

IRREGULARIDADES E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

Sonia Freire Sindeaux Dos Santos

FundaÇÃo Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E FinanÇas

Bruno Funchal

FundaÇÃo Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E FinanÇas/Fucape Pesquisa Ensino E ParticipaÇões Limitada

Silvania Neris Nossa

FundaÇÃo Instituto Capixaba De Pesquisas Em Contabilidade, Economia E FinanÇas

Resumo

O objetivo da pesquisa foi investigar o impacto das irregularidades em análise e ou julgadas nos processos administrativos sancionadores (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no valor de mercado das empresas brasileiras. Recorreu-se à teoria da sinalização para analisar como os stakeholders interpretam as situações e onde as informações disponíveis são assimétricas e incompletas entre os agentes de um mercado. Para isso, foram coletadas informações com dados trimestrais que compreendem o período de 2010 a 2018. A partir desses dados, foram testadas duas hipóteses por meio de análise de regressão em MQO com dados em pooled, painel - Efeitos Fixos e MQ2E. Por MQO, os resultados indicaram que as irregularidades, no período analisado, impactaram o valor de mercado das empresas negativamente, mas por MQ2E, verificou-se que essa relação não existe.

Palavras-chave: Irregularidade; teoria da sinalização; Governança; Q de Tobin

IRREGULARIDADES E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

RESUMO

O objetivo da pesquisa foi investigar o impacto das irregularidades em análise e ou julgadas nos processos administrativos sancionadores (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no valor de mercado das empresas brasileiras. Recorreu-se à teoria da sinalização para analisar como os *stakeholders* interpretam as situações e onde as informações disponíveis são assimétricas e incompletas entre os agentes de um mercado. Para isso, foram coletadas informações com dados trimestrais que compreendem o período de 2010 a 2018. A partir desses dados, foram testadas duas hipóteses por meio de análise de regressão em MQO com dados em pooled, painel - Efeitos Fixos e MQ2E. Por MQO, os resultados indicaram que as irregularidades, no período analisado, impactaram o valor de mercado das empresas negativamente, mas por MQ2E, verificou-se que essa relação não existe.

Palavras-chave: Irregularidade; teoria da sinalização; Governança; *Q de Tobin*.

1. INTRODUÇÃO

A pesquisa teve como objetivo principal analisar o impacto das irregularidades julgadas entre 2010 e 2018 Processos Administrativos Sancionadores pela CVM (CVM, 2019) no valor de mercado, mensurado pelo *Q de Tobin*, das empresas brasileiras listadas na [B]³.

Acerca do conteúdo informacional desses PAS, têm sido realizados estudos com o objetivo de avaliar o comportamento do mercado e dos investidores diante dos anúncios contábeis (Beaver, 1968; De Camargos & Barbosa, 2007). Por um lado, as evidências empíricas indicam que a corrupção, a fraude e a irregularidade afetam o sentimento de mercado (Bradley, Gonas, Highfield & Roskelley, 2009). Por outro lado, a empresa pode apresentar um valor melhor de mercado (Gompers, Ishii & Metrick, 2003) se houver o estabelecimento de uma governança corporativa eficaz e eficiente, que faça com que os interesses de *stakeholders* estejam na mesma linha de gestão (Fama & Jensen, 1983).

Muzilli (2006) aponta que a boa governança está relacionado à disseminação da cultura de conformidade com o dever de cumprir as normas por cada membro da instituição, fazendo com que seja possível mitigar os riscos de fraudes e irregularidades no negócio. As empresas com melhor nível de governança corporativa, portanto, estariam menos propensas a cometer irregularidades (Bhagat & Bolton, 2019).

Colocados esses aspectos, o estudo partiu do pressuposto de que a condenação no âmbito do órgão regulador pode afetar negativamente a reputação e o valor da empresa, de acordo com Davidson III, Worrell e Garrison (1988). Mais precisamente, fazendo uma associação do estudo à Teoria da Sinalização (Spence, 1973), sob o aspecto da reputação corporativa, percebe-se que os sinais emitidos pelo mercado e pelas empresas podem influenciar a sua reputação podendo induzir o comportamento do investidor (De Carvalho, Silva & Silva, 2013), de forma que perceba a irregularidade como um sinal negativo sobre a governança, e como potencial sanção a ser aplicada pelo regulador, o que impacta negativamente o valor de mercado da empresa com irregularidade vis-à-vis empresas que não cometeram tal ato.

Este estudo, no entanto, não computa as ações julgadas na esfera judicial, mas somente o relatório emitido pela CVM – CCP (Coordenação de controle de processos administrativos), já que contém informações sobre as empresas, como as irregularidades e os anos em que foram julgados (CVM, 2019), não há análise dos conteúdos dos processos.

Os resultados da pesquisa indicaram, fracamente, que há impacto negativo das irregularidades apontadas nos PAS da CVM (2019) no valor de mercado das empresas, pois há evidências que apresentam o efeito negativo com significância estatística e outras sem efeito.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta sessão apresenta-se o arcabouço teórico que embasa o presente estudo. Primeiramente, é preciso constatar que, segundo Yang, Jiao e Buckland (2017), os relatórios de fraudes financeiras de alto nível tornaram as demonstrações financeiras pouco confiáveis. A Parmalat, por exemplo, autora de uma grande história de sucesso corporativo, apresentou demonstrações pouco confiáveis e, como consequência, seus acionistas acabaram ficando sem nada (Silva, Sancovschi, Cardozo & Condé, 2012). Outros escândalos financeiros, como os casos da Enron, Worldcom e Lehman Brothers, nos quais foram comprovadas irregularidades e fraudes contábeis com a finalidade de driblar os usuários externos (Murcia & Borba, 2005). Com isso, criou-se em 2002, nos Estados Unidos, a Lei Sarbanes Oxley, para que órgãos fiscalizadores tivessem um maior poder de atuação e um maior rigor na fiscalização, junto ao mercado de capitais (Yang et al., 2017; Funchal & Monte-Mor, 2016).

Dada a importância da análise das demonstrações financeiras, na literatura no Brasil, observa-se que há poucos estudos a respeito dos Processos Sancionadores Administrativos da CVM, destacando-se dentre os já realizados, os estudos de: i) Fusiger, da Silva e Carraro (2015), que analisou a auditoria e os processos administrativos sancionadores da CVM; e ii) Borges e Andrade (2017), que analisou os setores da Bovespa e os PAS da CVM.

Já na literatura estrangeira, as pesquisas permeiam temas como: i) Determinantes da fraude financeira e a Governança Corporativa (Yang et al., 2017); ii) Estrutura de propriedade, governança e fraude na China (Chen, Firth, Gao & Rui, 2006); iii) Fraude corporativa, risco sistemático e enriquecimento de acionistas (Cloninger & Waller, 2000); iv) Pressão de fechamento, remuneração de executivos e fraude corporativa na China (Zhou, Zhang, Yang, Su & An, 2018); v) Governança com o Valor da Empresa, na China, (Cheng, Su, Yan & Zhao, 2019); nos Estados Unidos (Brown & Caylor, 2006 e Bhagat & Bolton, 2019) e no Golfo (Pillai & Al-Malkawi, 2018).

2.1 IRREGULARIDADES – (Processo Administrativo Sancionador –CVM)

Com o objetivo de detectar o comportamento sistemático de manipulação, Armstrong, Jagolinzer e Larcker (2010), por exemplo, analisaram se as participações acionárias e as remunerações baseadas em ações do *Chief Executive Officer* (CEO) forneciam incentivos para manipular os relatórios contábeis, considerando três tipos de “irregularidades contábeis”: i) correção financeira; ii) empresa acusada de manipulação contábil em ação coletiva; e iii) empresa acusada de manipulação contábil na *Securities and Exchange Commission* (SEC). Concluiu-se que não havia evidências de uma associação positiva entre incentivos do CEO e irregularidades contábeis após a correspondência dos CEOs com as características observáveis de seus ambientes de contratação.

Na mesma linha de pesquisa, Hennes, Leone e Miller (2008), mesmo sabendo que cada país adota procedimentos diferentes para divulgar as irregularidades, apresentaram outros três critérios para distinguir erros de irregularidades: i) reformulações usando variantes das palavras “fraude” ou “irregularidade”, em referência a distorção como irregularidades; ii) reformulações com investigações relacionadas à SEC ou ao *Department of Justice* (DOJ) como irregularidades; e iii) considera-se a presença ou a ausência de outras investigações no assunto contábil.

A evidenciação das irregularidades, todavia, varia em cada país. Nos Estados Unidos, por exemplo, a SEC emite o *Accounting and Auditing Enforcement Releases* (AAER), onde apresenta os processos vinculados à má conduta contábil e o impacto ocorrido nas demonstrações contábeis (Borges & Andrade, 2017). Já na China, o *Stock Market and Accounting Research Database* (CSMAR) apresenta os processos relacionados à aquisição de papéis ilegais, à manipulação de preços de ações e às fraudes em demonstrativos financeiros, entre outras irregularidades. Por último, no Brasil, a Lei n. 6385 de 1976, que dispõe sobre o

mercado de valores mobiliários e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), determinou, no artigo 8º, que as competências dessa Comissão seriam: i) regulamentar matérias previstas na Lei n. 6404 de 1976 das Sociedades Anônimas (S/A); ii) administrar registros; iii) fiscalizar e inspecionar os serviços sobre o mercado de valores mobiliários; iv) levantar, analisar, mediante processo administrativo, e aplicar punições aos agentes das infrações sem prejuízo da responsabilidade penal ou civil.

Borges e Andrade (2017), relatam que Apesar das diferenças acerca dos PAS em cada país, no Brasil, eles se assemelham com os escândalos contábeis que ocorrem nos Estados Unidos. Os autores analisaram a tipologia dos PAS da CVM, no período de 1989 a 2016, e concluíram que, em geral, o setor financeiro apresenta a maior quantidade de processos sancionadores administrativos.

Os resultados encontrados indicam que por MQO, as irregularidades impactaram o valor de mercado das empresas negativamente, mas utilizando-se tanto da estimação em pooled – efeito fixo e por MQ2E, verificou-se que essa relação não existe. Em outras palavras, os resultados encontrados indicam que o mercado brasileiro não pune as empresas processadas pela CVM.

2.2 IRREGULARIDADES E GOVERNANÇA

Com base em numerosos fracassos de governança corporativa (Fich & Shivdasani, 2007), existe um consenso entre os autores de que a fraude financeira leva a perdas relevantes de avaliação para os investidores (Zhou et al., 2018). Fich e Shivdasani (2007), por exemplo, estudaram, nos Estados Unidos, as empresas que enfrentavam ações de classe de acionistas, alegando deturpação financeira com fundamento na Lei da Comissão de Valores Mobiliários e Câmbio de 1934 dos Estados Unidos. O resultado da pesquisa mostrou que as empresas que compartilhavam diretores com outros conselhos, acusados de fraude, eram mais propensas a enfrentarem alegações de fraude, cujas perdas pareciam resultar no preço pela reputação tolerado pelas organizações como resultado da fraude. Dechow, Sloan e Sweeney (1996) e Rezaee e Kedia (2012), em seus estudos concluíram que há uma associação positiva entre a má governança corporativa e a fraude financeira.

Já Palmrose, Richardson e Scholz (2004) classificaram as observações de fraude com base em divulgações de fraude (irregularidades) ou emissão de um SEC - AAER pela empresa. Os autores identificaram que fraudes e reformulações atribuídas a auditores estavam associadas a retornos mais negativos, confirmando a relação/consistência dos resultados com as perspectivas reduzidas da empresa e o aumento do risco ou incerteza.

Em uma outra dimensão, outras pesquisas empíricas internacionais atestaram a presença de um efeito positivo entre governança corporativa e rentabilidade das empresas (Fama & Jensen, 1983). É o caso de Koerniadi, Krishnamurti e Tourani-Rad (2014) que, ao analisarem as práticas de governança corporativa e a variação dos preços e retornos das ações, mostraram que as empresas da Nova Zelândia, quando bem administradas, ceteris paribus, experimentavam níveis mais baixos de risco. Os resultados apontaram que os aspectos de governança corporativa, como composição do conselho, direitos dos acionistas e práticas de divulgação, estavam associados a níveis mais baixos de risco.

Nesse mesmo sentido, Fu (2019) concluiu, que uma boa governança pode moderar positivamente o impacto de más notícias, como irregularidades, corrupção e fraudes. Nesta presente pesquisa há indícios desse resultado, embora sem significância estatística.

2.3 TEORIA DA SINALIZAÇÃO

A Teoria da Sinalização de Spence (1973) tem, como requisito elementar para sua construção, a assimetria de informação. O economista Spence (1973), na construção da Teoria da Sinalização, utilizou, em seu artigo seminal, dados do mercado de trabalho para explicar a

aplicação de sinalização da educação como mecanismo redutor de assimetria de informação no mercado de trabalho. Em relação ao comportamento no mercado de ações, quando baseado em decisões como adquirir, vender ou manter as ações (Janiszewski, Carrascoso, Félix, Lagioia & Oliveira, 2017), a Teoria da Sinalização ajuda a explicar como os stakeholders avaliam e reagem a uma situação em que as informações disponíveis são irregulares, incompletas e distribuídas de forma assimétrica entre os usuários do mercado (Spence, 1973).

Os autores Eccles e Coleman (1998) por exemplo observaram, que há uma relação positiva entre o desempenho de uma empresa e a publicação das demonstrações financeiras no encerramento do exercício. O presente estudo busca também identificar, com base na Teoria da Sinalização de Spence (1973), se após a divulgação dos processos sancionadores administrativos pela CVM, das irregularidades, o mercado responde de forma negativa ao calcular o valor da empresa.

Para isso, considerou-se que, de acordo com a CVM, o Processo Administrativo Sancionador (PAS) é resultado de uma investigação, para o qual tenham sido encontrados indícios de autoria e materialidade relativa a alguma irregularidade ocorrida no âmbito do mercado de capitais que resultou em acusação. O PAS passa, então, pelo rito processual de intimação, recebimento das defesas e sorteio do relator para julgamento pelo Colegiado da CVM. O resultado do julgamento, quando em caso de condenação, aplica as penalidades previstas no art. 11 de Lei n. 6385 de 1976, e fica disponível no site da CVM.

Ademais, analisando ainda o estudo de Borges e Andrade (2017), observa-se que entre os tipos de irregularidades, há as que possuem ligação com variáveis de governança corporativa, como: Irregularidades envolvendo auditoria; Obtenção de vantagem indevida/conflito de interesse; e Abuso do poder de controle entre outros. Essas irregularidades, por sua vez, levam a concluir que a sinalização dada para o mercado é que a empresa ao cometer irregularidades sinaliza uma má governança, o que impacta negativamente o seu valor de mercado.

2.4 IRREGULARIDADES, GOVERNANÇA (IGC) E VALOR DA EMPRESA

Conforme apresentado no arcabouço teórico, esta pesquisa conecta várias vertentes da literatura. A primeira se concentra em fraudes, com muitos estudos empíricos, como o de Aggarwal, Hu e Yang (2014), após os escândalos contábeis que ocorreram com a Enron e a WorldCom, no início dos anos 2000 nos Estados Unidos (Cotton, 2002).

Outra vertente é a que considera a interação da irregularidade com a governança corporativa por exemplo, estudo como os de (Chen et al., 2006; Borges & Andrade, 2017) que analisam essa relação a partir da composição do conselho (Yang et al., 2017), da remuneração dos agentes (Zhou et al. 2018) e do conflito de interesses (Fich & Shivdasani, 2007). Há também literatura que faz referência a fraudes e irregularidades com o desempenho da empresa (Cloninger & Waller, 2000), e ainda outros, como Janiszewski et al. (2017), que fazem relação com a teoria da sinalização (Spence, 1973).

No Brasil, apesar dos escândalos financeiros e contábeis, como o da Operação Lava Jato, e o dos PAS, existem poucos estudos sobre a variável de irregularidade (CVM, 2019), governança ([B]³, 2019) e valor de mercado mensurado pelo *Q de Tobin* nos PAS (Tobin, 1969).

Sendo assim, o presente estudo trouxe, como diferencial, o estudo da variável irregularidade (CVM, 2019), por meio dos PAS pela CVM, em relação ao impacto no valor de mercado das empresas. Outro diferencial foi analisar essa irregularidade (CVM, 2019) incluindo variáveis de Governança corporativa, como o IGC (Índice de Governança Corporativa) [B]³, 2019) e BIG4. Tendo feito isso, concluiu-se, respectivamente, que, no período estudado, os PAS (CVM, 2019) sugerem causar impacto negativo no valor de mercado mensurado pelo *Q de Tobin* e que a irregularidade analisada com IGC sugere que esse impacto é amenizado. Assim, as hipóteses foram construídas considerando as seguintes variáveis: Irregularidades (CVM, 2019; Lennox, 2010), IGC ([B]³, 2019) e Valor da Empresa (Tobin,

1969; Buchanan et al., 2018):

H1: A Irregularidade julgada pela CVM tem efeito negativo no valor de mercado das empresas envolvidas;

H2: O impacto negativo das irregularidades no valor de mercado é atenuado em empresas com melhor governança;

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Visando alcançar o objetivo da pesquisa, foi desenvolvido um estudo empírico com a aplicação da técnica de análise de dados em painel, para adaptar os estudos parciais dos autores Yang et al. (2017) e Bhagat e Bolton (2019) e verificar a relação entre as variáveis integrantes do modelo econométrico – irregularidades (CVM, 2019); Índice de Governança Corporativa (IGC) ([B]³, 2019); valor de mercado mensurado pelo *Q de Tobin* (Tobin, 1969); e variáveis de controle.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA, MODELOS EMPÍRICOS

Esta pesquisa tem a característica de uma pesquisa empírica descritiva e quantitativa. Para formar a amostra da pesquisa, foram coletados dados secundários de todas as empresas brasileiras de capital aberto, listadas na [B]³, no período de 2010 a 2018. Esse período é justificado pela adoção das normas do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil, pela Lei n. 11638 de 2007, e pelo fato de que foram utilizados dados contábeis que podem ter sido afetados pelas mudanças no modelo contábil.

Os dados financeiros contábeis das empresas foram obtidos por meio da base de dados do software Economática®, na periodicidade trimestral; já o Relatório de Processos Administrativos sancionadores, no site da CVM (2019), sendo que, se a empresa é auditada por BIG4 (Yang et al., 2017), a base foi coletada na [B]³ (2019). A unificação da base de dados foi totalmente realizada de forma manual, com dados obtidos do software Economática®, da CVM e da [B]³.

Na metodologia aplicada, utilizou-se a técnica de dados em painel, a qual concilia dados de corte transversal com séries temporais. Para essa técnica, as estimações foram apresentadas por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), para dados em painel em *Pooled* e efeitos fixos, como também por Mínimos Quadrados de dois Estágios (MQ2E) em *Pooled*, com o objetivo de utilizar a variável irregularidade como instrumento exógeno para governança.

3.1.1 Estimações

Considerando que os modelos de regressão com Dados em Painel mais comuns são *Pooled* e Painel de Efeitos Fixos (*Fixed Effects*) (Takahashi, 2016), a abordagem inicial foi estimar parâmetros de modelos econométricos, para fornecer evidências sobre a relação entre irregularidade e valor de mercado das firmas. Depois, acrescentaram-se as variáveis BIG4 e IGC para analisar a sua relação e o impacto na regressão. Por último, foi acrescentada a variável de interação (irregularidade*igc) para uma melhor análise do aspecto governança corporativa.

O modelo testado está representado pela equação (1) abaixo:

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_i + \psi_t + \beta_1 IRREG_{it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 IRREG \times IGC_{it} + \beta_k \sum_4^6 \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

De acordo com Wooldridge (2010), o modelo de mínimos quadrados agrupados ou em inglês *Pooled Least Squares* assume que a correlação entre as características não observáveis e os regressores são iguais a zero. Já em relação ao modelo de Efeitos Fixos, ele considera a heterogeneidade entre os indivíduos, possibilitando que cada variável tenha seu próprio intercepto e não varie no tempo. Dessa forma, qualquer variável explicativa que seja constante ao longo do tempo é omitida do modelo de Efeitos Fixos, como é o caso da variável de

governança (IGC). Para se estimar o efeito da governança e estimar a segunda hipótese, é justificável, então, o uso do *Pooled* com efeito fixo para setor,

A estimação por Mínimos Quadrados de dois Estágios (MQ2E) consiste no Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) aplicado duas vezes. No primeiro estágio, estima-se a equação em forma reduzida, calculando os valores da variável endógena, e no segundo estágio, estima-se a equação de forma simultânea, por meio do valor estimado da variável endógena (Gujarati, 2006). De acordo com Wooldridge (2010), a metodologia MQ2E é utilizada para tratar problemas de endogeneidade de uma ou mais variáveis explicativas, como omissão de variáveis no modelo decorrente de efeitos fixos não observáveis, causalidade reversa e erros de medição das variáveis.

O modelo estudado na Equação 1, por exemplo, observa-se um potencial problema de causalidade reversa, ou seja, viés da simultaneidade, que ocorre quando a variável X causa Y ou quando Y causa X. Acerca desse viés, Brown e Caylor (2006) relatou em seus estudos que variáveis de governança podem apresentar causas de endogeneidade esta pesquisa conecta várias vertentes da literatura. Levando isso em conta nesta pesquisa, optou-se por utilizar MQ2E para examinar melhor a robustez dos resultados.

Além disso, para atender os pressupostos da instrumentalização de variáveis, retirou-se as variáveis de governança corporativa (IGC) e de irregularidade do modelo e acrescentou-se a combinação das duas séries: o IGC como a variável endógena, tendo em vista que a decisão de pertencer ao IGC melhora suas informações e suas operações e traz benefícios que aumentam o valor de mercado das empresas, podendo assim produzir um viés na avaliação e vice versa; e irregularidade como a variável exógena, pois o fato de pertencer ao IGC não significa que a empresa não cometerá irregularidades.

Considerando a combinação das duas séries e o fato de as estimativas da Equação 1 em *Pooled* e Efeitos Fixos poderem possivelmente produzir coeficientes enviesados e inconsistentes, aplicou-se, então, o modelo de regressão MQ2E, utilizando para o primeiro estágio a equação (2) abaixo:

$$IGC_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 IRREG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Para o segundo estágio, foi utilizado o modelo de regressão (3):

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 IGC_{it} + \beta_k \sum_2^6 \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

3.2 VARIÁVEIS ESTUDADAS (Dependente, Independentes e de Controles)

Representado nesta pesquisa pelo *Q de Tobin*, Nekhili, Nagati, Chtioui e Rebolledo (2017) dizem que a variável dependente, deste estudo, pode ser utilizada como *proxy* do valor de mercado das empresas por quatro razões: i) é uma forma de medição aceita porque se baseia nos preços do mercado de ações; ii) as medidas baseadas no mercado refletem a noção de partes interessadas externas e podem capturar melhor o valor a longo prazo das atividades; iii) pode ser usado para comparar empresas em todos os setores porque não é afetada por convenções contábeis; e iv) é frequentemente visto como uma avaliação dos efeitos de reputação, decorrentes das diversas sinalizações feitas pela empresa ao mercado. Considerando essas quatro razões, o *Q de Tobin* foi calculado de forma semelhante à das pesquisas de Nekhili et al. (2017) e Buchanan et al. (2018), como a razão do valor de mercado das ações de uma empresa (VMA) com o valor contábil do total de ativos (VTA), razão utilizada na definição da variável dependente *Q de Tobin*.

A variável central do estudo, irregularidade (Lennox & Pittman, 2010), é analisada mediante os PAS pela CVM, no período de 2010 a 2018. Para isso a variável foi tratada de forma dicotômica, sendo 1 para as empresas que possuem alguma irregularidade, seja ela contábil, financeira ou outra, e 0 para os demais casos.

Essa variável foi utilizada de forma individualizada para responder a hipótese 1. Já a hipótese 2 foi respondida pela inclusão da variável IGC ([B]³, 2019), mantendo sua forma dicotômica, da qual esperava-se que o impacto causado pela irregularidade, embora negativo, fosse reduzido pela Governança Corporativa ([B]³, 2019).

O IGC (Do Nascimento, Santos & Câmara, 2017; [B]³, 2019) para representar a principal variável de governança corporativa, por ser um índice criado pela [B]³ que representa uma carteira de empresas pertencentes ao Novo Mercado, aos Níveis 1 e 2 da Bovespa, e por assumir um compromisso de fornecer as melhores informações ao mercado ([B]³, 2019). Tendo sido utilizada como uma variável *dummy*, adotou-se 1 para as empresas que pertencem ao IGC e 0 nos demais casos, comportando-se ora como variável explicativa, ora interagindo com a variável irregularidade do estudo.

As variáveis de controle foram inseridas no modelo de acordo com as determinantes do *Q de Tobin* (Tobin, 1969; Malta & De Camargo, 2016; Bhagat & Bolton, 2019), para permitir que os resultados obtidos fossem moderados para um maior número de fatores.

TABELA 1: VARIÁVEIS DE CONTROLE DO MODELO

$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_i + \psi_t + \beta_1 IRREG_{it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 IRREG \times IGC_{it} + \beta_k \sum_4^6 \text{Controles}_{it}$				
VARIÁVEL	DEFINIÇÃO	REFERÊNCIA	FONTE	SINAL ESPERADO
BIG4 (<i>Dummy</i>)	Assume valor 1 para empresas que são auditadas por BIG4, e valor 0, caso contrário	Armstrong et al. (2009); Yang et al. (2017); Cheng et al. (2019)	[B] ³	(+)
ROE	Lucro Líquido / (Patrimônio Líquido – Lucro Líquido)	Malta e De Camargo (2016)	Economática	(+) ou (-)
ALA	Total de Dívida dividido pelo Ativo Total	Malta e De Camargo (2016)	Economática	(+) ou (-)
INT	Ativo Intangível dividido por Ativo Total	Nam e Uchida (2019)	Economática	(-)
LPA	LPA = LL/nº de ações	Bastos, Nakamura, David e Rotta, (2009)	Economática	(+)
TAM	Ln (Ativo total da empresa)	Kuzey e Uyar (2017);	Economática	(+)

4 ANÁLISE DE DADOS

A Tabela 2 apresenta um resumo da estatística descritiva das variáveis econômicas: dependente, *Q de Tobin*, das variáveis de controle do estudo (ROE, ALA, INT, LPA e TAM), assim como das variáveis *dummies*. Para minimizar os efeitos de *outliers*, a variável dependente e as variáveis de controle foram winsorizadas a 1% para o primeiro percentil e a 99% para o último percentil, evitando assim uma distorção na análise dos resultados.

A Tabela 2 apresenta o número de observações para cada variável, a média, o desvio padrão, os valores mínimos, máximos, mediana e 1º e 3º quartis da amostra.

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

ANO	VARIÁVEL	Nº OBS.	MÉDIA	MAX.	Q1	DESVIO PADRÃO	MEDIANA	Q3
Total	QTOBIN_w	11.633	0,880	9,025	0,013	1,337	0,469	0,945
	IRREG	23.508	0,007	1,000	0,000	0,084	0,000	0,000
	IGC	23.508	0,289	1,000	0,000	0,453	0,000	0,000
	BIG4	23.508	0,407	1,000	0,000	0,429	0,000	0,000
	ROE_w	14.865	0,005	0,003	-0,393	0,042	0,000	0,000
	ALA_w	13.981	1,204	31,000	0,000	3,599	0,585	0,769
	INT_w	12.960	125,685	789,991	0,000	194,048	18,066	186,237
	LPA_w	14.845	-0,099	28,533	-40,042	6,403	0,135	0,765
	TAM_w	14.868	13,941	20,228	3,931	2,754	14,403	15,687

O valor médio de mercado apresenta valores extremos, quando se compara o mínimo e o máximo, tendo um ápice do valor máximo de 9,025. Com isso, nota-se que, tendo como valor de mercado médio 0,882, apenas 25% das empresas possuem valor superior a 0,945, mostrando uma distância significativa da mediana de 0,469, ou seja, de que mais da metade das empresas estão abaixo da média calculada. E sobre as variáveis explicativas, com relação a irregularidade, a estatística descritiva mostra que 0,7% das empresas possuem pelo menos 1 irregularidade. Já em relação à variável IGC, observa-se que 28% das observações integram o Grupo que pertence ao IGC.

A variável ROE, que explica os efeitos do desempenho financeiro das empresas em relação ao Capital Próprio (Malta & de Camargo, 2016), apresenta um resultado médio de -0,004, variando de um mínimo de -3,42 a um máximo de 0,002. Já a variável Alavancagem (ALA) (Malta e de Camargo, 2016) apresentou uma média de 1,204 e uma mediana de 0,585, mostrando uma distância relevante entre média e mediana. O Intangível (INT) (Nam & Uchida, 2019) mostra uma média de 125,685, sendo que 25% das observações apresentaram um valor acima de 186,237.

De forma diferente, a variável INT, mesmo com a winsorização permaneceu com seus valores praticamente inalterados. Em relação à variável Lucro por Ação (LPA) - (Bastos, Nakamura, David e Rotta, 2009), ela apresentou uma mediana de 0,135 e um valor extremo máximo de 28,533. A variável Tamanho da Empresa (TAM) (Kuzey & Uyar, 2017), mostrou que a média do valor de mercado foi de 13,941, evidenciando que aproximadamente 50% das observações possuem valores próximos da mediana, mas 25% das empresas apresentam valores acima de 15,687, tendo como valor máximo 20,228. Por último, analisando BIG4 (Yang et al., 2017), que também foi uma variável de controle, observou-se que 40,78% das observações foram auditadas por uma BIG4.

4.1 ANÁLISE DE REGRESSÃO

A Análise de regressão foi aplicada principalmente pelo MQO (Métodos Quantitativos Ordinários) com dados empilhados *Pooled* e Painel de Efeito fixo. Também foi aplicado o estudo com a regressão em MQ2E, aplicando a metodologia da variável instrumental, sendo o IGC a variável endógena instrumentalizada e o instrumento, a irregularidade

4.1.1 Mínimos Quadrados Ordinários - Dados empilhados – (*pooled cross-section*)

O Modelo Mínimos Quadrados Agrupados ou do inglês *Pooled Least Squares* utiliza os dados em painel e assume que a correlação entre as características não observáveis e os regressores são iguais a zero (Wooldridge, 2010). A Tabela 3 apresenta os resultados das regressões utilizadas nesta pesquisa, tendo como variável explicada o *Q de Tobin* e variáveis explicativas a irregularidade e o IGC e as variáveis de controle.

Foram estimadas 03 regressões em MQO *Pooled*, com as variáveis *dummies* de setor e ano, conforme análise dos resultados apresentados abaixo:

1 - Na primeira regressão, não foram incluídas as variáveis IGC e BIG4. Com isso, notou-se que a irregularidade impacta negativamente o valor de mercado com significância de 5% a 10%. Em relação às variáveis de controle, observou-se que Alavancagem, Intangível e Lucro por Ação apresentaram coeficientes positivos com significância de 1% e, de forma contrária à variável tamanho, apresentou coeficiente negativo com significância de 1%.

2 - Na segunda regressão, foram incluídas as variáveis IGC e BIG4. A variável irregularidade continuou significativa com 5% e apresentou uma redução mínima do coeficiente. Já as variáveis IGC e BIG4 apresentaram coeficientes positivos e foram significativas a 1%, ao contrário das variáveis Intangível, Lucro por Ação e Tamanho, que mantiveram o mesmo comportamento da primeira regressão.

3 - Na terceira regressão, foi incluída a variável de interação entre irregularidade e IGC. Na análise realizada, tanto a variável de interação Irregularidade_IGC, quanto a variável irregularidade apresentaram coeficientes negativos, porém não mais significativos, havendo, portanto, mudança no impacto da irregularidade. IGC, BIG4, Intangível, Lucro por Ação e Tamanho mantiveram o mesmo comportamento da primeira e segunda regressão.

Nesta análise, confirmou-se, então, por meio do estimador em MQO *Pooled*, a primeira hipótese da pesquisa. A segunda hipótese, entretanto, por não possuir significância estatística, não foi possível afirmar que coincide com os resultados obtidos Fu (2019), de que uma melhor governança melhora o valor da empresa ou ameniza o impacto negativo noticiado.

TABELA 3: ANÁLISE DE REGRESSÃO - POOLED

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	Regressão sem IGC e BIG4	Regressão com IGC e BIG4	Regressão com Interação IRREG*IGC
	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>	<i>Pooled</i>
IRREG*IGC			-0,0772289 (-0,41)
IRREG	-0,246798** (-2,51)	-0,2247663** (-2,37)	-0,1928138 (-1,52)
IGC	-	0,2602944*** (7,74)	0,2608972*** (7,73)
BIG4	-	0,6472863*** (16,97)	0,6474458*** (16,97)
ROE_W	0,627044 (0,47)	0,3142554 (0,26)	0,3129874 (0,26)
ALA_W	0,0233057*** (2,60)	0,0223137** (2,50)	0,0223012** (2,49)
INT_W	0,0008365*** (14,75)	0,0006734*** (11,07)	0,0006736*** (11,07)
LPA_W	0,0213576*** (13,88)	0,0171849*** (9,85)	0,0171899*** (9,85)
TAM_W	-0,1649731*** (-15,20)	-0,2777209*** (-19,37)	-0,2777852*** (-19,37)
SETOR	SIM	SIM	SIM
ANO	SIM	SIM	SIM
Observações	9236	8293	8923
Teste F	61,02***	59,13***	65,69***
R ²	0,1791	0,2267	0,1855

Nota: Elaborada pela autora

Nota: Resultados das estatísticas t e z, em que denota significância * a 10%; ** a 5% e *** a 1%.

4.1.2 Mínimos Quadrados Ordinários - Dados em painel de efeitos fixos

Conforme apresentado no capítulo de metodologia, este estimador não permite a análise do efeito de governança, em relação ao valor de mercado, quando a empresa comete

irregularidade, pois o IGC é fixo no tempo e apresenta uma multicolenariedade perfeita nos Efeitos Fixos, sendo, portanto, omitida. Por causa disso, não foi possível a análise da segunda hipótese da Pesquisa por esse estimador, conforme apresentado na Tabela 4.

Ao analisar a variável irregularidade, na primeira e segunda regressão, ela apresentou coeficiente negativo, porém não mais significativo, não sendo possível afirmar com significância estatística o impacto negativo da irregularidade. Já na terceira regressão, o coeficiente apresentou sinal positivo, embora IGC tenha sido omitida por apresentar colinearidade, havendo uma mudança no impacto da irregularidade, também sem significância estatística. Contudo, o resultado sugere que a irregularidade ou a sua expectativa via pior governança foi capturada pelo Efeito Fixo.

Com relação às demais variáveis, BIG4 foi significativa a 5%, e em todas as regressões em MQO com Painel de Efeitos Fixos, as variáveis ROE e ALA apresentaram coeficiente positivo, mas não significativo. Já o INT apresentou coeficiente negativo, conforme apresentado nos estudos de Nam e Uchida (2019), e as variáveis Lucro por Ação e Tamanho apresentaram os mesmos comportamentos nas três regressões, sendo significativas a 1%.

TABELA 4: ANÁLISE DE REGRESSÃO - PAINEL

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	Regressão sem IGC e BIG4	Regressão com IGC e BIG4	Regressão com Interação IRREG*IGC
	EF	EF	EF
IRREG*IGC	-	-	-0,275205 (-1,01)
IRREG	-0,0701936 (-0,48)	-0,0971641 (-0,58)	0,0061345 (0,02)
IGC	-	OMITIDA	OMITIDA
BIG4	-	0,1540676** (2,35)	0,1535668** (2,34)
ROE_W	0,4520255 (0,31)	0,795382 (0,37)	0,7933936 (0,36)
ALA_W	0,0121462 (0,26)	0,0077988 (0,16)	0,0075245 (0,15)
INT_W	-0,0006226 (-1,17)	-0,0003928 (-0,79)	-0,0003879 (-0,78)
LPA_W	0,0060239*** (2,92)	0,0059645*** (2,71)	0,0059701*** (2,73)
TAM_W	-0,5557671*** (-4,77)	-0,6395752*** (-4,91)	-0,6406686*** (-4,91)
SETOR	NÃO	NÃO	NÃO
ANO	SIM	SIM	SIM
Observações	9828	8759	8759
Teste F	11,39***	9,65***	9,16***
R ²	0,2017	0,2218	0,2221

Nota: Elaborada pela autora

Nota: Resultados das estatísticas t e z, em que denota significância * a 10%; ** a 5% e *** a 1%.

4.1.3 Análise de regressão – mínimos quadrados em dois estágios

Conforme apresentado na sessão de metodologia, foi identificado um potencial problema de endogeneidade entre as variáveis IGC e *Q de Tobin*. Além de que, devido ao possível problema de causalidade, foi utilizado o MQ2E como modelo adicional para avaliar a robustez dos resultados a esse problema potencial. Ademais, de acordo com Wintoki, Linck e Netter (2012), os estudos sobre a relação entre mecanismos de governança corporativa e desempenho empresarial estão sujeitos a problemas de endogeneidade, motivo pelo qual usou-se variáveis instrumentais para rodar as regressões.

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão utilizada neste modelo de estimação.

TABELA 5: ANÁLISE DE REGRESSÃO - MQ2E

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	Regressão com Variável Instrumental = (IGC = IRREG) com efeito fixo de setor em <i>Pooled</i>
VI IGC	0,9552914 -0,42
BIG4	0,0612056 -0,06
ROE_W	-1,281526 -0,89
ALA_W	0,0856905*** -2,69
INT_W	0,0003746** -2,55
LPA_W	0,0163914*** -8
TAM_W	-0,0282834 -0,56
SETOR	SIM
ANO	NÃO
Observações	8759

Nota: Elaborada pela autora

Nota: Resultados das estatísticas t e z, em que denota significância * a 10%; ** a 5% e *** a 1%.

A variável instrumental em MQ2E *Pooled* apresentou coeficiente positivo, porém estatisticamente não significativo. Ao utilizar como instrumento a variável irregularidade, o resultado obtido na equação de segundo estágio não permitiu afirmar que uma boa governança influencia positivamente o valor de mercado, por também não apresentar significância estatística. Já nas variáveis de controle, o destaque ficou para a variável LPA que apresentou coeficiente positivo com significância estatística a 1% e TAM que apresentou coeficiente negativo e significância a 1%.

Já a variável irregularidade foi utilizada como instrumento na regressão de primeiro estágio, pois após a análise do banco de dados, verificou-se que há um total de 109 empresas que tiveram 168 processos instaurados. Das 110 empresas, 29 integravam o IGC, sendo que dessas, 24 eram auditadas por uma BIG4 e ainda assim cometiam irregularidades. Contudo, apenas 1 foi cancelada, sugerindo que o IGC não impede a irregularidade, mas ameniza, de fato, as consequências das irregularidades cometidas. Assim, o simples fato de uma empresa cometer irregularidade não necessariamente afeta de maneira significativa o valor de mercado, porém uma irregularidade cometida em uma empresa sem alto nível de governança pode trazer graves consequências para os Stakeholders envolvidos.

Por último, ao ter se analisado as 80 empresas restantes, que não pertenciam ao IGC e apenas 21 eram auditadas por uma BIG4, constatou-se que 51 empresas foram canceladas e que apenas 8 eram auditadas por uma BIG4. O total geral de empresas canceladas representou 47,70% da amostra, sendo que Empresas com baixo nível de governança foram responsáveis por 98% dos cancelamentos das empresas na listagem da Bovespa.

4.2 DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Acerca dos resultados observados com os estimadores em MQO *Pooled* com variáveis de controle de ano setor e MQ2E *Pooled*, com variável setor, e o exposto nos parágrafos acima em relação a irregularidade, os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem que há impacto negativo da irregularidade no valor de mercado. Esse resultado é semelhante ao de Fich e Shivdasani (2007), tendo concluído que a fraude traz grandes prejuízos à reputação. Já sob outra perspectiva, Wang et al. (2019) concluíram que todas as punições têm impacto negativo e

significativo sobre a riqueza do acionista de empresas fraudulentas.

Tratando-se da variável IGC, que representa a variável de governança corporativa, embora não tenha sido possível chegar a uma conclusão com significância estatística, há indícios, contudo, de que o alto nível de governança está alinhado com os estudos de Cheng et al. (2019), de que uma forte governança corporativa melhora a precisão do valor da ação. Com relação a irregularidade e Governança, Fu (2019) mostrou em seus resultados que as empresas associadas a pessoas que são indiciadas na campanha anticorrupção perdem valor significativo após o anúncio de acusação e que uma boa governança externa pode moderar positivamente o impacto de curto prazo desses eventos negativos.

Referindo-se agora à teoria da Sinalização apresentada para o mercado, ela revela indícios de que pertencer ao IGC não significa não ter irregularidades, mas representa uma potencial redução do impacto no valor da empresa. Esse resultado convergiu para uma outra sugestão de resultado obtido por Fu (2019), de que a governança corporativa modera o impacto de eventos corporativos negativos, e por Gompers, Ishii e Metrick. (2003) de que a boa governança está associada a uma maior valorização de mercado. Além disso, inferiu-se também que a ocorrência de irregularidades pode ser pensada como um indicativo de uma pior governança, tendo impacto negativo no valor de mercado das empresas, medido pelo *Q de Tobin*.

Ainda sobre a Governança vinculada à irregularidade, o resultado se aproximou de uma das conclusões de Yang et al. (2017) e Zhou et al. (2018), de que, dependendo do nível de governança, poderá haver ou não uma contribuição elevada para a probabilidade de fraudes. Esse é o mesmo entendimento de Fich e Shivdsani (2007), segundo os quais, ao analisarem a fraude financeira, a reputação da diretoria e a riqueza dos acionistas, concluíram que a perda de valorização das empresas com fraudes é ampliada se elas possuem características frágeis de governança.

Tendo chegado a esses resultados, esta pesquisa contribui, portanto, de forma teórica e prática para a literatura nacional, o mercado e os órgãos reguladores, com a avaliação do valor da empresa por meio de aspectos importantes relacionados às irregularidades julgadas nos PAS (CVM) e à governança corporativa. A pesquisa contribui também servindo como referência para o mercado e para os órgãos fiscalizadores para a criação de estratégias que diminuam ou eliminam a má conduta corporativa, assim como reduzam o risco de mercado, já que as estimativas sugerem que o julgamento das irregularidades apontadas nos PAS (CVM) representa uma notícia negativa para o mercado e para os acionistas das empresas envolvidas. Sobre o efeito da governança corporativa, representada pelas variáveis IGC ([B]³, 2019) e BIG4, infere-se que uma boa governança é uma sinalização positiva, pela possível redução do impacto negativo da irregularidade no valor de mercado. Lennox (2010), conclui em seu estudo que a empresa auditada por uma BIG4 possui uma boa marca de governança, reduzindo assim o risco de irregularidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo investigar o impacto das irregularidades (Lennox, 2010) apontadas nos processos administrativos julgados e sancionados pela CVM. Para isso foi apresentado um modelo para testar as duas hipóteses.

A Hipótese 1 foi fracamente suportada, segundo a qual, a irregularidade teve efeito negativo com relação ao *Q de Tobin* na estimação em MQO *Pooled*, sendo significativo ao nível de 5%. Na estimação, observou-se que no trimestre em que a irregularidade foi julgada, houve um impacto negativo no valor da empresa. Já a Hipótese 2 não foi confirmada, por não apresentar significância estatística, embora tenha havido indícios de que no modelo em MQO (Tabela 3) e MQ2E (Tabela 5) em *Pooled*, a irregularidade no ano em que foi julgada, com um nível de governança mais elevado, teve, possivelmente, o impacto negativo amenizado no valor

da empresa.

Na estimação em painel as regressões apresentaram a variável irregularidade com coeficiente negativo, porém sem significância estatística conforme apresentado na Tabela 5. O achado mostrou indícios de que pertencer aos níveis de governança da [B]³, Novo Mercado, Nível I e Nível II ameniza o impacto negativo da irregularidade no valor de mercado, mostrando que a boa governança é positiva. Além de que, os indícios estatísticos encontrados nesta pesquisa sugeriram que o mercado brasileiro tem observado essa sinalização (Spence, 1973), sendo ainda possível fortalecer mais essa sinalização, por meio do processo administrativo julgado e sancionado pela CVM, uma vez que não pertencer ao melhor nível de governança torna o impacto negativo maior.

Mais especificamente sobre esses aspectos, é importante ressaltar que possuir ou não irregularidade em processo julgado e sancionado pela CVM possui, em alguns modelos, significância estatística negativa com relação ao valor da empresa. Os resultados, entretanto, foram observáveis apenas para a amostra, o período, as variáveis e os modelos em questão, mesmo sabendo que existem outras formas de se mensurar o desempenho financeiro das organizações, assim como outras irregularidades apontadas e julgadas pelas vias judiciais.

Ao avançar as análises utilizando-se a estimação em dois estágios verificou-se que os resultados se mostraram não significativos. Isto significa que o mercado acionário brasileiro não está punindo as empresas processadas pela CVM. Cabe ressaltar também que o conteúdo dos processos de irregularidades julgados e sancionados pela CVM não foi avaliado, assim como o seu vínculo com o poder judiciário. Apenas foram classificadas em julgadas, independentemente da penalidade ou não apresentada no julgamento, mesmo também que o desempenho das empresas, como o seu valor de mercado, pode ser mensurado de outras formas.

Por fim, devido os resultados empíricos desta pesquisa serem um dos primeiros a analisar o impacto da irregularidade no valor de mercado, sugere-se que pesquisas futuras analisem o valor do retorno acionário por meio de um estudo de eventos com uma janela em dias e, assim, verifiquem os possíveis impactos na data do julgamento da irregularidade e o que eles sinalizam para o mercado. Já com relação à CVM, deixa-se, como sugestão, criar um SELO para as empresas que não possuem processos instaurados, de forma a dar uma maior visibilidade e melhorar ainda mais a sinalização, com uma revisão periódica dessa base.

REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R., Hu, M., & Yang, J. (2014). *Fraud, market reaction, and role of institutional investors in Chinese listed firms*.
- Armstrong, C. S., Jagolinzer, A. D. & Larcker, D. F. (2010). Diretor executivo, incentivos patrimoniais e irregularidades contábeis. *Journal of Accounting Research*, 48(2), 225-271.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 16(3), 65-79.
- Beaver, W. H. (1968). O conteúdo informativo dos anúncios anuais de ganhos. *Jornal de pesquisa contábil*, 67-92.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*, 58, 142-168.
- Borges, S. R. P., & Andrade, M. E. M. C. Setores da bovespa vs. processos sancionadores da cvm: em qual setor você aposta? *Anais do Congresso UFU de Contabilidade*, 2017, 2.
- Bradley, D. J., Gonas, J. S., Highfield, M. J., & Roskelley, K. D. (2009). An examination of IPO secondary market returns. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 316-330.
- Brasil, Bolsa e Balcão. (2019). *Índice de ações com governança corporativa diferenciada-igc*. Recuperado em 10 junho, 2019, de http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-

indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm

- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.
- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95.
- Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2006). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 424-448.
- Cheng, L. Y., Su, Y. C., Yan, Z., & Zhao, Y. (2019). Corporate governance and target price accuracy. *International Review of Financial Analysis*, 64, 93-101.
- Cloninger, D. O., & Waller, E. R. (2000). Corporate fraud, systematic risk, and shareholder enrichment. *The Journal of Socio-Economics*, 29(2), 189-201.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2019). *Processos Administrativos*. Recuperado em 10 junho, 2019, de <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>
- Cotton, D. L. (2002). *Fixing CPA ethics can be an inside job*. Washington Post, B2.
- Davidson III, W. N., Worrell, D. L., & Garrison, S. H. (1988). Effect of strike activity on firm value. *Academy of Management Journal*, 31(2), 387-394.
- De Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2007). Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. *RAUSP Management Journal*, 42(4), 468-481.
- De Carvalho, V. G., Silva, J. J. & Silva, C. A. T. (2013). Divulgação da Informação Contábil: Influência nas decisões de investimentos em ações. *Registro Contábil*, 4(2), 36-54.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1996). Causas e conseqüências da manipulação de lucros: uma análise das empresas sujeitas a ações de fiscalização pela SEC. *Pesquisa contábil contemporânea*, 13(1), 1-36.
- Do Nascimento, S. P., dos Santos, R. G. & da Câmara, M. R. G. (2017). Governança corporativa: uma análise entre o IGC e o Ibovespa. *Revista Brasileira de Economia de Empresas*, 17(2).
- Eccles, R. G. & Coleman, I. (1998). *Pursuing value: The information reporting gap in the United Kingdom*. London: Price water house Coopers.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fich, E. M. & Shivdasani, A. (2007). Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 306-336.
- Fu, Y. (2019). The value of corporate governance: Evidence from the Chinese anti-corruption campaign. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 461-476.
- Funchal, B., & Monte-Mor, D. S. (2016). Corporate Governance and Credit Access in Brazil: The Sarbanes-Oxley Act as a Natural Experiment. *Corporate Governance: An International Review*, 24(5), 528-547.
- Fusiger, P., da Silva, L. M. & Carraro, W. B. W. H. (2014). Auditoria Independente: principais infrações que acarretam em processo administrativo sancionador pela Comissão de Valores Mobiliários. *ConTexto*, 15(30).
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Governança corporativa e preços de ações. *O jornal trimestral de economia*, 118(1), 107-156.
- Gujarati, D. (2006). *Econometria básica*. Rio de Janeiro. Editora Campus.
- Hennes, K. M., Leone, A. J. & Miller, B. P. (2008). The importance of distinguishing errors from irregularities in restatement research: The case of restatements and CEO/CFO turnover. *The Accounting Review*, 83(6), 1487-1519.
- Janiszewski, V. J., Carrascoso, L. A., Félix Júnior, L. A., Lagioia, U. C. T. & Oliveira, M. F. J.

- (2017). Relação da Teoria da Sinalização com o Desempenho das Empresas a partir dos seus Indicadores de Performance de Divulgação Voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2).
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C. & Tourani-Rad, A. (2014). Governança corporativa e tomada de risco na Nova Zelândia. *Australian Journal of Management*, 39(2), 227-245.
- Kuzey, C. & Uyar, A. (2017). Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of cleaner production*, 143, 27-39.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). *Dispõe sobre as Sociedades por ações*. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Recuperado em 10 junho, 2019, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm
- Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (1976). *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Recuperado em 10 junho, 2019, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm
- Lei n. 11.638 de 28 de dezembro de (2007). *Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras*. Recuperado em 10 junho, 2019, de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm
- Lennox, C. & Pittman, J. A. (2010). Big Five audits and accounting fraud. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 209-247.
- Malta, T. L. & de Camargos, M. A. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE-Revista de Gestão*, 23(1), 52-62.
- Murcia, F. D. R. & Borba, J. A. (2005). Quantificando as fraudes contábeis sob duas óticas: jornais econômicos versus periódicos acadêmicos no período 2001-2004. *Cadernos de Controladoria-Controladoria Geral do Município do Rio de Janeiro*. Recuperado de <<http://www.rio.rj.gov.br/cgm>>.
- Muzilli, M. A. (2006). *Diferença entre compliance e auditoria interna*. Muzilli Governança Corporativa, São Paulo, 5.
- Nam, H. & Uchida, K. (2017). *Trade Payables and Shareholder Wealth: Evidence from North Korean Shock on South Korean Companies*.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T. & Rebolledo, C. (2017). Divulgação de responsabilidade social corporativa e valor de mercado: empresas familiares versus não familiares. *Journal of Business Research*, 77, 41-52.
- Palmrose, Z. V., Richardson, V. J. & Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 59-89.
- Pillai, R. & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410.
- Rezaee, Z. & Kedia, B. L. (2012). Role of corporate governance participants in preventing and detecting financial statement fraud. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 4(2).
- Silva, A. H. C., Sancovschi, M., Cardozo, J. S. D. S. & Condé, R. A. D. (2012). Teoria dos escândalos corporativos: uma análise comparativa de casos brasileiros e norteamericanos. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(1), 92-108.
- Spence, A. M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. doi:10.2307/1882010

- Takahashi, F. D. (2016). *Impacto da diversidade de gênero do conselho de administração sobre a performance financeira da firma*.
- Tobin, J. (1969). Uma abordagem de equilíbrio geral da teoria monetária. *Jornal de dinheiro, crédito e serviços bancários*, 1(1), 15-29.
- Wang, Y., Ashton, J. K. & Jaafar, A. (2019). Does mutual fund investment influence accounting fraud? *Emerging Markets Review*, 38, 142-158.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo/SP. Editora Cengage Learning, 4 edição, 2010.
- Yang, D., Jiao, H. & Buckland, R. (2017). The determinants of financial fraud in Chinese firms: Does corporate governance as an institutional innovation matter? *Technological Forecasting and Social Change*, 125, 309-320.
- Zhou, F., Zhang, Z., Yang, J., Su, Y. & An, Y. (2018). *Delisting pressure, executive compensation, and corporate fraud: Evidence from China*. Pacific-Basin Finance