e as republicações das demonstrações contábeis. A decisão de utilização desses testes se deu porque o teste de Kruskal-Wallis é apropriado para dados em escala ordinal ou que se revelam inadequados para um teste paramétrico, sendo uma análise que assume a seleção aleatória e a independência das amostras, além de pressupor uma distribuição contínua (COOPER; SCHINDLER, 2014). O teste de Qui-Quadrado de Pearson se justifica, de acordo com Field (2009), para verificar se existe alguma associação entre duas variáveis categóricas, como é o caso das republicações e ocorrência de PAS.

Dessa forma, utilizando-se dos testes mencionados, foi possível verificar se há diferentes proporções de republicações e punições sancionadoras para diferentes setores de atuação das companhias, diferentes níveis de governança e a presença (ou ausência) de auditoria *Big Four*, analisando a possível associação entre essas variáveis e as características institucionais estudadas. É importante mencionar que a regra de decisão do teste de significância de Qui-

Quadrado e de Kruskal-Wallis consistiu em rejeitar as hipóteses nulas formuladas quando  $\alpha$  for menor do que o nível de significância de 5%.

### **3.3 COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA**

A composição da amostra do estudo foi conduzida em duas etapas, resultando na composição de um banco de dados com informações de 575 companhias listadas no mercado de capitais brasileiro.

A primeira etapa do processo se deu pela compilação de todos os Processos Administrativos Sancionadores, classificados pela sua data de julgamento, do período de 01/01/2008 a 31/12/2018. Essa etapa resultou em uma composição parcial de 147 companhias julgadas pela CVM no período mencionado.

A segunda etapa consistiu em analisar as companhias que republicaram suas demonstrações financeiras no período de 2008 a 2018. O critério de seleção dessas companhias foi aleatório e resultou em uma composição parcial de 432 companhias, sendo que o número de republicações no período estudado foi de 5.321 demonstrações contábeis.

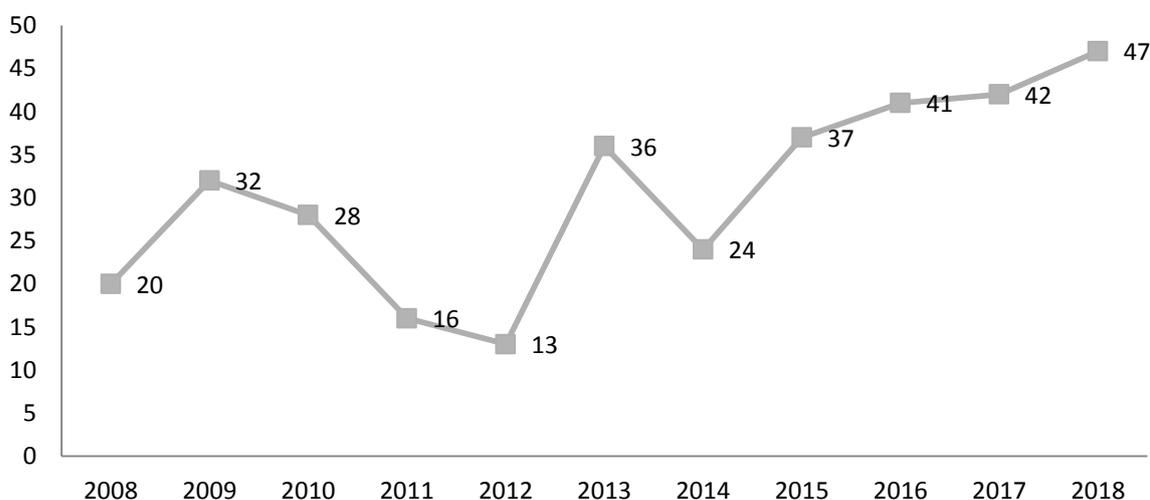
Desse modo, o banco de dados foi composto de 575 empresas, sendo que 147 delas referem-se a companhias que somente tiveram envolvimento em PAS julgados pela CVM; 374 delas são companhias que somente republicaram suas DFPs; enquanto 54 empresas são aquelas que republicaram suas DFPs e também tiveram incidência de julgamentos pela autarquia.

## 4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

### 4.1 PROCESSOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Inicialmente, analisaram-se os Processos Sancionadores Julgados pela CVM no período de 2008 a 2018. Na Figura 4, pode-se observar a quantidade de processos analisados.

**Figura 4–Relação entre PAS analisados na pesquisa (2008 a 2018)**

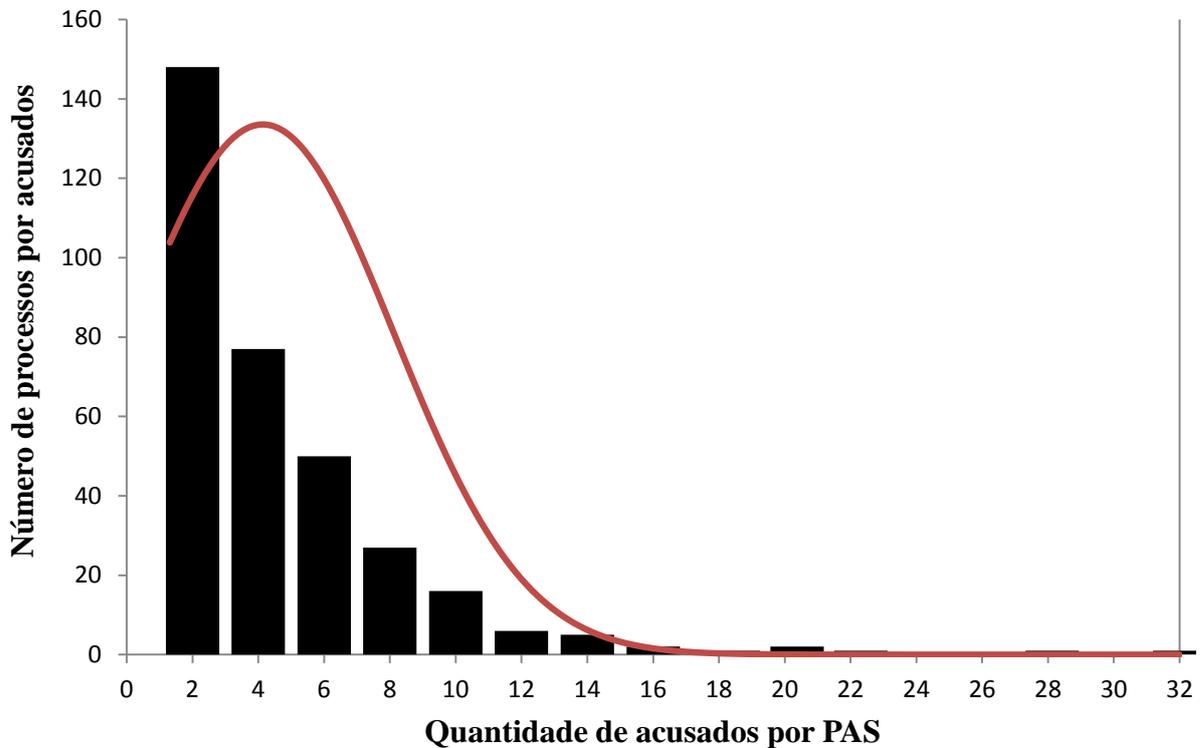


Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se, ao longo dos 11 (onze) anos analisados, que o total de PAS estudados na pesquisa somam 336 (trezentos e trinta e seis) PAS, resultando em uma média de 30 processos julgados ao ano.

Outro levantamento abordado neste estudo diz respeito à apuração do número de envolvidos nos Processos Administrativos Sancionadores. A fim de analisar a quantidade de pessoas envolvidas nesses processos julgados, a Figura 5, no formato de histograma, apresenta a distribuição do número de acusados nos PAS no período analisado.

**Figura 5 - Distribuição do número de acusados médios por PAS**



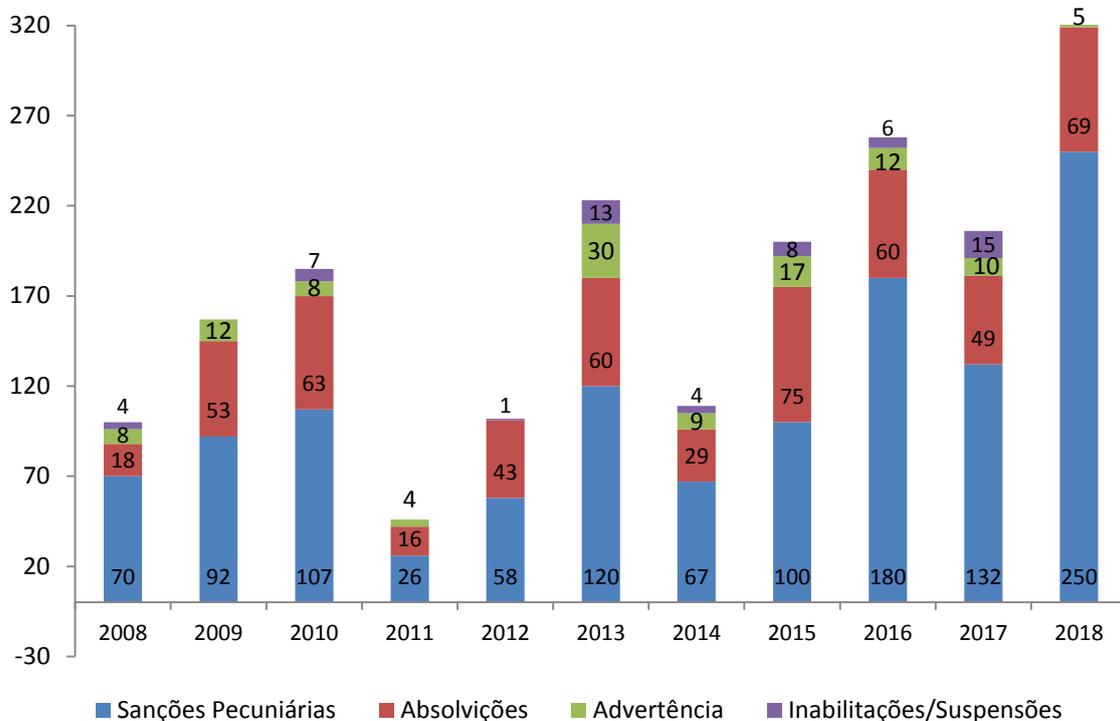
Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que grande parte dos PAS abertos são aqueles em que há poucos envolvidos. Os resultados indicam que 82% dos PAS abertos pela autarquia responsável pela regulação do mercado dizem respeito a investigações de até 6 (seis) indivíduos, enquanto o processo com maior número de julgados considera 32 pessoas na acusação. Esse dado pode ser parcialmente explicado pela literatura contábil na diferenciação de erro e fraude na perspectiva da intencionalidade do ato: se o cometimento não for intencional, é considerado erro, diferenciando-se da fraude, que ocorre de modo premeditado. Além disso, a NBC T (Norma Brasileira de Contabilidade) nº 11 afirma que o risco de não detecção das possíveis fraudes é maior em comparação à dos erros, porque fraude normalmente envolve certo planejamento por parte dos perpetradores para ocultá-la, com práticas de conluio, falsificações, falhas deliberada no registro de transações e/ou apresentações de informações distorcidas.

É importante ressaltar, conforme discutido na avaliação do papel regulatório da CVM, que a autarquia pode penalizar de outras formas, não se restringindo somente à indenização pecuniária para os perpetradores. Dessa forma, os resultados dos julgamentos podem se desdobrar, conforme apresentado na Figura 6 abaixo, em quatro tipos de implicações aos

acusados: (i) punição pecuniária; (ii) absolvição; (iii) advertência; e (iv) inabilitação/suspensão do exercício profissional.

**Figura 6 - Resultado das acusações por tipos de penalidade/absolvição (2008 a 2018)**



Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados acima ilustrados na Figura 6 permitem identificar que 61,23% dos julgamentos resultaram em algum tipo de sanção pecuniária para os acusados. Em continuidade, uma média de 29,22% das acusações foi finalizada em absolvições; 6,35% foram decididos por aplicar advertências para os julgados; e 3,20% resultam em proibições profissionais para os acusados. Esses resultados, que indicam que a parte predominante das penalidades é convertida em penas pecuniárias, estão de acordo com o estudo de Wang (2004). De modo complementar, o autor acrescenta que os litígios voltados às companhias podem gerar quedas nos preços das ações, perdas na esfera reputacional e um aumento do custo de capital, indicando que há maiores consequências do que a penalidade financeira estritamente imposta.

Posteriormente, analisaram-se os motivos que levaram a CVM a punir os agentes julgados, conforme se vê no Quadro 5.

**Quadro 5 - Frequência de categorias de motivos para agentes penalizados de 2008 a 2018**

<b>Categorias / Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Total</b>	<b>%</b>
ABPO	11	2	3	2	5	35	14	22	15	16	28	153	7,90
CNIM	14	46	41	14	21	28	27	35	27	19	69	341	17,61
CARE	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	2	0,10
DINC	4	10	14	0	2	20	7	6	26	15	29	133	6,87
MAPC	0	0	6	0	0	0	2	2	10	1	1	22	1,14
NCRA	23	25	36	0	10	48	15	12	40	14	28	251	12,96
NDFP	17	16	38	0	4	22	9	9	42	19	27	203	10,49
NOAC	0	16	11	8	6	15	8	36	48	52	82	282	14,57
NAIP	8	4	11	12	25	8	10	29	7	22	10	146	7,54
NCVM	0	5	0	0	0	0	0	2	0	4	10	21	1,08
PRCI	2	2	0	1	6	38	5	7	11	7	14	93	4,80
PNEQ	5	15	9	1	1	9	6	2	34	11	26	119	6,15
REIP	4	2	2	0	1	0	0	0	0	4	0	13	0,67
RINF	8	13	12	7	20	22	4	35	2	17	2	142	7,33
VDSI	4	0	2	1	0	0	3	0	0	4	1	15	0,77
<b>TOTAL</b>	<b>101</b>	<b>156</b>	<b>185</b>	<b>46</b>	<b>101</b>	<b>245</b>	<b>111</b>	<b>197</b>	<b>262</b>	<b>205</b>	<b>327</b>	<b>1936</b>	<b>100</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: ABPO-Abuso de poder; CNIM-Conduita negligente, imperita e/ou imprudente; CARE-Contração de agentes sem registros em órgãos competentes; DINC-Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia; MAPC-Manipulação de preço das ações; NCRA-Não convocação/realização de AGE/AGO; NDFP-Não entrega /não elaboração / atraso das DFs; NOAC-Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade; NAIP-Negociação de ações com informações privilegiadas; NCVM-Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM; PRCI-Permissão e/ou realização de contratos irregulares; PNEQ-Prática não-equitativa; REIP-Reavaliação irregular de patrimônio; RINF-Retenção de informações relevantes; VDSI-Violação do dever de sigilo.

Os resultados indicam que quase 80% das categorias das acusações foram baseadas em ocorrências que são caracterizadas pelo comportamento oportunista dos agentes investigados, ou que prejudicam a informação contábil-financeira da companhia investigada. A categoria CNIM (Conduita negligente, imperita e/ou imprudente) foi a mais presente nos PAS, representando 17,61% das acusações, resultados estes parcialmente condizentes com Mello, Alvarenga, Marques e Sauerbronn (2017), visto que os autores afirmam que as atuações com ausência de diligência do cargo foram o segundo motivo com maior incidência de punições pela CVM. Além disso, Petrick e Scherer (2003) afirmam, ao estudar o caso da Enron, que os números recentes de fraudes, prisões e punições dos órgãos reguladores indicam um crescimento no que tange à negligência de suas funções, assim como uma irresponsabilidade corporativa, que minam a confiança nos mercados financeiros, indo de encontro ao resultados indicados no Quadro acima.

Um resultado relevante se dá pela verificação da CVM em verificar a procedência dos resultados financeiros das companhias, por meio da investigação da utilização das normas e procedimentos contábeis pelos auditores e contabilistas das companhias investigadas. Isso se dá porque a apuração da NOAC (Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade) figurou em segundo lugar das categorias mais julgadas pela autarquia. Observa-se ainda que a partir de 2014 houve um crescimento de sanções voltadas aos descumprimentos de normas de contabilidade e inobservância de procedimentos de auditoria externa. Isso pode ser explicado pela adoção da *full* IFRS no Brasil e a preocupação dos órgãos reguladores para que esse padrão internacional de contabilidade fosse seguido. Se considerarmos essa justificativa, esse raciocínio pode ser adicionado à explicação de Holthausen (2009), em que o autor afirma que o *enforcement* é um dos importantes fatores que balizam os reportes financeiros com a adoção do IFRS, afirmando, assim, que a regulação e a fiscalização do mercado de capitais são ferramentas de importantes influências dos padrões das demonstrações contábeis.

Em terceiro e quarto lugar estão os julgados voltados para NCRA (Não convocação/realização de AGE/AGO) e NDFP (Não entrega /não elaboração / atraso das DFs), representando 12,96% e 10,49%, respectivamente. Ambas as categorias indicam falhas informacionais por parte dos gestores das companhias, visto que a legislação brasileira determina um prazo para que esses relatórios sejam divulgados perante o mercado, além de disponibilizados também pela CVM depois que as companhias enviam esses relatórios para a autarquia. Essas duas categorias podem ser analisadas conjuntamente com o motivo DINC (Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia), visto que se refere à penalidades que influenciam a qualidade informacional e a tomada de decisões dos *stakeholders* por se tratar de informações que poderiam alterar as decisões se as informações tivessem sido apresentadas de maneira correta. Segundo Borges e Andrade (2019), a não-realização de Assembleia Geral Ordinária foi o motivo mais frequente nos segmentos de Intermediação Imobiliária, Sociedades de Crédito e Financiamento, Produtos de Limpeza e Automóveis e Motocicletas, indicando que gestores de diferentes setores têm um comportamento semelhante na utilização de vantagens devido à posição ocupada na companhia. Ademais, esse resultado é amparado na declaração de Murphy e Dacin (2011), em que as autoras afirmam que os gestores tomam uma decisão “racional” de cometimento da fraude ao concluírem que os benefícios desse crime são

maiores do que seus custos, ou seja, das chances de serem descobertos. Dessa forma, o percentual elevado de punições nessa categoria evidencia que existe uma ponderação por parte dos agentes em avaliar racionalmente suas posições e suas possibilidades de cometimento de fraudes sem sofrer algum tipo de represália. Além desses apontamentos, Dechow e Skinner (2000) classificam que esse tipo de ocorrência pode ser classificada como um potencial de gerenciamento de resultados, visto que a *Association of Certified Fraud Examiners* (ACFE) classifica que a fraude financeira é definida pela presença de distorção ou omissão intencional de fatos relevantes ou dados contábeis, levando o leitor a alterar seu julgamento ou decisão relativa aos números contábeis analisados.

A categoria que trata do ABPO (Abuso de poder) acentua o problema de agência existente entre os *players* no mercado financeiro. Em consequência dessa observação, nota-se que essa categoria está intimamente ligada ao comportamento oportunista dos administradores das companhias, e conseqüentemente com outra categoria igualmente importante para a avaliação: PNEQ (Prática não-equitativa). Nesse sentido, Borges e Andrade (2019) evidenciam que a presença de punições ocorridas por práticas não equitativas são mais presentes no setor Financeiro, juntamente com a existência de operações fraudulentas e irregularidades no mercado financeiro.

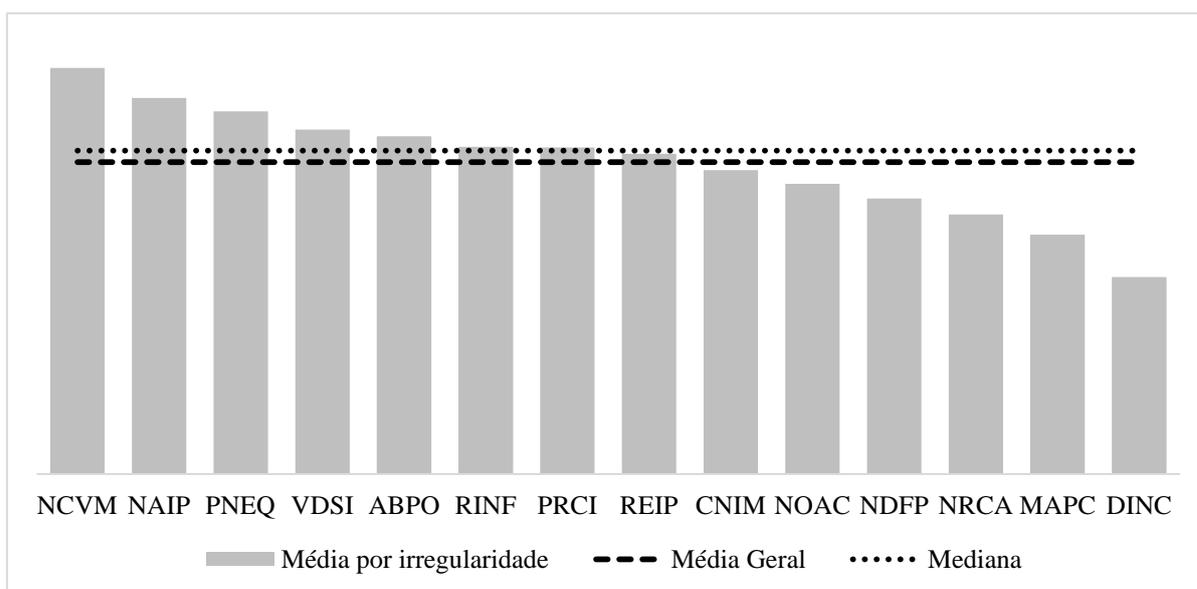
Em seguida, nota-se que as categorias NAIP (Negociação de ações com informações privilegiadas) e RINF (Retenção de informações relevantes) estão diretamente ligadas à prática de *insider trading*, representando 7,54% e 7,33%, respectivamente. Em linhas gerais, os casos mais observados nesse tipo de penalidade tratam de negociações de ações com informações das quais o mercado não tem conhecimento. O atraso, isto é, a retenção de informação que deveria ser divulgada aos *stakeholders* se enquadra novamente na prática de *insider trading*, condizente com o comportamento oportunista dos agentes. Segundo Agrawal e Cooper (2015), esse tipo de prática geralmente vem acompanhada de uma manipulação de dados financeiros, uma vez que a venda de ações, por exemplo, da parte de quem detém esse tipo de informação privilegiada pode ter seu valor majorado para que os títulos valham mais no momento da venda.

Seis categorias representaram, juntas, 8,57% das acusações pela CVM no período analisada. Foram motivos que trataram de PRCI (Permissão e/ou realização de contratos irregulares),

com 4,80%; MAPC (Manipulação de preço das ações), representando 1,14% dos julgamentos; NCVM (Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM), com 1,08%; VDSI (Violação do dever de sigilo), com 0,77%; REIP (Reavaliação irregular de patrimônio), com 0,67%; e CARE (Contração de agentes sem registros em órgãos competentes), com 0,10%. Essas categorias, apesar de contemplar diferentes motivos de julgamentos e de conduta perante o mercado, evidenciam que a CVM monitora o mercado observando diferentes níveis do funcionamento das companhias.

No que diz respeito às multas pecuniárias por tipo de irregularidade apontada pela CVM, a Figura 7 abaixo apresenta quais categorias de punições se foram mais onerosas para os julgados.

**Figura 7 - Média das multas pecuniárias *per capita* por tipo de irregularidade dos PAS julgados no período de 2008-2018**



Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: ABPO-Abuso de poder; CNIM-Condução negligente, imperita e/ou imprudente; CARE-Contração de agentes sem registros em órgãos competentes; DINC-Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia; MAPC-Manipulação de preço das ações; NCRA-Não convocação/realização de AGE/AGO; NDFP-Não entrega /não elaboração / atraso das DFs; NOAC-Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade; NAIP-Negociação de ações com informações privilegiadas; NCVM-Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM; PRCI-Permissão e/ou realização de contratos irregulares; PNEQ-Prática não-equitativa; REIP-Reavaliação irregular de patrimônio; RINF-Retenção de informações relevantes; VDSI-Violação do dever de sigilo.

A Figura 7 evidencia que a multa mais elevada, considerando o tamanho da empresa (seus Ativos Totais), que a categoria de punição mais onerosa foi a Omissão, Obstrução e/ou Não

Esclarecimento de Exigências da CVM, podendo concluir que o embaraço de exigências desse órgão normativo é convertido em multas pecuniárias maiores do que as demais. As três penalidades seguintes (Negociação de Ações com Informações Privilegiadas, Prática não-equitativa e Vedação do Dever de Sigilo) figuram acima da mediana das punições pecuniárias. Tal resultado é condizente com Mello et al. (2017), visto que os autores afirmam que os motivos mais penalizados foram aqueles relacionados à prática fraudulenta e ao uso de informação privilegiada.

Nota-se que os motivos voltados diretamente à qualidade informacional dos relatórios financeiros (Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade; Não entrega /não elaboração / atraso das DFs; Não convocação/realização de AGE/AGO; e Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia) foram as categorias com menores multas pecuniárias aplicadas pela CVM. Isso é condizente com Borges e Andrade (2019), sendo que as autoras concluem que as punições transformadas somente em multas são aplicadas geralmente quando se trata de irregularidades nas demonstrações contábeis, alertando que a CVM não tem aplicado sanções mais graves para irregularidades associadas à qualidade da informação.

Posteriormente, analisou-se a associação entre os PAS e o tipo de auditor e níveis de governança corporativa, evidenciados abaixo na Tabela 1.

**Tabela 1 - Estatísticas Descritivas dos PAS julgados por características institucionais da amostra no período de 2008 a 2018**

	Tipo de Auditor						Nível de Governança Corporativa			
	Inexig	NBig4	DTT	E&Y	KPMG	PWC	TRAD	N1	N2	NM
Média anual PAS	3	16	3	4	3	2	23	2	2	5
Frequência (%)	9%	52%	11%	12%	10%	6%	74%	5%	5%	16%
Mediana	2	14	3	2	3	1	24	1	2	4
Desvio-padrão	3	9	2	3	1	2	8	1	1	3
Mínimo	0	3	0	1	1	0	8	0	0	1
Máximo	9	32	7	10	5	5	34	5	5	10

Nota: **Inexig** – Inexigibilidade de Auditoria Externa; **NBig 4** – Auditoria Não-Big Four; **DTT** – Deloitte ToucheTohmatsu; **E&Y** – Ernst & Young; **PWC** – PriceWaterHouseCoopers; **TRAD** – Tradicional; **N1** – Nível 1; **N2** – Nível 2; **NM** – Novo Mercado

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os tipos de auditor apresentados na Tabela 1 se referem aos auditores responsáveis pelas demonstrações financeiras das empresas na época em que as irregularidades foram

identificadas. Essa estatística descritiva é relevante para identificar quais foram os profissionais de auditoria que verificaram os reportes financeiros das companhias julgadas na época das práticas fraudulentas no mercado, uma vez que são considerados *gatekeepers* e deveriam, em tese, inibir o comportamento oportunista dos agentes do mercado. Verifica-se, por meio da Tabela 1, que 9% das companhias julgadas no período de 2008 a 2018 foram, de certa forma, isentas de apresentar seus auditores. Isso ocorreu, no entanto, porque suas demonstrações financeiras não foram elaboradas e tampouco apresentadas.

De modo complementar, a maior parte (52%) das companhias julgadas pela CVM foi auditada por firmas não-*Big Four*, tendo uma média de 16 PAS julgados por ano, representando uma frequência de 52% de todos os PAS analisados nesta dissertação. Esses dados podem confirmar que, quando comparadas às empresas de auditoria *Big Four*, estas têm maiores competências, de acordo com DeFond e Zhang (2014), em analisar as demonstrações contábeis e analisar os procedimentos internos, tendo em vista a *expertise* e a preocupação em manter a reputação junto ao mercado. No que diz respeito às empresas de auditoria *Big Four* que auditaram as demonstrações contábeis no período dos problemas identificados pela CVM, os resultados indicam que 12% das DFPs foram auditadas pela Ernst & Young. Em segundo lugar, a empresa Deloitte ToucheTohmatsu esteve presente em 11% das auditorias em que os problemas ocorreram, seguidos da KPMG, com 10%; em último lugar, a PriceWaterHouseCoopers mostrou a menor incidência de firmas de auditoria exercendo seus trabalhos junto às companhias julgadas pela autarquia reguladora brasileira.

No que diz respeito à estatística descritiva dos PAS e à relação desses processos com o nível de governança corporativa das companhias brasileiras, a Tabela 1 indica que a maior parte desses julgamentos foi vinculada às empresas com nível de governança Tradicional, representando 74% da amostra. A segunda maior frequência referiu-se às companhias do Novo Mercado; enquanto as companhias do Nível 1 e do Nível 2 representaram 5% dos julgamentos da CVM.

Em seguida, analisou-se as categorias de julgamentos/punições pela CVM sob o prisma dos tipos de auditores, sendo classificados como Big Four ou não-Big Four. A análise se deu pela aplicação do teste de proporções, com o intuito de se verificar se determinados motivos de

julgamentos são mais ou menos propensos em determinados tipos de auditoria. Os resultados seguem evidenciados na Tabela 2 abaixo.

**Tabela 2 - Teste de proporções entre categorias de motivos de julgamentos e tipos de auditores**

Tipo de Auditor	Big Four		Não-Big Four	
	Escore Z	p-valor	Escore Z	pvalor
ABPO	<b>-2,3353</b>	<b>0,0195**</b>	<b>2,319</b>	<b>0,0204**</b>
CNIM	<b>2,6407</b>	<b>0,0083***</b>	<b>-2,6658</b>	<b>0,0077***</b>
CARE	0,2634	0,7922	<b>-0,2653</b>	<b>0,7908*</b>
DINC	-1,4125	0,1578	1,3971	0,1624
MAPC	0,0057	0,9954	-0,0119	0,9905
NCRA	<b>2,8899</b>	<b>0,0039***</b>	<b>-2,9132</b>	<b>0,0036***</b>
NDFP	-0,4428	0,6579	0,6051	0,5451
NOAC	<b>-9,3542</b>	<b>0,0000***</b>	<b>9,3335</b>	<b>0,0000***</b>
NAIP	<b>8,8167</b>	<b>0,0000***</b>	<b>-8,8345</b>	<b>0,0000***</b>
NCVM	-1,6034	0,1089	1,5977	0,1101
PRCI	<b>3,3359</b>	<b>0,0009***</b>	<b>-3,3482</b>	<b>0,0008***</b>
PNEQ	-0,4125	0,6800	0,3981	0,6905
REIP	<b>-1,8702</b>	<b>0,0615*</b>	<b>1,8659</b>	<b>0,0621*</b>
RINF	0,3707	0,7109	-0,3871	0,6987
VDSI	0,9930	0,3207	-0,9984	0,3181

Nota: ABPO-Abuso de poder; CNIM-Conduita negligente, imperita e/ou imprudente; CARE-Contração de agentes sem registros em órgãos competentes; DINC-Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia; MAPC-Manipulação de preço das ações; NCRA-Não convocação/realização de AGE/AGO; NDFP-Não entrega /não elaboração / atraso das DFs; NOAC-Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade; NAIP-Negociação de ações com informações privilegiadas; NCVM-Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM; PRCI-Permissão e/ou realização de contratos irregulares; PNEQ-Prática não-equitativa; REIP-Reavaliação irregular de patrimônio; RINF-Retenção de informações relevantes; VDSI-Violação do dever de sigilo.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Na Tabela 2, os testes de diferenças entre proporções entre os auditores (*Big Four* e não-*Big Four*) evidenciaram menores proporções estatisticamente significantes para os auditores Big Four nas seguintes categorias: Abuso de Poder, Não-Observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade e Reavaliação Irregular de Patrimônio. Esses resultados evidenciam que as companhias auditadas pelas maiores firmas de auditoria têm menores proporções em julgamentos de irregularidades pela CVM quando se tratam da análise, elaboração e divulgação dos relatórios financeiros, além da observância das normas de contabilidade e auditoria (NOAC e REIP). Esses achados estão alinhados com o papel do auditor em diminuir a assimetria informacional por meio da verificação da fidedignidade das demonstrações financeiras, bem como a comunicação de possíveis adequações desses relatórios.

Em relação ao resultado que aponta uma menor proporção de julgamentos relacionados a Abuso de Poder dos gestores quando as companhias são julgadas por uma Big Four, pode-se fundamentar esses dados com a afirmação de Lisic *et al.* (2005), tendo em vista que os autores asseveram que as companhias auditadas por firmas maiores de auditoria são menos propensas a cometer fraudes, principalmente àquelas ligadas às demonstrações financeiras.

Observa-se que, considerando a significância estatística, cinco categorias se mostraram com proporções menores, para os auditores não-Big Four, sendo elas: Conduta negligente, imperita e/ou imprudente; Contração de agentes sem registros em órgãos competentes; Não convocação/realização de AGE/AGO; Negociação de ações com informações privilegiadas; e Permissão e/ou realização de contratos irregulares. Tais resultados podem lidos à luz de Firth, Mo e Wong (2005), uma vez que os autores reiteram a respeito da expectativa por parte dos *stakeholders* de que o auditor descubra e comunique a ocorrência de alguma fraude desses relatórios, sendo que essa *expertise* se faz concreta na avaliação de erros contábeis (DEFOND; JIAMBALVO, 1991).

Em seguida, aplicou-se o teste de proporções, com o intuito de se descobrir quais motivos se mostraram mais evidentes em companhias de governança Tradicional, analisando também a possível existência de proporções maiores de determinados motivos em companhias listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa. Os resultados foram apresentados na Tabela 3 abaixo.

Os resultados evidenciados na Tabela 3 evidenciam que o nível de Governança Tradicional demonstrou maiores proporções estatisticamente significantes (ao nível de significância de 1%), quando comparado com os níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), em 5 (cinco) categorias de punições/julgamentos, sendo eles: Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia (DINC), Não convocação/realização de AGE/AGO (NCRA), Não entrega / não elaboração / atraso das DFs (DFP), Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade (NOAC) e Violação do dever de sigilo (VDSI).

**Tabela 3 - Teste de proporções entre categorias de motivos de julgamentos e níveis de Governança Corporativa**

Nível de GC / Categorias	Tradicional		Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Escore z	p-valor	Escore z	p-valor	Escore z	p-valor	Escore z	p-valor
ABPO	0,9609	0,3366	0,3716	0,7102	-0,8840	0,3767	-1,1892	0,2344
CNIM	<b>-6,7268</b>	<b>0,0000***</b>	<b>5,8641</b>	<b>0,0000***</b>	2,6774	<b>0,0074***</b>	2,4189	<b>0,0156**</b>
CARE	0,6291	0,5293	-0,3727	0,7094	-0,2192	0,8265	-0,4084	0,6830
DINC	<b>2,9281</b>	<b>0,0034***</b>	<b>-1,7101</b>	<b>0,0872*</b>	-1,8630	<b>0,0625*</b>	-1,4490	0,1473
MAPC	0,9422	0,3461	-1,2430	0,2139	-0,7312	0,4647	0,2485	0,8038
NCRA	<b>4,2635</b>	<b>0,0000***</b>	-0,0612	0,9512	-1,7367	<b>0,0824*</b>	-4,9099	<b>0,0000***</b>
NDFP	<b>5,3131</b>	<b>0,0000***</b>	<b>-3,3508</b>	<b>0,0008***</b>	-1,3400	0,1802	-3,4942	<b>0,0000***</b>
NOAC	<b>6,9009</b>	<b>0,0000***</b>	<b>-4,2865</b>	<b>0,0000***</b>	-1,5476	0,1217	-4,7890	<b>0,0000***</b>
NAIP	<b>-10,6641</b>	<b>0,0000***</b>	0,6570	0,5112	3,0529	<b>0,0023***</b>	12,5108	<b>0,0000***</b>
NCVM	1,4562	0,1453	-1,2134	0,2250	-0,7138	0,4754	-0,5051	0,6135
PRCI	<b>-4,2428</b>	<b>0,0000***</b>	<b>8,9395</b>	<b>0,0000***</b>	-1,3422	0,1795	-1,5976	0,1101
PNEQ	0,4364	0,6625	-0,9221	0,3565	<b>2,7889</b>	<b>0,0053***</b>	-1,3471	0,1780
REIP	1,6097	0,1075	-0,9537	0,3402	-0,5610	0,5748	-1,0449	0,2961
RINF	<b>-3,1854</b>	<b>0,0014**</b>	-1,4974	0,1343	-0,7693	0,4497	6,2516	<b>0,0000***</b>
VDSI	<b>4,5530</b>	<b>0,0000***</b>	0,0270	0,9785	<b>4,5345</b>	<b>0,0000***</b>	3,7406	<b>0,0002***</b>

Nota: ABPO-Abuso de poder; CNIM-Conduita negligente, imperita e/ou imprudente; CARE-Contração de agentes sem registros em órgãos competentes; DINC-Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia; MAPC-Manipulação de preço das ações; NCRA-Não convocação/realização de AGE/AGO; NDFP-Não entrega / não elaboração / atraso das DFs; NOAC-Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade; NAIP-Negociação de ações com informações privilegiadas; NCVM-Omissão / obstrução / não-esclarecimento de exigências da CVM; PRCI-Permissão e/ou realização de contratos irregulares; PNEQ-Prática não-equitativa; REIP-Reavaliação irregular de patrimônio; RINF-Retenção de informações relevantes; VDSI-Violação do dever de sigilo.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Verifica-se que a maior parte das categorias mencionadas – que apresentaram maiores proporções de julgamentos em companhias de nível Tradicional – são relacionadas à elaboração, divulgação e tratamento das informações contábeis e financeiras disponibilizadas aos usuários desses relatórios. Tais apontamentos podem reforçar a percepção de uma qualidade informacional exigida de forma mais acentuada nas companhias de níveis diferenciados de governança, requerida inclusive de forma legal pelos agentes reguladores, tais como [B]<sup>3</sup> e CVM. Além disso, esses resultados são amparados por Moura, Franz e Cunha (2015), visto que os autores afirmam que a adoção de níveis diferenciados de Governança Corporativa influencia positivamente para uma melhor qualidade informacional dos reportes contábeis.

Além disso, os dados apontados são melhores compreendidos porque entre os níveis diferenciados há uma série de diferenças em obrigações adicionais a serem cumpridas perante

aos órgãos reguladores. As companhias do Nível 1, por exemplo, são obrigadas a apresentar melhorias na evidenciação das informações financeiras e promover dispersão do controle acionário. As companhias do Nível 2, além de se comprometer com as questões do Nível 1, são comprometidas a ampliar os direitos dos acionistas minoritários. O Novo Mercado, por sua vez, apresenta regras adicionais a legislação societária brasileira, denominadas “boas práticas de governança corporativa”, que aumenta tanto os direitos dos acionistas quanto a qualidade da informação apresentada aos *stakeholders* (ALMEIDA; SCALZER; COSTA, 2008).

Por outro lado, o Nível Tradicional mostrou proporção negativa em quatro categorias de julgamentos pela CVM, sendo elas: Conduta Negligente, Imperita e/ou Imprudente (CNIM), Negociação de Ações com Informações Privilegiadas (NAIP), Permissão e/ou Realização de Contratos Irregulares (PRCI) e Retenção de Informações Relevantes (RINF), sendo as três primeiras com significância estatística de 1%, e a última com relevância estatística de 5%. Ainda que tais resultados não fossem os esperados, são amparados por Abdullah & Said (2018), pois a pesquisa de tais autores mostrou um aumento de incidentes relacionados com crimes financeiros corporativos, indicando uma aparente ineficácia das funções de governança corporativa como mecanismos únicos de monitoramento das companhias e seus representantes.

Os dados mencionados a respeito do nível de governança Tradicional, com maior número de processos, podem ser explicados porque essas companhias, quando comparadas aos demais níveis de governança, são vistas como menos rígidas em seus procedimentos internos e de *compliance* do mercado de capitais. As empresas inseridas no nível de Novo Mercado evidenciaram uma frequência de 12%, e esse resultado, por sua vez (em comparação ao das empresas do Nível 1 e Nível 2, ambas com 5%), pode ser justificado porque as companhias do Novo Mercado são empresas submetidas a maiores obrigações em relação à proteção dos investidores, ou seja, estão mais expostas às Hipóteses de Custos Políticos levantadas por Watts e Zimmerman (1986).

A fim de analisar os PAS e a classificação setorial, os resultados estão apresentados na Tabela 4. As empresas que mais são penalizadas, pela ótica da frequência de punições, são as companhias inseridas nos setores Bens Industriais, Consumo Cíclico e Financeiro.

A Tabela 4 abaixo demonstra que os setores que mais sofreram julgamentos pela CVM foram: Bens Industriais, Consumo Cíclico e Financeiro – resultados coerentes com o estudo de Borges e Andrade (2019). O setor de Bens Industriais, assim como afirmado pelos autores, apresentou maior incidência de processos relativos a irregularidades nas demonstrações financeiras. As empresas de Consumo Cíclico, que, segundo Borges e Andrade (2019), é um setor caracterizado pela presença de empresas familiares, foram mais penalizadas por práticas de *insider trading*.

**Tabela 4 - Frequência de PAS em relação à classificação setorial da [B]<sup>3</sup> no período de 2008 a 2018**

Classificação Setorial	Observações	Frequência (%)	
		Relativa	Acumulada
Bens Industriais	82	24,40%	24,40%
Consumo Cíclico	62	18,45%	42,86%
Financeiro	55	16,37%	59,23%
Consumo Não Cíclico	42	12,50%	71,73%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	21	6,25%	77,98%
Materiais Básicos	21	6,25%	84,23%
Comunicações	18	5,36%	89,58%
Utilidade Pública	18	5,36%	94,94%
Outros	12	3,57%	98,51%
Saúde	3	0,89%	99,40%
Tecnologia da Informação	2	0,60%	100,00%
<b>Total</b>	<b>336</b>	<b>100,00%</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

#### 4.2 REPUBLICAÇÕES DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E AS CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONAIS

As observações das demonstrações, totalizadas em 5321 DFPs, foram compostas essencialmente por: (i) companhias que tiveram PAS abertos no período de 2008 a 2018, compondo o grupo de interesse; e (ii) companhias de capital aberto brasileiras, listadas na [B<sup>3</sup>] até o término do exercício de 2018, representando, em sua maioria, o grupo de controle. É importante mencionar que os anos de 2001 a 2007 foram contemplados porque se referiram às DFPs da época em que a CVM identificou os problemas que posteriormente foram julgados.

Dessa forma, o resultado dessa análise apontou o número de 1.422 (um mil e quatrocentos e vinte e duas) republicações de demonstrações financeiras, conforme podemos ver na Tabela 6 abaixo.

**Tabela 5 - Análise descritiva da frequência de republicações**

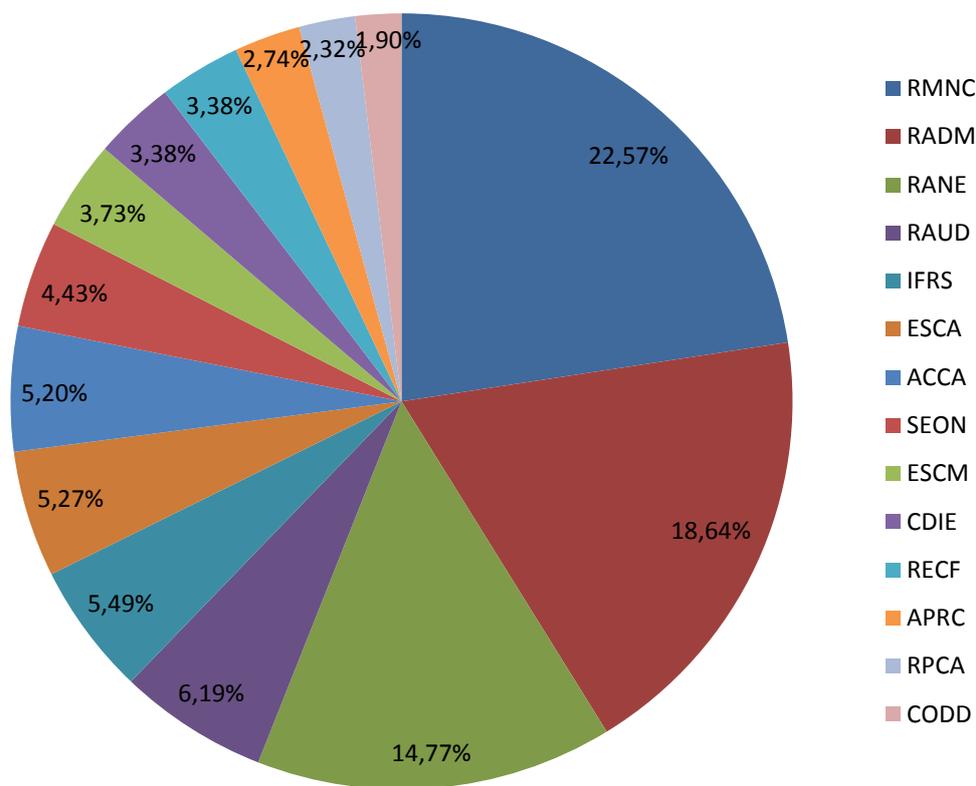
	Frequência	Percentual
Não Republicação	3899	73,30
Republicação Espontânea	1319	24,80
Republicação Por Exigência	103	1,90
Total	5321	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Segundo os resultados apresentados na Tabela 6, a incidência de republicações é de 26,7%, enquanto a incidência de não republicação é de 73,3%. Isso não significa afirmar que somente 26,7% das empresas republicaram suas demonstrações. Significa, tão somente, que, para cada demonstração contábil publicada, 26,7% delas foram refeitas/retificadas e republicadas. Além disso, os resultados indicam que a proporção entre as republicações espontâneas sobre o total de republicações foi de 92,76%; enquanto as republicações obrigatórias representam somente 7,24% sobre o total de refazimentos de reportes contábeis. Os resultados são similares aos apontados por Marques *et al.* (2016), em que os autores afirmam que, no período pós-SOX e já adotando os padrões de IFRS, o índice de republicação foi de 23%, indicando, inclusive, que, em períodos de mudanças regulatórias, aumenta a predição das companhias em republicarem suas demonstrações.

Continuamente, classificaram-se todas as republicações das demonstrações por sua tipologia, conforme abordado no tópico de delineamento metodológico. Dessa feita, os motivos com que os administradores justificaram a reapresentação das DFPs foram compilados e apresentados na Figura 8 abaixo:

**Figura 8 - Classificação dos motivos de republicações (2001 a 2018)**



Fonte: Dados da Pesquisa. Nota: **RMNC** - Retificação de Reconhecimento e Mensuração de Números Contábeis; **RADM** - Alteração do Relatório de Administração; **RANE** - Retificação e/ou Aperfeiçoamento de Notas Explicativas; **RAUD** - Alteração do Relatório de Auditoria Independente; **IFRS** - Apresentação das Demonstrações em IFRS; **ESCA** - Escala de Ações; **ACCA** - Alteração da Composição do Capital; **SEON** - Solicitação ou Exigência do Órgão Normativo; **ESCM** - Escala de Moeda; **CDIE** - Correção da Data do Início do Exercício; **RECF** - Inclusão ou Retificação do Parecer do Conselho Fiscal; **APRC** - Adequação aos Pronunciamentos Contábeis; **RPCA** - Inclusão e/ou Retificação de Parecer do Comitê de Auditoria; **CODD** - Correção de Dados Cadastrais.

De acordo com a categorização explorada, a Figura 8 evidencia que o maior número de republicações diz respeito a retificações de números contábeis, ou seja, 22,57% das republicações observadas foram alterações materiais nas DFPs (Balanços Patrimoniais, Demonstrações de Resultado do Exercício e outras demonstrações obrigatórias), evidenciando a preocupação em retificar ou até mesmo apresentar números possivelmente omitidos em ocasião anterior à republicação. Esse resultado é corroborado por Marques *et al.* (2016), em que os autores encontraram resultados semelhantes (22,77%) para a incidência de alterações quantitativas relativas aos números contábeis.

Em segundo lugar, 18,64% dos refazimentos das DFPs foram classificados de acordo com alterações e retificações inerentes aos Relatórios da Administração das companhias. Assim, os informativos gerenciais, as prospecções e outros comunicados oriundos da administração da companhia foram reapresentados aos *stakeholders*, destacando aspectos de relacionamento

com os investidores e outros interessados nas informações financeiras divulgadas pelos administradores.

Em terceiro lugar, os aperfeiçoamentos e as retificações das notas explicativas tiveram uma representação de 14,77% sobre todas as republicações analisadas. Segundo Marques *et al.* (2016), as alterações das notas explicativas são vistas como alterações qualitativas, tendo uma representatividade relevante no que se refere à motivação da republicação da DFP. Além disso, a expressividade da reapresentação das notas explicativas indica uma melhoria da qualidade informacional da demonstração contábil, uma vez que permite trazer maior relevância da informação contábil ao evidenciar critérios patrimoniais específicos.

Em um número mais reduzido em comparação às categorias mencionadas anteriormente, está a motivação de reapresentação dos reportes contábeis voltados para os relatórios de auditoria externa, totalizando 6,19% das republicações. Esse número pode indicar alguma mudança de opinião, ou até mesmo acréscimo de informações financeiras relevantes na opinião dos auditores independentes. Os refazimentos das demonstrações para adequação aos moldes da IFRS representam 5,49% das republicações. A presença desse tipo de justificativa a fim de atender aos padrões internacionais evidencia a percepção da qualidade informacional das demonstrações, uma vez que Dechow, Ge e Schrand (2010) apontam que as IFRS proporcionam uma melhoria na qualidade informacional das DFPs.

Continuando, retificações de escala de ações representaram 5,27%, geralmente significando modificações na escala de unidades para milhares, ou seja, sem alterações substanciais nos números e informativos financeiros das DFPs. Em seguida, alterações na composição do capital social representaram 5,20% dos refazimentos, indicando retificações do patrimônio, do capital das companhias e sua propriedade, seja majoritária ou minoritária. Em seguida, republicações dos demonstrativos originados por solicitação e/ou existência de órgãos normativos ([B]<sup>3</sup> ou CVM) totalizaram 4,43% das motivações de republicações.

Outros motivos de republicações das demonstrações contábeis incluem: alterações de escala de moedas, novamente sem alterações substanciais, com representação de 3,73%, novamente sem alterações capitais nos reportes financeiros; correção de data do início do exercício das

DFPs, figurando 3,38% do total de republicações; inclusão e/ou retificação do parecer de conselho fiscal, com representação de 3,38% das republicações.

Os refazimentos das demonstrações financeiras decorrentes de adequação aos Pronunciamentos Contábeis elencaram 3,06% dos refazimentos. O contexto adaptação às normas contábeis pode ser ancorado na perspectiva de Plumlee e Yohn (2010), em que os autores afirmam que muitas republicações são mais consequências de más interpretações das normas contábeis do que distorções intencionais nas DFPs. Continuamente, os motivos voltados para Retificação e/ou inclusão do Comitê Interno de Auditoria representou 2,32% sobre as retificações. Por último, correções de dados cadastrais, novamente não substanciais das DFPs, representaram 1,90%.

Continuamente, as republicações foram também analisadas de acordo com as características institucionais do mercado. Assim, as 1422 republicações foram verificadas por tipo de auditoria (se *Big Four* ou não), nível de governança corporativa e classificação setorial. No que diz respeito às duas primeiras características (tipo de auditor e nível de governança corporativa), os resultados são evidenciados na Tabela 7.

**Tabela 6 - Estatísticas Descritivas das republicações por características institucionais da amostra no período de 2008 a 2018**

	Tipo de Auditor					Nível de Governança Corporativa			
	NBig4	DTT	E&Y	KPMG	PWC	TRAD	N1	N2	NM
Média	32	18	23	24	21	60	11	9	45
Frequência (%)	27%	15%	19%	21%	18%	49%	9%	7%	35%
Mediana	30	20	20	23	21	48	10	9	41
Desvio-padrão	10	9	11	10	9	23	5	3	15
Mínimo	18	7	8	2	2	36	0	2	4
Máximo	55	38	42	40	35	107	20	13	67

Nota: **NBig 4** – Auditoria Não-*Big Four*; **DTT** – Deloitte ToucheTohmatsu; **E&Y** – Ernst & Young; **PWC** – PriceWaterHouseCoopers; **TRAD** – Tradicional; **N1** – Nível 1; **N2** – Nível 2; **NM** – Novo Mercado  
 Fonte: Dados da Pesquisa.

Constatou-se, conforme se observa na Tabela 7, que as empresas que mais republicaram no período analisado foram empresas de auditoria consideradas *Big Four*, uma vez que a soma das frequências das quatro maiores empresas de auditoria resulta na frequência de 73% das republicações, enquanto as empresas não-*Big Four* representam 27% das republicações no período analisado. Esse resultado vai ao encontro do que é afirmado por Marques *et al.*

(2016), em que os autores atestam que a concentração de republicações das companhias auditadas por *Big Four* pode ser explicada pela concentração de serviços de auditoria por essas empresas, além de significar que as *Big Four* dão mais credibilidade às empresas no que diz respeito à transparência das informações passadas ao mercado.

Esse raciocínio também pode ser aplicado para os diferentes níveis de governança corporativa. Nota-se que há um índice maior de republicações de empresas do nível Tradicional, elencando 49% sobre o total de republicações. As companhias do Novo Mercado colocam-se em segundo lugar da frequência de refazimentos das DFPs, com 35%; enquanto o Nível 1 e Nível 2 representam, respectivamente, 9% e 7% dos refazimentos e republicações de seus demonstrativos financeiros. Isso pode ser explicado parcialmente pela composição da amostra, tendo em vista que esses números seguem o mesmo padrão dela.

No que se refere às classificações setoriais mais recorrentes na republicação de suas demonstrações contábeis, os resultados são evidenciados na Tabela 6 abaixo.

**Tabela 7 - Frequência de Republicações por Setor Econômico no período de 2008 a 2018**

Classificação Setorial	Observações	Frequência (%)	
		Relativa	Acumulada
Financeiro	336	23,63%	23,63%
Consumo Cíclico	267	18,78%	42,41%
Utilidade Pública	254	17,86%	60,27%
Bens Industriais	206	14,49%	74,75%
Materiais Básicos	94	6,61%	81,36%
Consumo Não Cíclico	90	6,33%	87,69%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	48	3,38%	91,07%
Outros	45	3,16%	94,23%
Saúde	41	2,88%	97,12%
Comunicações	26	1,83%	98,95%
Tecnologia da Informação	15	1,05%	100,00%
<b>Total</b>	<b>1422</b>	<b>100,00%</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

O resultado apresentado é condizente com o estudo de Chiudini, Cunha e Marques (2018), tendo em vista que o setor Financeiro representou a classificação setorial com maior número de republicações (com 23,63%), seguido dos setores de Consumo Cíclico (com 18,78%) e Utilidade Pública (com 17,86%). Esses resultados podem estar associados a diferentes regulações, uma vez que Carvalho, Maia, Louzada e Gonçalves (2017) ressaltam a diferença

de regulação entre as empresas do setor Financeiro. Além disso, Lustosa, Fernandes, Nunes e Júnior (2010) afirmam que as companhias de Consumo Cíclico apresentam menores níveis de *accruals* discricionários quando comparadas às de outros setores, indicando que as republicações podem ser associadas à qualidade do lucro contábil.

Esses dados, consistentes com Marques, Amaral, Souza, Santos e Belo (2017), em que os autores afirmam que, no período pós-adoção da SOX, empresas que possuíam diferentes Níveis de Governança apresentaram uma relação positiva com a taxa de republicação. Em análise conjunta, isso significa afirmar que as companhias republicam por diferentes motivos, mas essa motivação, quando analisada por níveis de governança mais rígidos do mercado financeiro, pode ser interpretada como uma maior transparência e espontaneidade na correção de informações qualitativas das demonstrações financeiras.

Note-se, no entanto, que o primeiro maior número de republicações está ligado às empresas de nível de Governança Tradicional, enquanto o segundo está ligado ao nível de Governança do Novo Mercado. Esses dados, vistos em conjunto com os principais motivos de republicações podem levar à conclusão de que as companhias podem republicar tanto para correção de erros quanto para o aperfeiçoamento de informações contábeis.

Aplicou-se o teste de proporções no para verificar a igualdade entre os motivos de republicações das demonstrações contábeis. Para isso, as companhias que tiveram suas DFPs reapresentadas foram elencadas de acordo com o nível de Governança Corporativa. Os resultados foram apresentados na Tabela 9 abaixo.

Conforme se verifica na Tabela 9, o motivo que levou as companhias a republicar por conta de Adequações aos Pronunciamentos Contábeis se mostrou com uma proporção menor nas empresas no Nível 2 de GC, a um nível de significância estatística de 10%.

Os resultados também indicam que a categoria que analisa as republicações inerentes dos Relatórios de Administração tem proporções maiores em companhias do nível Tradicional, a um nível de significância de 1%. Enquanto isso, as empresas do Nível 2 e Novo Mercado se mostraram com proporções menores para o mesmo motivo.

**Tabela 8 - Teste de proporções entre categorias de motivos de republicações e níveis de Governança Corporativa**

Nível de GC / Categorias	Tradicional		Nível 1		Nível 2		Novo Mercado	
	Escore z	p-valor						
APRC	2,3127	0,2070	0,8522	0,3941	<b>-1,7557</b>	<b>0,0791*</b>	-1,0932	0,2743
ACCA	0,9000	0,3681	-0,8904	0,3733	0,7408	0,4588	-0,8846	0,3764
RADM	<b>7,4120</b>	<b>0,0000***</b>	-1,3136	0,1890	<b>-2,4892</b>	<b>0,0128**</b>	<b>-6,2138</b>	<b>0,0000***</b>
RAUD	1,3257	0,1849	-0,9097	0,3630	-1,0755	0,2821	-0,5176	0,6047
IFRS	<b>3,2831</b>	<b>0,0010***</b>	<b>-7,6323</b>	<b>0,0000***</b>	<b>-8,0138</b>	<b>0,0000***</b>	<b>3,9029</b>	<b>0,0001***</b>
CDIE	-0,7664	0,4434	0,4662	0,6410	1,5057	0,1322	-0,1250	0,9005
CODD	-0,7956	0,4263	1,2834	0,1994	1,1268	0,2598	-0,3279	0,7430
ESCA	<b>-2,2787</b>	<b>0,0227**</b>	-0,3550	0,7226	<b>1,8869</b>	<b>0,0592*</b>	<b>1,7260</b>	<b>0,0844*</b>
ESCM	-0,4621	0,6440	0,0192	0,9847	0,9146	0,3604	0,0395	0,9685
RPCA	<b>2,6727</b>	<b>0,0075***</b>	-0,0842	0,9329	0,4013	0,6882	<b>-3,0194</b>	<b>0,0025***</b>
RECF	0,7071	0,4795	0,4660	0,6412	0,1019	0,9188	-1,0684	0,2854
RMNC	<b>3,7402</b>	<b>0,0002***</b>	<b>-2,6385</b>	<b>0,0083***</b>	<b>-3,2500</b>	<b>0,0012***</b>	-1,1642	0,2443
RANE	<b>2,0403</b>	<b>0,0413**</b>	<b>-2,4220</b>	<b>0,0154**</b>	-0,5504	0,5820	-0,6249	0,5320
SEON	<b>2,6487</b>	<b>0,0081***</b>	-0,2159	0,8291	-1,3400	0,1802	<b>-2,1555</b>	<b>0,0311**</b>

Fonte: Dados da Pesquisa. Nota: **RMNC** - Retificação de Reconhecimento e Mensuração de Números Contábeis; **RADM** - Alteração do Relatório de Administração; **RANE** - Retificação e/ou Aperfeiçoamento de Notas Explicativas; **RAUD** - Alteração do Relatório de Auditoria Independente; **IFRS** - Apresentação das Demonstrações em IFRS; **ESCA** - Escala de Ações; **ACCA** - Alteração da Composição do Capital; **SEON** - Solicitação ou Exigência do Órgão Normativo; **ESCM** - Escala de Moeda; **CDIE** - Correção da Data do Início do Exercício; **RECF** - Inclusão ou Retificação do Parecer do Conselho Fiscal; **APRC** - Adequação aos Pronunciamentos Contábeis; **RPCA** - Inclusão e/ou Retificação de Parecer do Comitê de Auditoria; **CODD** - Correção de Dados Cadastrais.

O motivo que analisou as republicações por Adequações aos Parâmetros Internacionais de IFRS mostrou-se com maiores proporções tanto nas companhias de nível Tradicional quanto no Novo Mercado, com significância de 1% para ambos. Em paralelo, observou-se proporções menores para as companhias elencadas no Nível 1 e Nível 2. Esse resultado pode ser amparado por Marques *et al.* (2016), em que os autores afirmam que mudanças normativas podem influenciar positivamente no fato de se republicar as demonstrações financeiras. Assim, pode-se inferir que mesmo as companhias inseridas no Novo Mercado sofreram uma proporção maior de republicação para resguardar a qualidade informacional desses relatórios.

A única categoria que apresentou proporções menores, a níveis estatisticamente significantes, para as firmam que de nível de governança Tradicional, foi a “Escala de Ações”, republicações estas que resultam em um acerto dos números de ações negociadas pelas empresas. Vê-se, portanto, que as companhias de níveis diferenciados republicaram mais por

esse motivo, adequando suas informações erroneamente divulgadas ao mercado em momento anterior.

Apesar de que a categoria “Inclusão e/ou Retificação de Parecer do Comitê de Auditoria” estar entre as menores frequentes que levaram as companhias a republicar suas demonstrações, tal justificativa mostrou proporções positivas para as firmas do nível Tradicional, e negativas para o Novo Mercado, ambas com significância de 1%. Tal resultado pode ressaltar a importância do comitê de auditoria, uma vez que Abbott, Parker e Peters (2004) constataram que o nível de atividade e independência exercida pelo comitê de auditoria aponta uma associação significativa e negativa com o fato de se republicar as demonstrações financeiras.

A categoria “Retificação de Reconhecimento e Mensuração dos Números Contábeis”, além de ter figurado como mais presente nos motivos de republicações, evidenciou um comportamento similar no teste de diferença de proporções. Novamente se observou que as firmas do nível Tradicional mostrou proporções positivas, e as companhias do Nível 1 e Nível 2 apresentaram proporções negativas. Por se tratar de uma categoria quantitativa e diretamente ligada aos números contábeis e financeiras evidenciada nas DFPs, o resultado pode ser lido em conjunto com Baber, Liang e Zhu (2012), vista que os autores asseveram a respeito da importância das interações das características de Governança Corporativa como determinantes da qualidade informacional dos relatórios financeiros.

A categoria “Retificação e/ou Aperfeiçoamento de Notas Explicativas” foi a segunda motivação mais presente em termos de frequência. Além disso, mostrou proporções maiores em firmas do Nível Tradicional quando comparadas às companhias elencadas no Nível 1, ambas com significância de 5%. Tal resultado, sendo analisado com a categoria imediatamente anterior (RMNC), sugere que alterações dos dispositivos de como as contas contábeis foram apresentadas originalmente prejudicam a qualidade informacional dos reportes contábeis.

Por último, a categoria que demonstra o papel regulatório da CVM ou da [B]<sup>3</sup>, com a prerrogativa que esses órgãos tem de exigir a republicação das demonstrações contábeis, se mostrou com proporções maiores nas companhias de Nível Tradicional, e menores entre as

companhias do Novo Mercado. Esses resultados indicam que as firmas elencadas em níveis diferenciados detêm de uma divulgação mais minuciosa das demonstrações, incorrendo em menores interferências por parte dos órgãos reguladores.

#### 4.3 ENTENDENDO A ASSOCIAÇÃO ENTRE REPUBLICAÇÕES, PAS E CARACTERÍSTICAS DAS COMPANHIAS

Por fim, foi objeto desta dissertação a aplicação de testes não-paramétricos para verificar a possível associação entre a ocorrência de processos investigativos corridos na CVM e a incidência de republicações por parte das companhias.

No que diz respeito a um dos principais objetivos apresentados neste estudo, ou seja, a verificação de uma possível associação entre as republicações das demonstrações contábeis e a incidência de processos sancionadores abertos contra as companhias abertas, utilizou-se o teste de Qui-Quadrado de Pearson para avaliar essa relação. Esse levantamento se deu porque os refazimentos e as republicações dos reportes financeiros podem ser uma das formas de mensurar a qualidade das informações contábeis, uma vez que sinalizam ao mercado a possível existência de manipulação intencional dos resultados contábeis (DECHOW *et al.*, 2010). Dessa forma, os Processos Administrativos Sancionadores julgados pela CVM podem ser associados aos problemas identificados pelo mercado nas republicações das demonstrações contábeis.

Essa abordagem é relevante porque considera as republicações como sendo possíveis distorções das informações financeiras e busca verificar a associação dessas possíveis manipulações com os processos instaurados pelo órgão regulador brasileiro. Em outras palavras, busca-se verificar se a incidência de republicações dos reportes financeiros está associada à ocorrência de investigações por parte da CVM. Os resultados são apresentados na Tabela 10 abaixo.

O teste Qui-Quadrado, evidenciado na Tabela 10, analisa a associação de julgamentos pela CVM e a ocorrência de republicações das demonstrações financeiras. O resultado mostra que não é possível rejeitar a hipótese alternativa de que há associação entre a ocorrência de julgamentos da CVM e a existência de republicações das demonstrações financeiras por parte

das companhias. Isso se dá porque o p-valor de 0,001 tanto no teste de Qui-Quadrado quanto no teste exato de Fisher mostra uma associação com significância estatística para os dois testes de associação.

**Tabela 9 - Teste de Qui-Quadrado e Fisher para associação entre PAS e republicações**

Ocorrência de PAS /Republicação	Republicou DFP	Não Republicou DFP	Total
Não julgado pela CVM	3373,00	1279,00	4652,00
(Frequência esperada)	3408,80	1243,20	4652,00
(Contribuição ao qui-quadrado)	0,40	1,00	1,40
Julgado pela CVM	526,00	143,00	669,00
(Frequência esperada)	490,20	178,80	669,00
(Contribuição ao qui-quadrado)	2,60	7,20	9,80
Total	3899,00	1422,00	5321,00
(Frequência esperada)	3899,00	1422,00	5321,00
(Contribuição ao qui-quadrado)	3,00	8,20	11,20
Qui-Quadrado de Pearson = 11,1809		p-valor = 0,001	
Teste exato de Fisher		p-valor = 0,001	

Fonte: Dados da pesquisa.

## 5 CONCLUSÕES

Esta dissertação teve como objetivo analisar os Processos Sancionadores Administrativos instaurados pela CVM contra as companhias de capital aberto brasileiras no período de 2008 a 2018, investigando a natureza, motivações e características que levaram a abertura desses processos, além de analisar os motivos das republicações das demonstrações financeiras das companhias no mesmo período.

Dessa forma, a pesquisa foi norteada com quatro objetivos específicos: o primeiro tratou da análise dos PAS julgados entre 2008 a 2018, estudando a natureza, motivações e características desses processos julgados pela CVM, órgão regulador do mercado de capitais brasileiro. O segundo objetivo analisou os motivos que levaram os gestores, representando as companhias listadas na amostra, a refazer as demonstrações financeiras e republicá-las perante o mercado. O terceiro analisou as características institucionais (auditor, governança corporativa e setor econômico) entre as empresas que republicaram as demonstrações e companhias que tiveram processos julgados pela CVM. O último objetivo se deu para analisar

e verificar se existe alguma associação entre o fato de determinada companhia republicar sua DFP e ter processo instaurado pela autarquia reguladora do mercado brasileiro.

O estudo, de natureza quali-quantitativa, com predominância de aspectos quantitativos, de classificação descritiva e documental, analisou dados de 575 empresas no período base de 2008 a 2018. Para a realização do estudo utilizou-se a análise de conteúdo dos Processos Administrativos Sancionadores da CVM e das motivações de republicações do período mencionado. Posteriormente, foram conduzidos testes de médias, medianas e proporções Wilcoxon Mann-Whitney para avaliar diferenças estatísticas entre auditores, nível de Governança Corporativa e setores econômicos, além do teste Qui-Quadrado e sinal exato de Fisher para se testar a associação entre o fato de a companhia ser julgada pela CVM e ter sua demonstração contábil republicada.

Os resultados indicam que grande parte dos processos (cerca de 82%) são julgamentos que envolvem até seis acusados, podendo levar a conclusão de que há certa dificuldade na apuração de julgamentos que envolvem um número maior de pessoas devido ao conluio dos agentes envolvidos em irregularidades do mercado. Além disso, verificou-se o tempo que se leva para a conclusão dos processos abertos: a média do tempo, entre a ocorrência da irregularidade observada pela Comissão e a abertura dos processos, foi de 54 meses, enquanto a autarquia leva uma média de 32 meses entre a abertura e a conclusão do processo. Esses dados permitem concluir que o tempo médio de para a verificação do problema observado e o julgamento dos envolvidos é de 86 meses.

Em continuidade, verificou-se que 61% de acusações totais são convertidas em multas pecuniárias para os envolvidos, 29% desses julgamentos resultam em absolvições, 6% em advertências para os acusados e 4% são convertidas em proibições de âmbito profissional (inabilitações e/ou proibições temporárias).

A categoria de punição convertida em multa pecuniária mais onerosa foi a Omissão, Obstrução e/ou Não Esclarecimento de Exigências da CVM (NCVM), indicando que o embaraço de exigências da autarquia é convertido em multas monetárias maiores do que as demais. As penalidades “Negociação de Ações com Informações Privilegiadas”, “Prática não-equitativa” e “Vedação do Dever de Sigilo” se mostraram com penas pecuniárias acima da

mediana das demais punições do mesmo tipo. Os motivos voltados diretamente à qualidade informacional dos relatórios financeiros (Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade; Não entrega /não elaboração / atraso das DFs; Não convocação/realização de AGE/AGO; e Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia) foram as categorias de punições com as menores multas pecuniárias aplicadas pela CVM.

Os testes de diferenças entre proporções entre os auditores (*Big Four* e não-*Big Four*) e as categorias de punições evidenciaram menores proporções para os auditores *Big Four* nas categorias voltadas para a análise, elaboração e divulgação dos relatórios financeiros, além da observância das normas de contabilidade e auditoria. No entanto, cinco categorias se mostraram com proporções menores para os auditores não-*Big Four*, sendo elas: Conduta negligente, imperita e/ou imprudente; Contração de agentes sem registros em órgãos competentes; Não convocação/realização de AGE/AGO; Negociação de ações com informações privilegiadas; e Permissão e/ou realização de contratos irregulares.

As companhias elencadas no nível de Governança Tradicional demonstrou maiores proporções em 5 (cinco) categorias de punições/julgamentos, sendo eles: Divulgação incorreta ou incompleta de informes da companhia (DINC), Não convocação/realização de AGE/AGO (NCRA), Não entrega / não elaboração / atraso das DFs (DFP), Não observância de normas e procedimentos de auditoria/contabilidade (NOAC) e Violação do dever de sigilo (VDSI). Verifica-se que a maior parte das categorias mencionadas são relacionadas à elaboração, divulgação e tratamento das informações contábeis e financeiras disponibilizadas aos usuários desses relatórios. O Nível Tradicional mostrou proporção negativa em quatro categorias de julgamentos pela CVM, sendo elas: Conduta Negligente, Imperita e/ou Imprudente (CNIM), Negociação de Ações com Informações Privilegiadas (NAIP), Permissão e/ou Realização de Contratos Irregulares (PRCI) e Retenção de Informações Relevantes (RINF). Esses dados confirmam que as companhias não elencadas em níveis diferenciados de GC são vistas como menos rígidas em seus procedimentos internos e de *compliance* do mercado de capitais.

No período analisado, a incidência de republicações das demonstrações financeiras foi de 26,7%. Desse total, 92% foi de caráter espontâneo, enquanto somente 8% foi por obrigação da CVM. Além disso, mais de 50% das republicações visam alterar três tipos de informações: a

mensuração dos números contábeis, relatórios de administração e aperfeiçoamento de notas explicativas. Esses resultados são condizentes com Marques *et al.* (2016), em que os autores afirmam que, das informações qualitativas, os relatórios de administração e alterações das notas explicativas são os mais representantes, enquanto as republicações que se relacionam diretamente com os números contábeis são as mais frequentes entre os motivos quantitativos de republicações.

As características institucionais (setor de atuação, o fato de ser ou não auditado por *Big Four* e o nível de governança corporativa) foram analisadas tanto para os PAS quanto para as republicações. Em relação aos PAS, observou-se que as companhias mais penalizadas são as que atuam nos setores Financeiro, de Consumo Cíclico e de Bens Industriais, condizentes com o estudo de Borges e Andrade (2019). A presença de auditores não-*Big Four* é maior entre os sancionados pela CVM, visto que entre os cinco grupos de punições abordados neste estudo, em quatro grupos, figurou-se uma presença maior de auditores não-*Big Four*, indicando que a *expertise* das quatro maiores empresas de auditoria pode mitigar os conflitos de agência e, de certa forma, frear o comportamento oportunista dos gestores. Além disso, verificou-se que as companhias de Governança Tradicional são mais sancionadas do que as companhias de níveis mais elevados de governança corporativa, visto que 82,61% dos julgamentos foram ajuizamentos contra empresas de Nível de Governança Tradicional. Esses dados são corroborados por Yu (2013), em que o autor afirma que o papel da governança corporativa é crucial em detectar indícios de fraudes corporativas.

As análises das republicações das demonstrações contábeis vistas em conjunto com as características institucionais possibilitam afirmar que os setores que mais republicaram seus reportes financeiros são as companhias dos setores Financeiro, de Consumo Cíclico e Utilidade Pública, resultados esses corroborados por Chiudini, Cunha e Marques (2018). Em relação às republicações e às auditorias *Big Four*, percebeu-se, em resultados similares ao obtidos por Marques *et al.* (2016), que as empresas auditadas por *Big Four* republicaram mais no período analisado, de modo que podemos atribuir essas republicações a melhorias informacionais das demonstrações contábeis. Além disso, verificaram-se os diferentes tipos de governança corporativa, com resultados apontando que a maior parte das republicações observadas vem de empresas do nível Tradicional (49% das republicações) e Novo Mercado (35% das republicações). Esses resultados, consistentes com Marques *et al.* (2016), indicam

que diferentes níveis de governança apresentaram uma relação positiva com a taxa de republicação. De modo complementar, apesar de as companhias republicarem por diferentes motivos, o fato de se republicar pode ser interpretado como uma preocupação relativa a transparência e espontaneidade na retificação das informações dos reportes financeiros (MARQUES; AMARAL; SOUZA; LOUZADA, 2016).

O motivo que levou as companhias a republicar por conta de Adequações aos Pronunciamentos Contábeis se mostrou com uma proporção menor nas empresas no Nível 2 de GC. A categoria que analisa as republicações inerentes dos Relatórios de Administração também apresentou proporções menores para as empresas do Nível 2 e Novo Mercado.

Já o motivo que referente à adequação à IFRS mostrou-se com maiores proporções tanto no nível Tradicional quanto no Novo Mercado, enquanto apresentou proporções menores para as companhias de Nível 1 e Nível 2, reiterando Marques *et al.* (2016), em que os autores asseveram que mudanças normativas podem influenciar positivamente no fato de se republicar as demonstrações financeiras.

Para a categoria “Retificação de Reconhecimento e Mensuração dos Números Contábeis”, firmas do nível Tradicional mostrou proporções positivas, enquanto as companhias do Nível 1 e Nível 2 apresentaram proporções negativas. A categoria “Retificação e/ou Aperfeiçoamento de Notas Explicativas”, segunda motivação mais presente em termos de frequência, mostrou proporções maiores em firmas do Nível Tradicional. Tal resultado sugere que retificações da estrutura de apresentação dos relatórios contábeis podem prejudicar a interpretação dos relatórios contábeis. A categoria que demonstra o papel regulatório da CVM ou da [B]<sup>3</sup> em exigir a republicação das demonstrações contábeis se mostrou com proporções maiores nas companhias de Nível Tradicional e menores entre as companhias do Novo Mercado.

No que diz respeito à análise das republicações e os PAS julgados entre 2008 a 2018, o teste Qui-Quadrado e teste exato de Fisher indicou-se que há associação estatisticamente significativa entre a ocorrência de republicações com a incidência de investigação e julgamento de processos por parte da CVM. Esse resultado sustenta afirmar, a uma significância estatística de 99%, que existe associação de que companhias que republicam seus reportes financeiros tenham processos administrativos abertos contra si.

Considerando se tratar de um estudo descritivo, destacam-se as limitações do mesmo. No que diz respeito à análise das empresas por meio de características institucionais, foi abordada principalmente a ocorrência de as companhias serem auditadas pelas quatro maiores empresas de auditoria (*Big Four*), assim como o nível de classificação de governança adotado pela [B]<sup>3</sup>, e o setor em que a empresa atua. Dessa maneira, outras características institucionais poderiam ser estudadas futuramente. Outra sugestão, similar à de Kedia e Rajgopal (2011), poderia abordar a atuação geográfica da CVM e testar se companhias mais próximas dos escritórios da autarquia são mais investigadas do que companhias relativamente distantes.

## 6 REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; COOPER, T. Insider Trading Before Accounting Scandals. **Journal of Corporate Finance**, v. 34, p. 169-190, 2015.
- AKERLOF, G. The Market for “lemons”: quality uncertainty and the Market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v.84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970.
- AMAN, A.; ISKANDAR, T. M.; POURJALALI, H.; TERUYA, J. Earnings Management In Malaysia: A Study On Effects Of Accounting Choices. **Management & Accounting Review**, v. 5, n. 1, p. 185-209, 2006.
- AMIRAM, D.; BOZANIC, Z.; COX, J. D.; DUPONT, Q.; KARPOFF, J. M.; SLOAN, R. Financial reporting fraud and other forms of misconduct: a multidisciplinary review of the literature. **Review of Accounting Studies**, v.23, n. 2, p. 732-783, 2018.
- ARENS, A. A.; BEASLEY, M. S.; ELDER, R. J.; HOGAN, C. E. **Auditing and Assurance Services: An Integrated Approach**, 16<sup>th</sup> ed., Prentice-Hall, 2016.
- ARRUÑADA, B. Audit quality: attributes, private safeguards and the role of regulation. **European Accounting Review**, v. 9, n. 2, 2000.
- BALL, R. Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 2, p. 277-323, 2009.
- BARDIN, L. Análise de conteúdo. São Paulo: Edições 70, 2011.**
- BEASLEY, M. S. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 443-465, 1996.
- BEATTY, A.; HARRIS, D. G. The Effects of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earnings Management: A Comparison of Public and Private Firms. **Review of Accounting Studies**, v. 4, n. 3-4, p. 299-326, 1999. doi: 10.1023/A:1009642403312.
- BEUREN, Ilse Maria.org. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo. Atlas, 2006
- BEYER, B.; NABAR, S.; RAPLEY, E. T. Real Earnings Management by Benchmark-Beating Firms: Implications for Future Profitability. **Accounting Horizons**, Forthcoming, 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3206979>
- BORGES, S. R. P.; ANDRADE, M. E. M. C. Empresas Listadas na B3 Vs. Processos Sancionadores da CVM: Em Qual Setor Você Aposta? **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 20, n. 1, 2019. doi: 10.21714/2446-9114RMC2019v20n1t05
- BRADSHAW, M. T. Analyst information processing, financial regulation, and academic research. **The Accounting Review**, v. 84, n. 4, p. 1073-1083, 2009.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 358 de 3 de janeiro de 2002. **Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>

BRICKLEY, J.; SMITH, C. W.; ZIMMERMAN, J. L. **Managerial Economics and Organizational Architecture**. 6<sup>th</sup> ed. University of Rochester: McGraw-Hill Higher Education, 2015.

BROWN, P.; BEEKES, W.; VERHOEVEN, P. Corporate governance, accounting and finance: A review. **Accounting & Finance**, vol. 51, n. 1, p. 96-172, 2011.

CAMPBELL, D.; EPSTEIN, M. J.; MARTINEZ-JEREZ, F. A. The Learning Effects of Monitoring. **The Accounting Review**: v. 86, n. 6, p. 1909-1934, 2011. doi: 10.2308/accr-10129.

CAPLAN, D. H.; JANVRIN, D. J.; KURTENBACH, J. M. Internal Audit Outsourcing: An Analysis of Self-Regulation by the Accounting Profession. **Research in Accounting Regulation**, v. 19, 2006. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=947350>

CARVALHO, F. P.; MAIA, V. M.; LOUZADA, L. C.; GONÇALVES, M. A. Desempenho sectorial de empresas brasileiras: Um Estudo sob a Ótica do ROE, Q de Tobin e Market to Book. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 149-163, 2017. doi: 10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p149-163

CHAN, K. C. C.; LEE, P.; SEOW, G. S. Why did management and auditors fail to identify ineffective internal controls in their initial SOX 404 reviews? **Review of Accounting and Finance**, v. 7, n. 4, p. 338-354, 2008.

CHANG, X.; HILARY, G.; KANG, J.; ZHANG, W. Innovation, managerial myopia, and financial reporting. **INSEAD Working Paper**, April, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2189938>.

CHIUDINI, V.; CUNHA, P. R.; MARQUES, L. Relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o AuditDelay. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 51, 2018. doi: 10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2617.

CLARKE, F.; DEAN, G. (2014) Corporate Collapse: Regulatory, Accounting and Ethical Failure. In: Di Pietra R., McLeay S., Ronen J. (eds) **Accounting and Regulation**. Springer, New York, NY.

COFFEE JR, J. C. Understanding Enron: “It’s About the Gatekeepers, Stupid”. **The Business Lawyer**, v. 57, n. 4, p.1403-1420, 2002.

COHEN, J. R.; KRISHNAMOORTHY, G.; WRIGTH, A. The corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality. **Journal of Accounting Literature**, p. 87-152, 2004.

\_\_\_\_\_; HAYES, C.; KRISHNAMOORTHY, G; MONROE, G. S.; WRIGHT, A. M. The effectiveness of sox regulation: An interview study of corporate directors. **Behavioral Research in Accounting**, v. 25, n. 1, p. 61-87, 2013.

CONYON, M. J.; HE, L. Executive Compensation and Corporate Fraud in China, 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2292549>

COOPER, D.R.; SCHINDLER, P.S. **Business Research Methods**. 12th. Edition. New York: McGraw-Hill, 2014.

CURRIE, C. A new theory of financial regulation: predicting, measuring and preventing financial crises. **The Journal of Socio-Economics**, v. 35, p. 48-71, 2006.

D'ACUNTO, F.; WEBER, M.; XIE, J. Punish one, teach a hundred: the sobering effect of punishment on the unpunished. Disponível em: <<https://www.london.edu/-/media/files/faculty-and-research/subject-areas/accounting/symposium-2018/1-dacuntoweberxie.pdf?la=en>>

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

\_\_\_\_\_; GE, W.; LARSON, C. R.; SLOAN, R. G. Predicting Material Accounting Misstatements. **Contemporary Accounting Research**, vol. 28, p. 17-82, 2011. doi: 10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x.

\_\_\_\_\_; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 344-401, 2010. doi:10.1016/j.jacceco.2010.09.001

DEEGAN, C.; UNERMAN, J. **Financial Accounting Theory**, European Edition. Mc-Graw Hill, 2006.

DEFOND, M.L.; JIAMBALVO, J. Incidence and Circumstance of Accounting Errors. **The Accounting Review**, v. 66, n. 3, p. 643-655, 1991.

\_\_\_\_\_; ZHANG, J. A Review of Archival Auditing Research. **Journal of Accounting and Economics**, v. 58, n. 2-3, p. 275-326, 2014. doi: 10.1016/j.jacceco.2014.09.002

DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. **Planejamento da pesquisa qualitativa: teorias e abordagens**. 2ª ed. Porto Alegre: ARTMED, 2006.

DUMONTIER, P.; RAFFOURNIER, B. Accounting and Capital Markets: A Survey of the European Evidence. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 1, 2002. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=297389>.

FAMA, E. Efficient Market: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Economics**, vol. 14, p. 383-417, 1970.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel, SPSS e Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FEROZ, E. H.; PARK, K.; PASTENA, V. S. The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing Enforcement Releases. **Journal of Accounting Research**, v.29, p. 107-142, 1991.

FIELD, A. **Descobrimos a estatística usando o SPSS**. Porto Alegre: Artmed Editora, 2005.  
FIRTH, M. **The Valuation of shares and the efficient market theory**. London: Macmillan, 1977.

\_\_\_\_\_; MO, P. L. L.; WONG, R. M. K. Financial Statements Frauds and Auditor Sanctions: An Analysis of Enforcement Actions in China. **Journal of Business Ethics**, v. 62, p. 367-381, 2005. doi: 10.1007/s10551-005-0542-4

FONTES, R. M. **Avaliação da atuação do conselho de administração a partir dos processos instaurados pela CVM** (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação – FACE – Universidade de Brasília (Dissertação de Mestrado). Brasília, p. 196, 2013.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A.; GUERREIRO, R. Diferenciações entre a contabilidade financeira e a contabilidade gerencial: uma pesquisa empírica a partir de pesquisadores de vários países. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 9-22, 2007.

GHAZALI, A. W.; SHAFIE, N. A.; SANUSI, Z. M. Earnings Management: An analysis of opportunistic behaviour, monitoring mechanism and financial distress. **Procedia Economics and Finance**, v. 28, p. 190-201, 2015

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GLOVER, B.; LEVINE, O. Idiosyncratic Risk and the Manager. **Journal of Financial Economics (Forthcoming)**, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2024384>.

GRANT, R. M.; VISCONTI, M. The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals. **Long Range Planning**, v. 39, n. 4, p. 361-383, 2006. doi: 10.1016/j.lrp.2006.09.003

HAIL, L.; TAHOUN, A.; WANG, C. Corporate scandals and regulation. **Journal of Accounting Research**, v. 56, n. 2, p. 617-671, 2018.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

\_\_\_\_\_; PALEPU, K. G.; BERNARD, V. L. **Business Analysis and Valuation**. 2<sup>nd</sup> ed. Southwestern Publishing Company, 2000.

\_\_\_\_\_; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HOGAN, C. E.; SCHMIDT, J. J.; THOMPSON, A. Audit Committee Members and Restatement-Related Litigation Risk, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2608194>

HOLMSTROM, B. Moral hazard in teams. **The Bell Journal of Economics**, v. 13, n. 2, p. 324-340, 1982.

HOLTHAUSEN, R. W. Accounting standards, financial reporting outcomes, and enforcement. **Journal of Accounting Research**, v.47, n. 2, p. 447-458, 2009.

HUI, K. W.; MATSUNAGA, S. R. Are CEOs and CFOs Rewarded for Disclosure Quality?. **The Accounting Review**, v. 90, n. 3, p. 1013-1047, 2015. doi: 10.2308/accr-50885.

IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial and Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, Boston, vol. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JURIC, D.; O'CONNELL, B.; RANKIN, M.; BIRT, J. Determinants of the severity of legal and employment consequences for CPAs named in SEC accounting and auditing enforcement releases. **Journal of Business Ethics**, v. 147, n. 3, p. 545-563, 2018.

KARPOFF, J. M.; LEE, D. S.; MARTIN, G. S. The consequences to managers for financial misrepresentation. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 193-215, 2008.

KEDIA, S.; KHAN, U.; RAJGOPAL, S. The SEC's Enforcement Record against Auditors, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2947469> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2947469>

KIM, J.; CHUNG, R.; FIRTH, M. Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring, and Earnings Management. **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 2, 2003. doi: 10.1506/J29K-MRUA-0APP-YJ6V

KING, R.; WAYMIRE, G. Accounting Standard-Setting Institutions and the Governance of Incomplete Contracts. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 9, n. 3, p. 579-605, 1994. doi: 10.1177/0148558X9400900315.

KOCH, A. S.; LEFANOWICZ, C. E.; ROBINSON, J. R. Regulation FD: A Review and Synthesis of the Academic Literature. **Accounting Horizons**, v. 27, n. 3, p. 619-646, 2013. doi: 10.2308/acch-50500.

KURLAT, P.; VELDKAMP, L. Should we regulate financial information? **Journal of Economic Theory**, v. 158, p. 697-720, 2015.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. **Review of Finance** (Forthcoming), 2011. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1822848>.

LAND, J. K. CEO turnover around earnings restatements and fraud. **Pacific Accounting Review**, v. 22, n. 3, p. 180-198, 2010. doi: 10.1108/01140581011091666.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. D. The Economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 2, p. 525-622, 2016.

LISIC, L. L.; SILVERI, S.; SONG, Y.; WANG, K. Accounting fraud, auditing, and the role of government sanctions in China. **Journal of Business Research**, v. 68, n. 6, 2015.

LUNDHOLM, R. J. Reporting on the Past: A new approach to improving accounting today. **Accounting Horizons**, v. 13, 1999. Disponível em: 10.2139/ssrn.188308.

LUSTOSA, P. R. B.; FERNANDES, J. L. T.; NUNES, D. M. S.; ARAUJO JÚNIOR, J. B. DE. Estimativas contábeis e qualidade do lucro: análise setorial no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 4, n. 2, p. 43-61, 2010.

LYRA, R. L. W. C. **Análise hierárquica dos indicadores contábeis sob a óptica do desempenho empresarial**. 2008. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. doi:10.11606/T.12.2008.tde-12012009-182631.

MARQUES, V. A. **Qualidade das Informações Contábeis e o Ambiente Regulatório: Evidências Empíricas no Período de 1999 a 2013**. (Doutorado em Administração) - Faculdade de Ciências Econômicas – Universidade Federal de Minas Gerais (Tese de Doutorado). Belo Horizonte, p. 199, 2016.

\_\_\_\_\_; AIRES, D. B. B.; CERQUEIRA, N. P. P.; SILVA, L. K. C.; AMARAL, H. F. Dinâmica das republicações das demonstrações contábeis no período de 1997-2012. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 19, n. 3, p. 440-464, 2016.

\_\_\_\_\_; AMARAL, H.; SOUZA, A.; SANTOS, K.; BELO, P. H. Determinantes das Republicações no Mercado Brasileiro: Uma Análise a partir dos Incentivos ao Gerenciamento de Resultados. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 2, 2017.

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. Evidence on the international evolution and convergence of corporate governance regulations. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 1531-1557, 2011.

MELLO, L. B.; ALVARENGA, F. O.; MARQUES, J. A. V. C.; SAUERBRONN, F. F. Qualidade da Informação Contábil e os Processos Administrativos Julgados pela CVM: uma Análise entre 2014 a 2016. **Pensar Contábil**, v. 19, n. 70, p. 24-33, 2017.

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

MILLER, G. S. The Press as a watchdog for accounting fraud. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 5, p. 1001-1033, 2006. doi: 10.1111/j.1475-679X.2006.00224.x.

MURPHY, P. R.; DACIN, M. T. Psychological Pathways to Fraud: Understanding and Preventing Fraud in Organizations. **Journal of Business Ethics**, v. 101, n. 4, p. 601-618, 2011.

PALMIERI, A. R. T. L.; AMBROZINI, M. A. Impacto da abertura de capital no custo da dívida das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 3, p. 124-142, 2016.

PAULO, E. **Manipulação das Informações Contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. (Doutorado em Contabilidade e Controladoria), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo, p. p. 269, 2007.

PETRICK, J. A.; SCHERER, R. F. The Enron Scandal and the Neglect of Management Integrity Capacity. **American Journal of Business**, v. 18, n. 1, p. 37-50, 2003. doi: 10.1108/19355181200300003

PLUMLEE, M.; YOHN, T. L. An Analysis of the Underlying Causes Attributed to Restatements, 2009. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1104189>

RIBEIRO, A.; CARMO, C.; FÁVERO, L.; CARVALHO, L. Poder Discricionário do Gestor e Comparabilidade dos Relatórios Financeiros: Uma Análise do Processo de Transição Regulatória da Contabilidade Brasileira. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 70, p. 12-28, 2016.

ROBERTS, M. R. The role of dynamic renegotiation and asymmetric information in financial contracting. **Journal of Financial Economics**, v. 116, n. 1, p. 61-81, 2015. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.11.013.

RODRIGUES, R. M. R. C.; PAULO, E.; MELO, C. L. L. Gerenciamento de Resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do IBOVESPA. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, n. 3, p. 82-102, 2017.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 48, p. 37-49, 2008.

SANTOS, E.; PONTE, V.; MAPURUNGA, P. Adoção Obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de Conformidade das Empresas com a Divulgação Requerida e Alguns Fatores Explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 65, p. 161-176, 1 maio 2014.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 7<sup>th</sup> ed. Toronto: Pearson Prentice Hall, 2015.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.A Survey of corporate governance. **Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

STULZ, R. M. Securities laws, disclosure, and national capital markets in the age of financial globalization. **Journal of Accounting Research**, v.47, n. 2, p. 349-390, 2009.

SARNO, P. M. **A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986**. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.

WANG, T.Y. Corporate Securities Fraud: An Economic Analysis, **Job Market 1 Working Paper**, University of Minnesota, 2004.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, Jerold. **Positive accounting**. Prentice Hall, Englewood Cliffs. 1986.

WU, M. Earnings Restatements: A Capital Market Perspective. September, 2002. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1844265>.

YIU, D. W.; XU, Y.; WAN, W. P. The Deterrence Effects of Vicarious Punishments on Corporate Financial Fraud. **Organization Science**, v. 25, n. 5, p. 1287-1571, 2014. doi: 10.1287/orsc.2014.0904.

YOUNG, S. M.; PENG, E. Y. An Analysis of accounting frauds and the timing of analyst coverage decisions and recommendations revisions: Evidence from the US. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 40, n. 4, 2013.

YU, X. Securities fraud and corporate finance: Recent Developments. **Managerial and Decision Economics**, v. 34, p. 439-450, 2013. doi: 10.1002/mde.2621.

ZIKMUND; W. G.; BABIN, B. J.; CARR, J. C.; GRIFFIN, M. **Business Research Methods**, South-Western Cengage Learning, 8th Edition, 2008.

ZINGALES, L. Corporate governance. **NBER Working paper**, December, 1997. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=226064>.