

**O QUE EU FIZ CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS? UMA ANÁLISE DOS
PROCESSOS SANCIONADORES JULGADOS PELA CVM DE 2008-2018****Renan Bittencourt Guerra***Universidade Federal do Espírito Santo***Vagner Antônio Marques***Universidade Federal do Espírito Santo***Vinícius Gomes Martins***Universidade Federal de Pernambuco***RESUMO**

O objetivo do presente estudo foi analisar os motivos e penalidades aplicadas aos acusados dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) abertos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e sua associação com o nível de Governança Corporativa (GC), o segmento econômico e o tipo de auditor. O estudo de natureza descritiva, documental e com abordagem quantitativa analisou 336 PAS de 205 empresas listadas na [B]³ período de 2008-2018. Os dados foram examinados a partir da análise de conteúdo, da estatística descritiva e testes de diferenças entre médias/medianas/proporções. Os resultados evidenciaram que os processos julgados decorreram de 1936 irregularidades aplicadas à 1081 envolvidos. A irregularidade mais frequente foi a Conduta negligente, imperita e/ou imprudente. Diretores e Membros dos Conselhos de Administração foram os cargos predominantes dos acusados e aqueles de companhias do segmento Tradicional de GC foram os mais julgados e penalizados. Por sua vez, empresas auditadas por Big Four têm menores proporções de PAS julgados, sobretudo quando as irregularidades decorrem do descumprimento das normas de auditoria/contabilidade e/ou de divulgação dos informes/demonstrativos. Verificou-se uma predominância de PAS julgados dos setores econômicos de Consumo Cíclico, Financeiro, Consumo Não Cíclico e Bens Industriais. Por fim, observou-se que empresas auditadas pelas Big Four e aquelas dos segmentos diferenciados de GC apresentaram sanções pecuniárias médias maiores. O estudo apresenta contribuições para a discussão sobre o papel do regulador para o melhor funcionamento do mercado, contribuindo para o direcionamento de estudos das áreas de GC, Auditoria e Mercado de Capitais.

Palavras-Chave: Regulação; Processos Administrativos Sancionadores; *Enforcement*.

1. INTRODUÇÃO

O objetivo do presente estudo foi analisar os motivos e penalidades aplicadas às companhias nos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) abertos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e sua associação com o nível de governança, o segmento econômico e o tipo de auditor. Essa abordagem é justificada porque, de acordo com Shleifer e Vishny (1997), 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. Por outro lado, Beasley, Carcello, Hermanson e Lapedes, (2000) verificaram que os tipos de fraudes variam entre os setores, evidenciando diferenças nos comportamentos fraudulentos entre os segmentos das companhias. Além disso, 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.

De acordo com Kashyap, Rajan e Stein (2008), a maior integração entre os mercados e os recorrentes casos de fraudes corporativas fez emergir uma preocupação com o ambiente regulatório e de *enforcement*, pois, apesar da importância dos órgãos reguladores, eles não são capazes de prevenir de forma completa os problemas dos mercados, fazendo com que os reguladores ajam de forma a minimizar os custos incorridos à sociedade por conta das fraudes financeiras. Isso se dá porque a ocorrência de fraudes implica em efeitos econômicos adversos às companhias e aos agentes envolvidos, tais como perda de valor das empresas emissoras de ações em processos de *Initial Public Offering* (IPO) (Beatty, Bunsis & Hand, 1998); e a perda do cargo e da reputação por parte dos executivos envolvidos (Hansen & Trego, 2015). Dessa forma, a Contabilidade desempenha um instrumento de atuação relevante com o objetivo de diminuir a assimetria informacional entre os *insiders* e *outsiders*, buscando mitigar conflitos de agência, tais como casos de seleção (Kane, 2004). Sèvres e Sasso (2012) acrescentam que as recentes crises financeiras destacam a necessidade de uma resposta global às deficiências do sistema de governança e das estruturas do sistema financeiro internacional.

A literatura sobre regulação discute amplamente sobre a importância dos órgãos reguladores (Leuz & Wysocki, 2016; Hail, Tahoun & Wang, 2018) e seu caráter punitivo (Beatty et al., 1998), bem como o papel de mecanismos de governança corporativa (La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer e Vishny, 2000), auditores independentes (Lisic, Silveri, Song & Wang, 2015) e os diferentes setores econômicos. O presente estudo procurou investigar o papel regulatório e as questões mencionadas analisando os PAS julgados pela CVM no período de 2008-2018, utilizando referências nacionais que avaliaram a atuação da CVM nos julgamentos dos agentes atuantes do mercado, bem como seu papel de *enforcement* para as diferentes classificações setoriais e segmentos das companhias julgadas (Mello, Alvarenga, Marques & Sauerbronn, 2017; Borges & Andrade, 2019;).

Para isso, utiliza fundamentação baseada em estudos anteriores que reforça a importância regulatória na prevenção de crimes financeiros (D'Acunto, Weber & Xie, 2019), apresentando a figura dos auditores e mecanismos de Governança Corporativa como possíveis agentes mitigadores de fraudes corporativas (Lisic et al., 2015; Lu, 2016). Além disso, faz uso de estudos que avaliaram a relação dos setores econômicos das companhias brasileiras com os PAS instaurados pela CVM (Borges & Andrade, 2019).

A pesquisa de natureza descritiva, documental e quantitativa, analisou 336 PAS julgados no período de 2008 a 2018, contemplando 205 companhias de capital aberto no Brasil. Os dados foram coletados nos PAS julgados e analisados por meio de análise de conteúdo, estatísticas descritivas e de testes de diferenças entre médias, medianas e proporções. A pesquisa se justifica pela avaliação dos órgãos reguladores no mercado de capitais e no seu papel de monitoramento do comportamento oportunista dos agentes participantes desse mercado (Thevenot, 2012). Assim, este estudo visou preencher uma lacuna relacionada ao papel do regulador sob a análise do: (i) tipo de auditores; (ii) classificação setorial definida pela [B³]; e (iii) diferentes níveis de governança corporativa.

Este trabalho visa contribuir com os auditores, agentes reguladores, acionistas e potenciais investidores, na medida em que evidencia quais os principais comportamentos fraudulentos cometidos pelos agentes, a relação de mecanismos de governança e dos auditores, além de analisar quais setores são mais julgados e penalizados pela autarquia reguladora.

Além da presente introdução, este artigo está dividido em quatro seções. Na próxima seção apresentou-se o referencial teórico discutindo a importância da Contabilidade no mercado de capitais, o papel dos órgãos regulatórios para o funcionamento do mercado, bem como as evidências de estudos anteriores sobre o assunto. A seção três apresentou-se os procedimentos metodológicos. Na quarta seção apresentou-se a discussão e análise dos

resultados. Por fim, a última seção apresenta as considerações finais, implicações e limitações do estudo, assim como sugestões para possíveis pesquisas futuras.

2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Contabilidade, Mercado de Capitais e o Papel dos Mecanismos de Monitoramento e Controle

Kothari (2019) afirma que a Contabilidade tem sua função baseada em apresentar informações gerenciais que possibilitam tomadas de decisões, ressaltando que a qualidade informacional contábil das companhias afeta o desempenho e valor da companhia, destacando a disciplina como uma ferramenta essencial para o funcionamento e valoração dos mercados. Além disso, ela permite que diferentes agentes econômicos façam a alocação racional de seus recursos financeiros mediante da apropriação adequada das informações financeiras e contábeis divulgadas ao mercado (Kothari, Ramanna & Skinner, 2010). Nesse sentido, a Contabilidade contribui com o mercado pela prestação de contas das companhias aos *shareholders*, sendo que estes se tornam passíveis de monitorar os gestores de seus investimentos (Koch, Lefanowicz & Robinson, 2013).

Essas considerações são baseadas na relação entre os gestores (agentes) e acionistas (principais). Ainda que essa relação corporativa tenha o objetivo de maximização do valor da firma, a literatura de contabilidade e de finanças destaca a existência do *conflito de agência*, existente a partir do desalinhamento de interesses entre as partes, fazendo com que os agentes ajam na priorização de seu próprio bem-estar em detrimento aos interesses dos acionistas, justificado pela premissa de que os indivíduos são: (i) avaliadores, (ii) possuem desejos ilimitados, (iii) são maximizadores e (iv) criativos (Jensen & Meckling, 1976, 1994).

Como avaliadores, os agentes econômicos julgam permanentemente os riscos e benefícios associados às ações que colocarão em prática para atingir seus objetivos. Além disso, seus desejos são autorenováveis na medida em que a conquista de um objetivo vem acompanhada pela formulação de outra realização a ser conquistada. Ela está ligada de um desejo de maximizar seu próprio bem-estar e, como são criativos, buscarão alternativas para minimizar o efeito restritivo imposto nos ambientes em que atuam. A relevância disso se dá porque, como a atuação corporativa encontra forças regulatórias e de monitoramento, esses participantes poderão agir no sentido de reduzir os efeitos restritivos do ambiente normativo e regulatório e agir em detrimento aos *shareholders* (Jensen & Meckling, 1994).

Desse modo, autores ressaltam a existência de mecanismos de governança corporativa com o propósito de minimizar os custos inerentes do desalinhamento de interesses entre os agentes: conselhos administrativos e fiscais, auditoria externa, legislação do mercado e agências e órgãos reguladores do mercado. Esses mecanismos contribuem para mercados mais valorizados, seguros, abrangentes e menos concentrados, permitindo alocações eficientes de financiamentos e investimentos (La Porta et al., 2000). Um dos mecanismos de governança corporativa amplamente avaliado na literatura contábil se trata da auditoria externa, visto que ela é apresentada como um instrumento capaz de contribuir no monitoramento dos agentes, visto que eles avaliam a qualidade da elaboração dos relatórios financeiros das companhias (Cohen, Krishnamoorthy & Wright, 2002).

2.2 As fraudes corporativas e a presença dos órgãos regulatórios

Uma das preocupações dos órgãos reguladores consiste na divulgação das informações financeiras (e não financeiras) por parte das companhias. Isso porque os reguladores são vistos como autoridades que criam e interpretam as regras dessas divulgações, promovendo a proteção dos acionistas, além de monitorar o cumprimento de tais regras e normas impostas ao mercado e seus participantes, inclusive sob a prerrogativa de aplicação de sanções quando

esses regulamentos não estão sendo cumpridos (Leuz & Wysocki, 2016; Francis & Ryder, 2019). Chen, Firth, Gao e Rui (2005) apresentaram evidências do efeito negativo de punições sobre os retornos das companhias investigadas e sancionadas.

Hail, Tahoun e Wang (2018) afirmam que esses órgãos garantem o melhor interesse dos *stakeholders*, uma vez que priorizam uma antecipação das resoluções dos conflitos de agência entre *insiders* e *outsiders*, além de atuar na prevenção de comportamentos prejudiciais ao mercado. Ainda que La Porta et al., (2000) afirmem que uma regulação contábil produtiva signifique uma extensiva e compulsória evidenciação das informações financeiras por parte das companhias participantes, a efetividade dessas mudanças depende da participação das outras instituições existentes, necessitando, para isso, de “complementos institucionais”, tais como: auditorias externas, agências de supervisão e a presença de recursos legais (Leuz & Wysocki, 2016). Segundo Di Pietra, Gebhard, McLeay e Ronen (2014), essa participação de instituições reguladoras aumentou em decorrência de escândalos financeiros como os da Enron, WordCom e crise do Subprime, resultando na promulgação de novas regulações acerca da responsabilidade e governança corporativa. Os autores dão relativa importância a promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), argumentando que esta foi criada para reduzir os efeitos adversos dos relatórios financeiros fraudulentos ou com erros, além de contribuir positivamente na legitimação de aspectos da regulação do mercado.

Curtis (2008) reforça que a SOX surgiu em decorrência de numerosos casos de fraudes corporativas e que contribuíram no *enforcement* de critérios de contabilidade e auditoria das empresas públicas sujeitas à *Securities and Exchange Commission* (SEC), a Comissão de Títulos e Valores Mobiliários dos Estados Unidos. A avaliação realizada após 10 anos da promulgação da SOX evidencia que o mercado financeiro obteve benefícios voltados para a qualidade informacional das demonstrações financeiras, dados seus objetivos de melhorias de governança e redução de indícios de fraudes (Coates & Srinivasan, 2014).

De acordo com Beatty et al. (1998), a SEC, assim como outros órgãos reguladores em diferentes países, detém amplos poderes que incluem a prerrogativa de sancionar diretamente os agentes que agiram ou que possam agir de forma irregular junto ao mercado. Casos recorrentes de fraudes mostraram a necessidade de um sistema de regulação e *enforcement* robustos capazes de garantir a integridade e desenvolvimento do mercado. Assim, essas instituições agem com poder de polícia e impõem penalidades administrativas e judiciais como principais mecanismos punitivos (Holthausen, 2009; Yiu, Xu & Wang, 2014).

Dessa forma, ainda que o propósito central dos órgãos e agências reguladoras seja a proteção dos acionistas, a evolução e abrangência do mercado financeiro fizeram com que esses órgãos tivessem que atuar de maneira mais efetiva na prevenção de crimes financeiros (Francis & Ryder, 2019). Essa prevenção é evidenciada por Yiu et al. (2014), que apontam que as punições dos reguladores, quando observadas por outros participantes do mercado, servem como um mitigador de tentativas de irregularidades futuras, funcionando como um controle social.

2.3 Pesquisas anteriores e Desenvolvimento das Hipóteses

Tendo em vista o papel da regulação, monitoramento e punição no mercado (Yiu et al., 2014; Healy & Serafeim, 2016; Leuz & Wysocki, 2016; D'Acunto et al., 2019), diversos trabalhos têm sido desenvolvidos sobre a questão, em especial, analisando o papel dos auditores (Lisic et al., 2015; Wang, Ashton & Jaafar, 2019), a importância de mecanismos de governança corporativa (Lu, 2016) e o estudo das irregularidades do mercado financeiro analisando os setores e segmentos econômicos (Borges & Andrade, 2019).

Lisic et al. (2015) buscaram analisar o papel dos auditores em fraudes contábeis. 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. Além disso, concluíram que companhias auditadas por firmas maiores de auditoria são menos propensas a cometerem fraudes financeiras em seus relatórios e ressaltam o papel da regulação em assegurar auditorias de qualidade.

Wang et al. (2019) examinam a variação do valor das companhias julgadas entre 2007 a 2016 e evidenciaram que tanto penas pecuniárias quanto não-pecuniárias geram um impacto negativo ao mercado em relação ao valor da firma. Além disso, os autores concluíram que, se uma empresa julgada e sancionada foi auditada por empresas maiores de auditoria, a reação negativa do mercado é mais branda, mostrando que esses auditores passam certa credibilidade aos stakeholders. Dito isto, formula-se a primeira hipótese (H_1).

H_1 : Existe diferença significativa nas características dos PAS julgados entre os tipos de auditores.

Healy e Serafeim (2016), analisaram as punições decorrentes de condutas irregulares identificadas pelas próprias empresas. Os autores analisaram 667 empresas e observaram que nem todas as empresas comunicavam aos órgãos reguladores as irregularidades identificadas. Eles estimaram a existência de uma menor propensão de punições quando os casos não são comunicados aos reguladores. Além disso, observaram que os executivos seniores são menos penalizados e também são tratados de maneira mais branda quando comparados às mulheres que ocupam a posição similar, indicando que os problemas de agência podem explicar parcialmente o quão severo é uma penalidade em face dos infratores.

Lu (2016) analisou companhias chinesas no período de 2009 a 2011, questionando se a presença de critérios de governança corporativa diminui a propensão de firmas serem penalizadas por más condutas. Os resultados indicaram que uma maior presença de mecanismos de governança, sob a de conselheiros independentes nas companhias, é benéfica para mitigar o comportamento oportunista de outros administradores, indicando que essa presença é efetiva em contrabalançar a influência excessiva do CEO nas companhias analisadas. Esses fatores de governança corporativa levam a formulação da segunda hipótese (H_2).

H_2 : Existe diferença significativa nas características dos PAS julgados entre os Níveis de Governança Corporativa.

D'Acunto et al. (2019) buscaram analisar os resultados de sanções observados por empresas estatais no mercado chinês, no período de 1997 a 2014. Os autores indicaram que, após as punições de seus pares, as companhias aumentaram a independência dos conselhos, reduziram investimentos ineficientes, aumentaram seus retornos anormais, além de diminuir práticas irregulares de empréstimos e garantias bancárias. Assim, os autores concluem que as punições podem ser vistas como práticas de governança quando outros mecanismos são ineficientes, baseando-se na percepção do mercado em relação às punições normativas.

Borges e Andrade (2019) analisaram os PAS julgados pela CVM sob a perspectiva dos setores e segmentos econômicos. Os resultados evidenciados pelos autores apresentam o setor Financeiro como o mais investigado dentre os demais, enquanto multa pecuniária foi a sanção mais aplicada pelo órgão normativo. Além disso, as autoras evidenciam que a posição exercida pelos agentes pode ser ponderada no julgamento e aplicação da sanção administrativa. Diante disso, formula-se a hipótese (H_3).

H_3 : Existe diferença significativa nas características dos PAS julgados entre os diversos segmentos econômicos.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação, amostra e coleta de dados

Este trabalho classificou-se como descritivo, documental e quantitativo. A amostra foi composta por 336 PAS julgados e divulgados pela CVM em seu *site* no campo “Processos”, “Processos Julgados” e “Decisões de Julgamento”, sendo selecionado o período de 01/01/2008 a 31/12/2018. Cabe ressaltar que foram investigados somente os PAS com irregularidades junto às companhias de capital aberto no mercado de capitais brasileiro. Ressalta-se que o número de processos julgados pela CVM no período de 2008 a 2018 foi de 540, porém 336 deles foram referentes à julgamentos de companhias abertas. Desses 336 processos, resultou no julgamento de 205 companhias, considerando que algumas firmas foram julgadas de forma reincidente. Os dados econômico-financeiros, tais como níveis de GC, auditores externos e segmentos econômicos foram extraídos da base de dados da *Comdinheiro*.

3.2 Análise de dados e aplicação de testes

A pesquisa contemplou duas etapas. Na primeira etapa da pesquisa utilizou-se uma análise de conteúdo dos PAS, possibilitando uma categorização dos motivos que levaram a CVM a instaurar os processos, identificar os envolvidos nos julgamentos, e extrair informações acerca dos resultados desses processos, conforme apontado no Quadro 1.

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

Quadro 1. Categorização dos motivos de julgamentos pela CVM

Fonte: Elaborado pelos autores

De modo complementar, a análise de conteúdo dos PAS e a verificação dos envolvidos permitiu uma categorização dos agentes julgados pela CVM, conforme Quadro 2.

ACCO	Acionista Controlador
ACIO	Acionista Não Controlador
ADMIN	Administrador
AUDI	Auditor
DIPR	Presidente/Vice-Presidente
DIRE	Diretor
MBCA	Membro do Conselho administrativo
MBCF	Membro do Conselho Fiscal
OU	Outros

Quadro 2. Categorização dos motivos de julgamentos pela CVM

Fonte: Elaborado pelos autores

A partir dessas categorias (Quadros 1 e 2), analisou-se as variáveis referentes a fatores de Governança Corporativa, tipos de auditoria externa e a classificação setorial na qual a empresa está inserida, conforme apresentado no Quadro 3.

Nível de Governança	Variável categórica que assume valor 1 para o iésimo nível de governança corporativa e 0 para os demais.
Tipo de auditoria	Variável categórica que assume valor 1 para a iésima empresa de auditoria e 0 para as demais.
Classificação setorial	Variável categórica que assume valor 1 para o iésimo segmento econômico da [B] ³ e 0 para os demais.
Penalidade pecuniária	Logaritmo natural do valor total de penalidade pecuniária por acusado
Absolvição	Variável categórica <i>dummy</i> (0 e 1) para determinar a ausência e/ou ocorrência de absolvição por acusado
Advertência	Variável categórica <i>dummy</i> (0 e 1) para determinar a ausência e/ou ocorrência de aplicação de advertência por acusado
Suspensão/proibição profissional	Variável categórica <i>dummy</i> (0 e 1) para determinar a ausência e/ou ocorrência de aplicação de suspensão/proibição profissional por acusado

Quadro 3. Variáveis analisadas no estudo

Fonte: Elaborado pelos autores

Em seguida, como técnicas de análise de dados, utilizou-se testes estatísticos não-paramétricos de diferenças entre médias, medianas e proporções Wilcoxon Mann-Whitney para avaliar se existia diferenças estatísticas entre os auditores, níveis de GC e setores econômicos. Segundo Fávero e Belfiore (2017), o teste de Wilcoxon Mann-Whitney se apresenta como uma alternativa quando a distribuição de dados não for aderente à uma distribuição normal, sendo uma extensão do teste dos sinais. Os resultados discutidos na próxima seção foram apresentados quando da incidência de dados estatisticamente significantes para os níveis de 1%, 5% e 10%, representados pelos símbolos (***) (**), respectivamente.

4. DISCUSSÃO E ANÁLISE DE DADOS

4.1 Características dos processos analisados

Inicialmente, analisou-se a quantidade de empresas e de agentes envolvidos nos PAS julgados entre 2008 a 2018. Esses julgamentos, por sua vez, tratou-se de irregularidades apuradas pela CVM no período de 1987 a 2007. Os dados seguem evidenciados na Tabela 1 abaixo.

Tabela 1
Características dos PAS julgados pela CVM no período de 2008-2018

Painel A - Características dos PAS/CVM julgados no período de 1987-2016 por ano da irregularidade							
Quantidade	Anterior*	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Empresas Listadas	504	506	537	522	514	505	488
Irregularidades	798	127	100	79	132	117	173
Empresas Envolvidas	94	23	17	22	21	26	28
<i>Irreg./Empr.</i>	<u>8,49</u>	<u>5,52</u>	<u>5,88</u>	<u>3,59</u>	<u>6,29</u>	<u>4,50</u>	<u>6,18</u>
Processos	99	27	19	26	24	27	33
<i>Irreg./Proc.</i>	<u>8,06</u>	<u>4,70</u>	<u>5,26</u>	<u>3,04</u>	<u>5,50</u>	<u>4,33</u>	<u>5,24</u>
Agentes Acusados	492	97	80	64	109	63	123
<i>Irreg./Agentes</i>	1,62	1,31	1,25	1,23	1,21	1,86	1,41
% Processos/Qtd.Empr.Listadas	19,64%	5,34%	3,54%	4,98%	4,67%	5,35%	6,76%

Painel A – Continuação

Quantidade	2013	2014	2015	2016	Total	Média
Empresas Listadas	478	484	479	472	472	499
Irregularidades	319	57	26	8	1.936	171
Empresas Envolvidas	39	13	8	3	294	27
<i>Irreg./Empr.</i>	<u>8,18</u>	<u>4,38</u>	<u>3,25</u>	<u>2,67</u>	<u>6,59</u>	<u>6,39</u>
Processos	53	17	8	3	336	31
<i>Irreg./Proc.</i>	<u>6,02</u>	<u>3,35</u>	<u>3,25</u>	<u>2,67</u>	<u>5,76</u>	4,91
Agentes Acusados	133	29	19	5	1.214	107
<i>Irreg./Agentes</i>	2,40	1,97	1,37	1,60	1,59	1,68
% Processos/Qtdde.Empr.Listadas	11,09%	3,51%	1,67%	0,64%		6,17%

Fonte: dados da pesquisa (2008-2018).

Nota: * os dados se referem a 14 anos no período de 1987-2007.

Os dados da Tabela 1 evidenciam que os PAS julgados pela CVM atingiu, em média, entre seis a sete por cento companhias abertas listadas no mercado no período analisado, tendo uma média de 31 PAS julgados anualmente. Além disso, verificou-se que a distribuição média proporcional de irregularidades por empresas (Irreg./Empr.) é maior do que as irregularidades por processos (Irreg./Proc.). Isso ocorreu porque a amostra contemplou empresas reincidentes em PAS julgados, fazendo com a proporção de PAS apontem números menos diluídos em relação às irregularidades. O mesmo tipo de análise pode ser feita na verificação da proporção das irregularidades por agentes (Irreg./Agentes), tendo em vista que o número de agentes julgados é superior tanto ao número de Processos quanto ao número de empresas.

4.2 Anatomia dos Processos: entendendo o que os agentes fizeram, quem foram e o que aconteceu com os acusados?

Inicialmente, analisaram-se quais foram as irregularidades cometidas nos processos julgados no período de 2008-2018 (Figura 1). Observa-se que mais de 70% das irregularidades decorrem do comportamento oportunista dos gestores (CNIM, ABPO, NAIP) – em detrimento dos stakeholders – e irregularidades que prejudicam a qualidade informacional dos demonstrativos financeiros e outras informações relevantes (NOAC, NCRA, NDFP) e que são utilizadas como instrumentos de avaliação dos acionistas e potenciais investidores, e, portanto, são relevantes. Esses resultados convergem com os achados de Mello et al. (2017), que verificaram a falta de diligência para com o cargo como a irregularidade mais frequente no ano de 2014, enquanto que a ausência de divulgação das informações ou a divulgação incorreta foi a mais frequente no exercício de 2017.

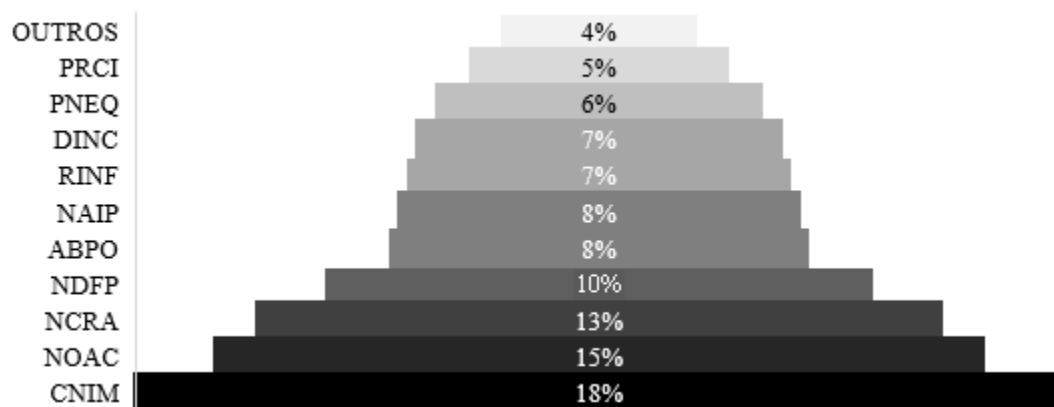


Figura 1. Distribuição dos processos julgados por irregularidade motivadora dos PAS no período de 2008-2018.

Fonte: Elaborado pelos autores

Nota: **ABPO**-Abuso de poder; **CNIM**-Conduta 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.

Na análise do teste de diferença entre as proporções dos motivos de irregularidades por níveis de GC (Níveis Diferenciados em relação ao Tradicional), verificou-se que existe diferença significativa em: DINC (Dif: -0.0496754 | $z = -3.2415^{***}$), NCRA (Dif: -0,0936931 | $z = -4.6037^{***}$), NCVM (Dif: -0.009389 | $z = -1.14961^*$), NDFP (Dif: -0.12624 | $z = -6.8014^{***}$), NOAC (Dif: -0.1643611 | $z = -7.6902^{***}$) e REIP (Dif: -0.1643611 | $z = -1.6339^{***}$). Esses resultados demonstraram que a proporção dessas irregularidades entre as empresas dos níveis de governança diferenciados foi menor comparativamente às empresas listadas no nível Tradicional. Por outro lado, as irregularidades observadas em empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança apresentaram proporções superiores em NAIP (Dif: 0.235894 | $z = 14.7450^{***}$), CNIM (Dif: 0.099424 | $z = 4.3304^{***}$), RINF (Dif: 0,0621891 | $z = 4.1696^{***}$), PRCI (Dif: 0.033931 | $z = 2.6189^{***}$) e VDSI (Dif: 0.0237077 | $z = 4.4629^{***}$). Esses resultados permitem inferir que os níveis diferenciados de GC podem influenciar de forma positiva na efetiva divulgação obrigatória das informações perante o mercado (NDPF, NCRA e NOAC), além de contribuir positivamente na permissão de investigações pela CVM (NCVM). No entanto, pelo fato de evidências mostrarem que o nível de GC Tradicional mostrou proporções maiores em motivos relacionados à retenção ou negociação com informações privilegiadas (NAIP, RINF, VSDI) e de atuação negligente e/ou permissão de contratos irregulares/fraudulentos (CNIM, PRCI), percebemos que mecanismos de GC podem falhar, não sendo capazes de acabar completamente com a atuação fraudulenta dos agentes (Crutchley, Minnick & Schorno, 2015; Lu, 2016; Abdullah & Said, 2018).

Posteriormente, buscou-se analisar a existência de diferença entre as proporções de irregularidades por tipo de auditor. A auditoria, a despeito de ter seu escopo de trabalho focado nas demonstrações financeiras, tem por obrigação comunicar aos órgãos de governança da companhia a possibilidade de ocorrência de irregularidades. Deste modo, contribui com o *enforcement* do mercado, com a mitigação de problemas de agência e com a proteção dos acionistas (Leuz & Wysocki, 2016). Diante disso, os resultados evidenciaram a proporção das irregularidades DINC (Dif: -0.0259929 | $z = -2.2439^{**}$), REIP (Dif: -0.007776 | $z = -2.0791^{**}$), ABPO (Dif: 0.099424 | $z = -3.0852^{***}$), NCVM (Dif: -0.008856 | $z = -1.8658^{**}$), NDFP (Dif: -0.027531 | $z = -1.9622^{**}$), e NOAC (Dif: -0.1757773 | $z = -10.8805^{**}$), essas tiveram menor ocorrência nas companhias auditadas pelas *Big Four* comparativamente às empresas auditadas por outro tipo de auditor. Entretanto, nas irregularidades NCRA (Dif: 0.0247499 | $z = 1.6085^*$) NAIP (Dif: 0.1235272 | $z = 10.2150^{**}$) e PRCI (Dif: 0.0485906 | $z = 4.9616^{***}$), a proporção observada nas empresas auditadas pelas *Big Four* foi maior do que naquelas empresas auditadas pelas não *Big Four*.

As evidências sugerem que as empresas auditadas por *Big Four* têm menores proporções nas categorias de irregularidades voltadas à análise, elaboração e divulgação das informações financeiras (NOAC, NDFP, DINC e REIP). Tais evidências são coerentes com o papel e objetivo do auditor, e exercem especificamente a mitigação de problemas de assimetria informacional. Além disso, observou-se uma menor proporção em casos de abuso de poder dos gestores quando a empresa é auditada por uma *Big Four*. Esses dados são corroborados por Lisic et al. (2015), visto que os autores afirmam que companhias auditadas

por firmas maiores de auditoria são menos propensas a cometer fraudes ligadas às demonstrações financeiras.

A Tabela 2 apresenta a frequência das irregularidades por cargos/funções exercidos pelos envolvidos agrupados por nível de governança e tipos de auditoria (Painel A) e por setores econômicos das companhias em que os agentes estavam vinculados (Painel B).

Entre os cargos dos acusados pela CVM, evidenciou-se uma menor incidência desses agentes em companhias com maiores mecanismos de governança (firmas dos níveis diferenciados de GC e auditadas por *Big Four*). Verificou-se que, dentre os quatro tipos de governança corporativa, a maior proporção de irregularidades por cargo/função dos envolvidos apuradas nos processos julgados pela CVM, refere-se ao nível Tradicional (83%), seguido do Novo Mercado (8%), Nível 1 (6%) e, por fim, o Nível 2 de governança corporativa (com 3% de incidência de julgamentos). Esse dado é consistente com a literatura contábil, uma vez mecanismos mais rígidos de governança corporativa é um fator positivo na mitigação de comportamentos fraudulentos e na incidência de irregularidades nas companhias (Crutchley et al., 2015; Lu, 2016; Wang et al., 2019).

Tabela 2

Distribuição das irregularidades/cargos por nível de GC, tipo de auditor e segmentos econômicos

Painel A - Frequência das irregularidades por cargos dos envolvidos agrupados por Nível de Governança e Tipo de Auditor das empresas envolvidas

Cargo do acusado	Nível de Governança				Tipo de Auditor						TOTAL	
	N1	N2	NM	TRAD	DTT	EY	KPMG	PWC	NBIG4	ND	fr.	fri.
Acionista Controlador	2	1	15	79	6	14	9	6	60	2	97	5%
Acionista Não Contr.	9	28	18	72	24	9	38	4	51	1	127	7%
Administrador	2	0	26	49	5	14	25	0	32	1	77	4%
Auditor	0	3	0	61	10	3	4	0	40	7	64	3%
Pres./Vice-Presidente	12	4	12	214	14	3	23	6	156	40	242	13%
Diretor	45	8	31	508	42	21	59	24	341	105	592	31%
Membro Cons. Adm.	42	15	31	527	29	39	61	44	345	97	615	32%
Membro Cons. Fiscal	6	0	1	35	4	0	3	0	27	8	42	2%
Outros	1	3	13	63	13	7	16	4	34	6	80	4%
Total	119	62	147	1608	147	110	238	88	1086	267	1936	100%
<i>Fri</i>	6%	3%	8%	83%	8%	6%	12%	5%	56%	14%	100%	

Painel B - Frequência das irregularidades por cargos dos envolvidos agrupados por segmento econômico

Cargo do acusado	BI	COM	CC	CNC	FIN	MB	PGB	UP	SAU/TI	OU	Total	
Acionista Controlador	18	2	18	21	24	4	5	3	1	2	98	5%
Acionista Não Contr.	6	0	14	21	13	36	29	0	6	1	126	7%
Administrador	21	0	12	15	3	5	21	0	0	0	77	4%
Auditor	10	0	21	18	9	2	0	2	0	2	64	3%
Pres./Vice-Presidente	31	15	45	21	40	38	2	10	0	40	242	13%
Diretor	86	19	138	86	156	58	7	15	4	23	592	31%
Membro Cons. Adm.	114	29	116	109	101	42	19	36	4	45	615	32%
Membro Cons. Fiscal	7	3	14	5	13	0	0	0	0	0	42	2%
Outros	7	6	15	19	18	9	4	1	0	1	80	4%
Total	300	74	393	315	377	194	87	67	15	114	1936	100%
<i>fri</i>	15%	4%	20%	16%	19%	10%	4%	3%	1%	6%	100%	

Fonte: dados da pesquisa (2008-2018).

Para verificar se as proporções de irregularidades por cargos/posições dos envolvidos agrupados pelos diversos grupos, primeiro analisou-se as proporções entre segmentos

diferenciados de GC (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e as demais (Tradicional). Verificou-se que as irregularidades realizadas pelos Acionistas (Dif: 0.1229 | $z = 8.1938^{***}$, com 1% de significância) e Administradores (Dif: 0.05489 | $z = 4.6362^{***}$) em companhias em níveis diferenciados de GC apresentaram maior proporção comparativamente àquelas do nível Tradicional. Enquanto as irregularidades cometidas por agentes que exerceram cargos/funções de Auditores (Dif: -0,028789 | $z = -2.6578^{***}$), Diretor-Presidente (Dif: -0,0477187 | $z = -2.3815^{***}$), Diretor (Dif: -0,0598228 | $z = -2.1431^{***}$) e Membro do Conselho Administrativo (Dif: -0,0594436 | $z = -2.1074^{**}$) apresentaram menor proporção comparativa em companhias listadas em níveis diferenciados de GC.

Esses resultados são relevantes porque, apesar desses mecanismos de governança não se mostrarem capazes de eliminar os problemas de agência e seus comportamentos fraudulentos, se mostram capazes de mitigar esses custos, principalmente se analisarmos que as proporções de condutas fraudulentas foram menores para os gestores de maiores influências (Diretores, Presidentes e Conselheiros), resultados estes coerentes com Thevenot (2012), Abdullah e Said (2018) e Wang et al. (2019).

Percebeu-se que a maior parte dos acusados julgados atuava em empresas que, na época da ocorrência das irregularidades, foram auditadas por empresas de auditores não *Big Four* (56%). De modo complementar, percebe-se que parte das companhias não emitiram demonstrativos financeiros, não sendo obrigatória a presença dos auditores (14%). Dentre os auditores *Big Four*, por sua vez, demonstra que uma maior incidência foi para a KPMG (12%), seguido da Deloitte (8%), Ernst & Young (6%) e PriceWaterhouseCoopers (5%). Novamente esses resultados estão alinhados com estudos anteriores, uma vez que Lisic et al. (2015) afirmam que auditores de porte maior estão associados a um menor número de fraudes de demonstrações financeiras das companhias listadas no mercado. Além disso, reforça a afirmação de que empresas de auditoria de maior porte são vistas de forma positiva perante o mercado (Knechel, Naiker & Pacheco, 2007).

Já os testes de diferenças entre proporções de irregularidades por cargos agrupados por tipo de auditoria, observou-se diferença estatisticamente significativa para quatro cargos/posições. As posições de Acionistas (Dif: 0.0424504 | $z = 3.7440^{***}$), Administradores (Dif: 0.0234752 | $z = 2.62^{***}$) e Outros (Dif: 0.0228101 | $z = 2.5025^{***}$) apresentaram proporções maiores das empresas auditadas por *Big Four* do que os mesmos cargos em companhias não auditadas por *Big Four*, enquanto o cargo de Presidente (Dif: -0,042467 | $z = -2.8041^{***}$) apresentou proporções menores de envolvimento em firmas auditadas por *Big Four* quando comparadas ao mesmo cargo com atuação de companhias auditadas por auditores não considerados *Big Four*. Esses resultados são relevantes por analisar os tipos transgressores e a relação dos diferentes tipos de auditores, principalmente fundamentado na afirmação de Cohen et al. (2002) de que os auditores fazem parte do mosaico de governança corporativa das companhias e tem potencial de aperfeiçoar a qualidade dos relatórios financeiros quando atuam com outros atores de governança. Além disso, os autores enfatizam que os mecanismos de governança são definidos pelos gestores sêniores, uma vez que os *CEOs* ajudam a moldar a “espinha ética” que permeia todos os aspectos de governança corporativa da instituição.

O Painel B demonstra a análise descritiva dos julgamentos dos agentes pela perspectiva dos setores nos quais as companhias são classificadas. Os dados demonstram que 70% desses julgamentos se concentraram em quatro setores: Consumo Cíclico (20%), Financeiro (19%), Consumo Não Cíclico (16%) e Bens Industriais (15%). Esses resultados estão parcialmente respaldados por Borges e Andrade (2019) em termos de que esses setores foram igualmente apontados pelos autores como os mais incidentes em PAS no período analisado por eles, diferenciando na proporção dos PAS entre os setores. Isso pode ser explicado parcialmente porque o setor de Consumo Cíclico tem um fluxo considerável de

operações em termos de participação do mercado, enquanto o Financeiro possui maior regulação o comportamento dos agentes, o que poderia gerar oportunidades de vantagens inerentes da atuação em companhias com grande fluxo de capital.

Os PAS envolveram 1081 acusados e se referiram a 207 empresas distribuídas nos seguintes segmentos econômicos: 32 em Bens Industriais (BI), 48 em Consumo Cíclico (CC), 22 em Consumo Não Cíclico (CNC), 10 em Comunicações, 39 em Financeiro, 19 em Petróleo, Gás e Biocombustíveis (10) e 27 nos demais segmentos não especificados (OU). Eles totalizaram 1936 irregularidades e as decisões resultaram na distribuição apresentada na Figura 2.

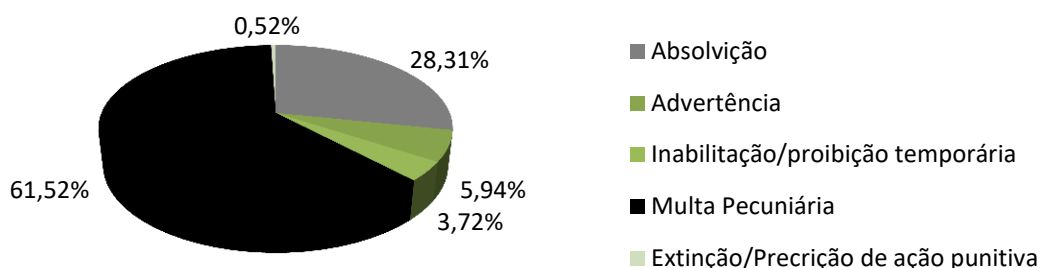


Figura 2. **Tipos de conclusões dos PAS julgados pela CVM no período de 2008-2018.**

Fonte: Dados da pesquisa.

Esses resultados demonstram que apesar dos processos julgados no período corresponderem, em média a 3,03% das empresas listadas, 71% das irregularidades identificadas resultaram em algum tipo de punições, sendo classificadas em punições pecuniárias (61,52%), Inabilitação ou Proibição do exercício da atividade (3,72%) ou Advertência (5,94%). Logo, havendo a instauração de um processo, existe uma maior probabilidade de se sofrer algum tipo de sanção, em especial, a aplicação de multa pecuniária, do que o contrário, tendo em vista que as absolvições no período corresponderam à 28,31% de todas as acusações. De acordo com Wang, Ashton e Jaafar (2019), a punição dos infratores é um mecanismo importante de desestímulo às fraudes e infrações financeiras. Os autores acrescentam que o mercado reage negativamente quando as companhias julgadas são de fato penalizadas, impactando de forma significativa no valor de mercado dessas companhias.

Na sequência foi aplicado testes de proporções entre os tipos de finalizações do processo (multas pecuniárias, absolvições, advertências e inabilitações/suspensões profissionais) por (i) nível de Governança Corporativa, (ii) tipos de auditoria e (iii) segmento econômico, sendo reportado somente quando da ocorrência de estatísticas significativas.

Entre os níveis de GC, as multas pecuniárias (Dif: 0.2598137 | $z = -8.8137^{***}$) e inabilitações/suspensões (Dif: 0.0422734 | $z = -1.9846^{**}$) apresentaram proporções menores entre os níveis diferenciados de governança do que nas empresas do nível Tradicional. Por outro lado, absolvições (Dif: 0.24029 | $z = 8.7565^{***}$) e advertências (Dif: 0.0422734 | $z = 2.9519^{**}$) tem maiores propensões a serem aplicadas em companhias de níveis diferenciados de GC, o que permite inferir que os gestores que atuam nas companhias que participam de segmentos mais rígidos de governança corporativa são menos penalizados tanto pecuniariamente quanto na suspensão/inabilitação profissional. Esse resultado é coerente com Becker (1968), onde ele afirma que a aplicação dessas multas tem capacidade de mitigar a ocorrência de fraudes financeiras, enquanto que Mello et al. (2017) afirmam que as suspensões profissionais são penalidades extremamente fortes pois proíbem a atuação profissional dos agentes que porventura possam prejudicar a confiabilidade do funcionamento do mercado de capitais.

Em relação à proporção dos auditores nas diferentes finalizações dos processos, verificou-se que as multas pecuniárias (Dif: 0.099424 | $z = -3.0852^{***}$) tem uma proporção menor de ser aplicadas em companhias auditadas por *Big Four* do que outros auditores, enquanto as absolvições (Dif: 0.2013606 | $z = 9.7076^{***}$) e advertências (Dif: 0.0325274 | $z = 3.0048^{***}$) são mais propensas a ser aplicadas em empresas auditadas *Big Four* do que não *Big Four*. Em outras palavras, a proporção de empresas que receberam multas pecuniárias é menor nas companhias auditadas por *Big Four*, permitindo a conclusão de que esses auditores, conhecidos por sua maior *expertise* no mercado, podem produzir auditorias de maior qualidade e aplicar um monitoramento externo mais rigoroso. Além disso, podem se respaldar em possíveis custos de reputação causados pela auditoria de companhias envolvidas em fraudes corporativas e em os possíveis litígios pela avaliação e auditoria dessas firmas (Chen et al., 2005).

4.3 O que se pode inferir a respeito das penalidades pecuniárias aplicadas?

As penalidades pecuniárias e as características das firmas (diferentes níveis de GC, auditores e segmentos econômicos), bem como as posições exercidas pelos agentes julgados pela CVM foram apresentadas na Tabela 3.

Tabela 3

Estatística descritiva das multas aplicadas nos envolvidos ao longo do período de 2008-2018

	n	μ	σ	Min	Máx	W
Painel A - Média das multas per capita						
Geral	1,002	6.8935	3.3762	-	1.7248	14.2196
Painel B - Média das multas per capita por nível de governança						
N1	62	10.1347	1.2807	4.8186	12.7495	9.741***
N2	17	10.1516	1.6588	8.2876	14.2196	4.804***
NM	52	8.6677	1.5903	6.0077	13.0774	-3.549***
TRAD	871	6.4933	3.3907	-	1.7248	12.9628
Painel C - Média das multas per capita por tipo de auditor						
KPMG	92	9.5460	1.7058	5.6492	14.2196	8.796***
DTT	85	9.1504	1.9870	3.6374	12.1119	7.430***
PWC	11	8.8734	2.5485	4.0719	12.7495	1.68*
EY	37	8.5145	1.3069	6.0077	10.6588	-2.965***
NBIG4	777	6.2273	3.4286	-	1.7248	11.9405
Painel D - Média das multas per capita por Segmento Econômico						
COM	22	10.7504	1.1853	7.7404	12.1119	6.638***
PGB	19	9.4275	2.0616	6.0077	14.2196	3.451***
CNC	150	8.0687	2.3899	0.1935	12.9628	4.160***
CC	211	7.4238	2.2066	0.4965	11.9098	NS
SAU/TI	110	7.9380	0.8153	7.0927	10.7833	NS
FIN	196	6.9945	3.7086	-	1.7248	13.0774
BI	150	6.9394	3.0606	-	1.6809	12.6546
MB	132	6.7199	2.8999	-	0.5592	11.9382
UP	27	4.8572	5.2640	-	0.9321	12.7495
OU	83	2.2691	3.3052	-	1.6940	8.8382

Fonte: dados da pesquisa (2008-2018).

Nota: W – Teste Wilcoxon-Mean-Whithney. ***, **, * estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%.

Observa-se, por meio da Tabela 3, que as médias dos três níveis de GC diferenciados apresentaram números maiores do que as penas pecuniárias aplicadas às companhias do nível Tradicional. Esse resultado pode estar associado a critérios mais rigorosos de enforcement por

parte da CVM em relação às empresas inseridas nos níveis diferenciados de GC. A literatura contábil pode justificar essas penalidades maiores pelo fato de que empresas em níveis diferenciados de GC têm maior liquidez no mercado, abrangendo uma parcela maior de acionistas minoritários, o que pode levar a CVM em aplicar penalidades pecuniárias maiores, considerando a maior proteção desses acionistas (Shleifer & Vishny, 1997).

Um resultado similar se deu na análise das multas pecuniárias aplicadas às companhias auditadas por maiores auditores. Percebe-se que entre empresas que foram auditadas pelos quatro maiores auditores (conhecidas como *Big Four*) apresentaram penalidades pecuniárias médias maiores do que companhias auditadas por auditores não *Big Four*. Esse resultado pode ser parcialmente explicado pelo fato de que os órgãos reguladores podem aplicar penalidades maiores com o intuito de dar um exemplo para os participantes do mercado, visto que essas empresas foram avaliadas por maiores auditores levando em consideração que essa *expertise* dos auditores pode majorar a reputação das firmas.

Quando se analisa os segmentos econômicos, percebe-se que 76% das multas pecuniárias foram concentradas em cinco setores econômicos: Financeiro, Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico, Bens Industriais e Materiais Básicos. Esses dados são condizentes com os achados de Borges e Andrade (2019), no qual evidenciam que os segmentos desses setores foram os que mais apresentaram penalidades. Um dado relevante se deu na análise de dois setores (Comunicações e Petróleo, Gás e Biocombustível), visto que, apesar da concentração dos cinco setores, as companhias destes setores tiveram uma média de multas pecuniárias maior em relação aos demais, demonstrando que empresas inseridas em setores mais julgados não tem julgamentos mais onerosos simplesmente baseados em seu setor de atuação.

Em relação às médias de punições por tipo de irregularidade, a Figura 3 evidencia as multas pecuniárias médias dentre os diferentes motivos de julgamentos.

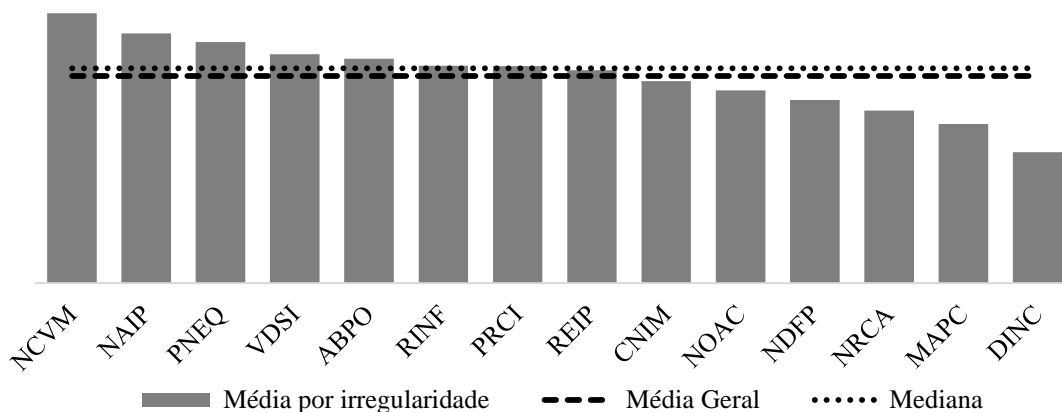


Figura 3. Média das multas pecuniárias per capita por tipo de irregularidade dos PAS julgados no período de 2008-2018.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: **Multa** – Logaritmo da multa aplicada a cada indivíduo dividida pelos ativos totais da empresa. **NCVM** (Z=3.503 | P(z) = 0.0005); **PNEQ** (Z=2.388 | P(z) = 0.0169); **NAIP** (Z=4.527 | P(z) = 0.0000); **NDFP** (Z=-2.012 | P(z) = 0.0442); **NRCA** (Z=-3.142 | P(z) = 0.0017); **MAPC** (Z=-2.228 | P(z) = 0.0259); **DINC** (Z=-4.529 | P(z) = 0.0000).

A Figura 3 mostra que a multa média mais elevada se deu em decorrência da Omissão / Obstrução e/ou não esclarecimento de exigências da CVM, indicando que o embaraço à fiscalização da CVM gera maiores custos pecuniários quando convertidos em sanções. Além disso, o uso de informações privilegiadas (Negociação de Ações com Informações Privilegiadas e Vedação do Dever do Sigilo) figuraram entre as sanções mais onerosas entre os julgados. Esses resultados estão parcialmente em acordo com Mello et al. (2017), visto que

os autores apresentam os motivos mais penalizados foram relacionadas à prática fraudulenta e ao uso de informação privilegiada.

A Figura 4 mostra a relação às médias das penalidades pecuniárias aplicadas sob a análise dos cargos/posições dos indivíduos nas companhias julgadas.

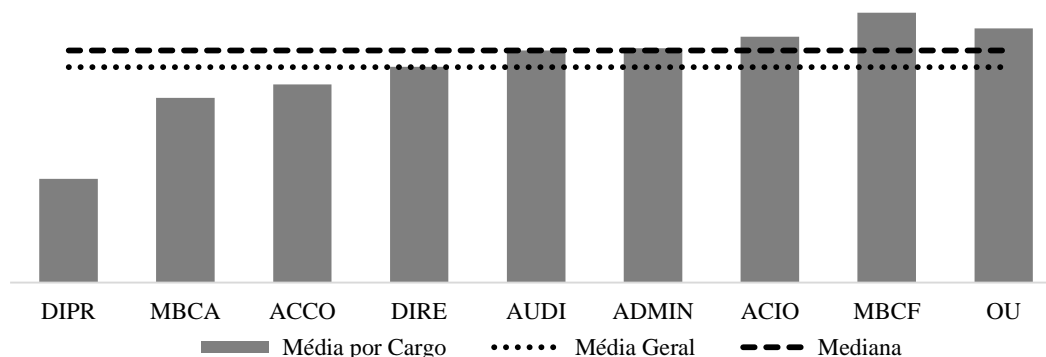


Figura 4. Média das multas pecuniárias per capita por tipo de cargo/função dos acusados nos PAS julgados no período de 2008-2018.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: Multa – Logaritmo da multa aplicada a cada indivíduo dividida pelos ativos totais da empresa

MBCF (Z=4.238 | P(z) = 0.0310); **OU** (Z=3.5587 | P(z) = 0.000); **ACIO** (Z=3.503 | P(z) = 0.0001); **ADMIN** (Z=2.495 | P(z) = 0.0126); **AUDI** (Z=-2.157 | P(z) = 0.0310); **DIRE** (Z=-3.241 | P(z) = 0.0012); **MBCA** (Z=-2.896 | P(z) = 0.0038); **DIPR** (Z=-8.015 | P(z) = 0.0000).

Verifica-se que os Membros do Conselho Fiscal são os agentes que sofrem penalidades mais severas dentre a amostra estudada. Verificou-se que os ocupantes dos cargos de Diretor Presidente são os gestores que apresentaram menor média pecuniária aplicada pela CVM. Tal evidência é relevante, pois o cargo de diretor-presidente é visto como uma das posições mais importantes nas companhias. No entanto, o estudo de Healy e Serafeim, (2016) evidenciam que punições mais brandas são aplicadas à executivos seniores pertencentes à uma rede social relevante e que já tiveram sanções aplicadas em um momento anterior.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo, descritivo, documental e quantitativo teve por objetivo analisar as companhias que foram alvos de investigação pela CVM no período de 2008 a 2018, examinando os motivos que levaram a ser sancionadas, além de explorar a o setor de atuação, nível de governança e o tipo de auditor. Analisaram-se os PAS julgados pela CVM no período de 2008 a 2018, totalizando, 336 processos, referentes a 1081 envolvidos de 205 empresas. Como técnicas de análise utilizou-se: a análise de conteúdo, testes de diferença entre médias, medianas e proporções.

Este estudo, descritivo, documental e quantitativo teve por objetivo analisar as companhias que foram alvos de investigação pela CVM no período de 2008 a 2018, examinando os motivos que levaram a ser sancionadas, além de explorar a o setor de atuação, nível de governança e o tipo de auditor. Analisaram-se os PAS julgados pela CVM no período de 2008 a 2018, totalizando, 336 processos, referentes a 1081 envolvidos de 205 empresas. Como técnicas de análise utilizou-se: a análise de conteúdo, testes de diferença entre médias, medianas e proporções.

Este estudo, descritivo, documental e quantitativo teve por objetivo analisar as companhias que foram alvos de investigação pela CVM no período de 2008 a 2018, examinando os motivos que levaram a ser sancionadas, além de explorar a o setor de atuação, nível de governança e o tipo de auditor. Analisaram-se os PAS julgados pela CVM no período de 2008 a 2018, totalizando, 336 processos, referentes a 1081 envolvidos de 205 empresas.

Como técnicas de análise utilizou-se: a análise de conteúdo, testes de diferença entre médias, medianas e proporções.

O estudo contribui com o regulador, pois apresenta características dos processos e a proporção de PAS por mecanismos mitigadores de problemas de agência (Nível de Governança e Tipo de auditor) e por segmento econômico. Esses resultados podem auxiliar no desenvolvimento de ações de formação e monitoramento focadas naquelas irregularidades e naqueles grupos que apresentaram maiores frequência observadas. Com os gestores e membros de Comitês de Governança Corporativa pode orientá-los sobre os principais problemas observados pela CVM de modo que se planejem ações mitigadoras. Aos auditores externos o presente estudo pode contribuir para se identificar as irregularidades potencialmente identificadas ao longo do trabalho de auditoria e desse modo, planejem-se ações para se reduzir os riscos de sua ocorrência.

Apesar das contribuições, o estudo analisou apenas dados de PAS julgados, excluindo os PAS em andamento, os Termos de Ajustamento de Conduta e acordos que encerram os processos sem o seu julgamento. Para estudos futuros, recomenda-se uma análise da atuação da CVM que considere todos PAS relacionados a empresas listadas, bem como a análise dos determinantes da abertura de PAS e ainda, as determinantes das penalidades aplicadas (pecuniária, impedimento/suspensão de atuação, etc.).

REFERÊNCIAS

- Abdullah, W. N., & Said, R. (2018). The Influence of Corporate Governance and Human Governance towards Corporate Financial Crime: A Conceptual Paper. In D. Crowther & S. Seifi (Orgs.), *Developments in Corporate Governance and Responsibility* (Vol. 13, p. 193–215). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S2043-052320180000013014>
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Lapedes, P. D. (2000). Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizons*, 14(4), 441–454. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.4.441>
- Beatty, R. P., Bunsis, H., & Hand, J. R. M. (1998). The indirect economic penalties in SEC investigations of underwriters. *Journal of Financial Economics*, 50(2), 151–186. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00035-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00035-X)
- Becker, G. S. (1968). Crime and Punishment: An economic approach. *Journal of Political Economy*, 76(2), 169–217. https://doi.org/10.1007/978-1-349-62853-7_2
- Borges, S. R. P., & Andrade, M. E. M. C. (2019). Empresas listadas na B3 vs. Processos sancionadores da CVM: em qual setor você aposta? *Revista Mineira de Contabilidade*, 20(1), 63–75. <https://doi.org/10.21714/2446-9114RMC2019v20n1t05>
- Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2005). Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 451–488. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.10.002>
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. M. (2002). Corporate Governance and the Audit Process. *Contemporary Accounting Research*, 19(4), 573–594. <https://doi.org/10.1506/983M-EPXG-4Y0R-J9YK>
- Crutchley, C. E., Minnick, K., & Schorno, P. J. (2015). When governance fails: Naming directors in class action lawsuits. *Journal of Corporate Finance*, 35, 81–96. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.008>
- Curtis, G. E. (2008). Legal and regulatory environments and ethics: Essential components of a fraud and forensic accounting curriculum. *Issues in Accounting Education*, 23(4), 535–543. <https://doi.org/10.2308/iace.2008.23.4.535>

- D'Acunto, F., Weber, M., & Xie, J. (2019). Punish One, Teach A Hundred: The Sobering Effect of Punishment on the Unpunished. *Fama-Miller Working Paper; Chicago Booth Research Paper*, 19–06. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3330883>
- Di Pietra, R., McLeay, S., & Ronen, J. (2014). *Accounting and Regulation: New insights on governance, markets and institutions*. Springer.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados* (1º ed). Elsevier.
- Firth, M., Mo, P. L. L., & Wong, R. M. K. (2005). Financial Statement Frauds and Auditor Sanctions: An Analysis of Enforcement Actions in China. *Journal of Business Ethics*, 62, 367–381. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-0542-4>
- Francis, A., & Ryder, N. (2019). Preventing and Intervening in White Collar Crimes: The Role of Regulatory Agencies. In M. L. Rorie (Org.), *The Handbook of White-Collar Crime* (1º ed, p. 262–278). Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781118775004.ch17>
- Hail, L., Tahoun, A., & Wang, C. (2018). Corporate scandals and regulation. *Journal of Accounting Research*, 56(2), 617–671. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12201>
- Hansen, M., & Trego, G. (2015). SEC “claws back” bonuses and stock sale profits from CFOs of public company charged with accounting fraud. *Journal of Investment Compliance*, 16(2), 38–40. <https://doi.org/10.1108/JOIC-04-2015-0020>
- Healy, P. M., & Serafeim, G. (2016). Who Pays for White-Collar Crime? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2801622>
- Holthausen, R. W. (2009). Accounting standards, financial reporting outcomes, and enforcement. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 447–458. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00330.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1994). The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 4–19. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00401.x>
- Kane, E. J. (2004). Continuing dangers of disinformation in corporate accounting reports. *Review of Financial Economics*, 13, 149–164. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2003.09.007>
- Kashyap, A. K., Rajan, R. G., & Stein, J. C. (2008). *Rethinking capital regulation*. 431–471.
- Knechel, W. R., Naiker, V., & Pacheco, G. (2007). Does Auditor Industry Specialization Matter? Evidence from Market Reaction to Auditor Switches. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 26(1), 19–45. <https://doi.org/10.2308/aud.2007.26.1.19>
- Koch, A. S., Lefanowicz, C. E., & Robinson, J. R. (2013). Regulation FD: A Review and Synthesis of the Academic Literature. *Accounting Horizons*, 27(3), 619–646. <https://doi.org/10.2308/acch-50500>
- Kothari, S. P. (2019). Accounting Information in Corporate Governance: Implications for Standard Setting. *The Accounting Review*, 94(2), 357–361. <https://doi.org/10.2308/accr-10651>
- Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 246–286. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.003>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, S., & Vishny, R. (2000). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The Economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525–622. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12115>
- Lisic, L. L., Silveri, S., Song, Y., & Wang, K. (2015). Accounting Fraud, Auditing and the Role of Government Sanctions in China. *Journal of Business Research*, 68(6), 1186–1195. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.013>

- Lu, E. P. (2016). Does Better Governance Lead to Fewer Punishments: Evidence from Property-Liability Insurers in China. *The Chinese Economy*, 49, 3–13. <https://doi.org/10.1080/10971475.2016.1114402>
- Mello, L. B., Alvarenga, F. O., Marques, J. A. V. C., & Sauerbronn, F. F. (2017). Qualidade da informação contábil e os processos administrativos julgados pela CVM: uma análise entre 2014 a 2016. *Pensar Contábil*, 19(70), 24–33.
- Sèvres, N. K., & Sasso, L. (2012). The new European financial markets legal framework: A real improvement? An analysis of financial law and governance in European capital markets from a micro- and macro-economic perspective. *Capital Markets Law Journal*, 7(1), 30–54. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmr047>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Thevenot, M. (2012). The factors affecting illegal insider trading in firms with violations of GAAP. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1–2), 375–390. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.08.002>
- Wang, Y., Ashton, J. K., & Jaafar, A. (2019). Money shouts! How effective are punishments for accounting fraud? *The British Accounting Review*, 51(5), 100824. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.02.006>
- Yiu, D. W., Xu, Y., & Wan, W. P. (2014). The deterrence effects of vicarious punishments on corporate financial fraud. *Organization Science*, 25(5), 1287–1571. <https://doi.org/10.1287/orsc.2014.0904>