

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

LUCAS FELICE CERVO

**ACIONISTA ESTRANGEIRO COMO DETERMINANTE EXPLICATIVO DA
CONSTITUIÇÃO VOLUNTÁRIA DO COMITÊ DE AUDITORIA NAS FIRMAS
LISTADAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

**Porto Alegre
2019**

Lucas Felice Cervo

ACIONISTA ESTRANGEIRO COMO DETERMINANTE EXPLICATIVO DA
CONSTITUIÇÃO VOLUNTÁRIA DO COMITÊ DE AUDITORIA NAS FIRMAS
LISTADAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan

Porto Alegre

2019

C419a Cervo, Lucas Felice.
Acionista estrangeiro como determinante explicativo da
constituição voluntária do comitê de auditoria nas firmas
listadas no mercado de capitais brasileiro / por Lucas Felice
Cervo. – 2019.
85 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio
dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis, Porto Alegre, RS, 2019.
“Orientadora: Dra. Clea Beatriz Macagnan”.

1. Comitê de auditoria voluntário. 2. Acionistas
estrangeiros. 3. Governança corporativa. 4. Monitoramento.
5. Determinantes. I. Título.

CDU: 657.6

Dedico esta dissertação à Deus, que por Sua graça soberana me sustentou até aqui; à minha mãe, Idelci, meu pai, Pedro, e toda minha família, pelo amor e apoio incondicional em todos os momentos; e à minha noiva, Carla, pelo companheirismo e carinho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao Deus trino (Deus-Pai, Deus-Filho e Deus-Espírito Santo), criador dos céus e da terra, que por Sua soberana graça e misericórdia me concedeu a oportunidade de fazer parte do Programa de Pós-Graduação da UNISINOS. Também sou grato por todas as pessoas que, de alguma forma, contribuíram com esta caminhada, sem as quais não seria possível concluir este mestrado. Dentre elas estão: a minha família, especialmente minha mãe, dona Idelci, a pessoa mais doce que eu conheço, por toda a sua dedicação e cuidado comigo, regados de amor e carinho. Meu pai, sr. Pedro, homem valente e forte, que sempre me apoiou com firmeza e amor. Também meus irmãos e sobrinhos, pelo amor e união de nossa família. Agradeço à minha noiva, Carla, sempre sincera em seus sentimentos, pelo apoio e compreensão com minhas ausências em função dos estudos. Agradeço também à professora Clea Beatriz Macagnan, pelas orientações e compartilhar de seu conhecimento e experiência; agradeço ao professor Tiago Wickstrom Alves, coordenador de nosso curso, pelo auxílio na operacionalização dos testes econométricos e por seu apoio; aos professores da banca, que além das contribuições na qualificação estiveram disponíveis sanando dúvidas e contribuindo com minha pesquisa; aos colegas do grupo de pesquisa em Governança, pelas inúmeras experiências construtivas que tivemos juntos. Agradeço a todos os professores da UNISINOS com quem tive a experiência de conviver e também aos demais colegas. Agradeço à UNISINOS como instituição, pela qual, de agora em diante tenho um carinho especial e também a todos os colaboradores da secretaria que sempre prontamente me atenderam. Agradeço ao grupo de pesquisa em Contabilidade e Regulação dos Negócios (COREG), coordenado pelo professor Cristiano M. Costa, por terem cedido os dados referentes à variável *big four*. Também agradeço aos amigos que, de alguma forma, contribuíram em minha caminhada, seja com estadia em Porto Alegre ou simplesmente me ouvindo nos momentos de dificuldade. Por fim, agradeço à Capes pelo apoio financeiro da bolsa concedida, a qual espero retribuir à sociedade brasileira, pagadora de impostos, com meu esmero e zelo no exercício de minha profissão e com integridade e retidão no meu proceder como cidadão.

Assim falava, e chorava oprimido pela mais amarga dor do meu coração. Mas eis que, de repente, ouço da casa vizinha uma voz [...] que cantava e repetia muitas vezes: “Toma e lê, toma e lê”.

Santo Agostinho de Hipona

RESUMO

Esta dissertação teve como objetivo analisar a relação entre a participação de acionistas estrangeiros na estrutura de propriedade das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro e a constituição voluntária do comitê de auditoria. Uma regressão logística foi empregada a fim de analisar se os acionistas estrangeiros impactam na probabilidade de existir comitê de auditoria voluntariamente constituído. Os resultados indicaram que quanto maior a participação de acionistas estrangeiros, maior a probabilidade de existir comitê de auditoria voluntariamente constituído e que essa probabilidade aumenta à taxas crescentes. Em outras palavras, a relação é positiva e não linear e a hipótese da pesquisa é suportada. Adicionalmente, outros fatores apontados pela literatura também foram significativos como explicativos da constituição voluntária do comitê de auditoria. Dentre as variáveis qualitativas, ser auditada por uma firma de auditoria classificada como uma das firmas *big four* aumenta consideravelmente a probabilidade da constituição do comitê de auditoria, enquanto que acumular as funções do CEO e do *chairman* reduz significativamente essa probabilidade. Em suma, além da influência de acionistas estrangeiros, há maior probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria em firmas: 1) Maiores; 2) Com conselhos de administração com percentual de membros independentes maior; 3) Com conselhos de administração maiores em número de membros; 4) Auditadas por firmas *big four*; e 5) Listadas em algum dos segmentos especiais de governança da B3. Por outro lado, há menor probabilidade de constituição do comitê de auditoria em firmas: 1) Com maior percentual de ações de posse de membros da administração; 2) Mais endividadas; 3) Que acumulam as funções de CEO e presidente do conselho de administração (*chairman*) na mesma pessoa; e 4) Que possuem maior concentração de propriedade.

PALAVRAS-CHAVE: Comitê de auditoria voluntário; Acionistas estrangeiros; Governança corporativa; Monitoramento; Determinantes.

ABSTRACT

This dissertation has the objective to analyze the link between the participation of foreign stockholders in the ownership structure by listed firms in the Brazilian capital market and the voluntary constitution from the audit committee. A logistic regression was used to analyze whether foreign stockholders impact on the probability of a voluntary audit committee. The results indicated that the greater the participation of foreign stockholders, the greater the likelihood of a voluntarily constituted audit committee, and that this probability increases at increasing rates. In other words, the relationship is positive and non-linear and the research hypothesis is supported. In addition, other factors pointed in the literature were also significant as explanatory of the voluntary constitution of the audit committee. Among the qualitative variables, being audited by a big four greatly increases the likelihood of the audit committee being set up, while accumulating the functions of the CEO and chairman significantly reduces this probability. In short, in addition to the influence of foreign stockholders, there is a greater probability of voluntary constitution of the audit committee in firms: 1) Larger; 2) With boards of directors with a higher percentage of independent members; 3) With boards of administration larger in number of members; 4) Audited by big four; and 5) Listed in any of B3's special governance segments. On the other hand, there is less probability of constitution of the audit committee in firms: 1) With a higher percentage of shares owned by members of the administration; 2) More indebted; 3) That they accumulate the functions of CEO and chairman of the same person; and 4) That possess a greater concentration of property.

KEY-WORDS: Voluntary audit committee; Foreign stockholders; Corporate governance; Monitoring; Determinants.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01 – Evolução do comitê de auditoria	51
Gráfico 02 – <i>Box-plot</i> da variável PAE	53
Gráfico 03 – <i>Box-plot</i> das variáveis de controle quantitativas	55
Gráfico 04 – Histograma da variável TMCA	56
Gráfico 05 – Curvas de probabilidade	64

LISTA DE QUADROS

Quadro 01 – Resumo do comitê de auditoria.....	27
Quadro 02 – Variáveis de controle.....	36
Quadro 03 – Variáveis coletadas na Económica.....	46
Quadro 04 – Variáveis coletadas nos formulários de referência.....	46
Quadro 05 – Análise descritiva da variável dependente.....	50
Quadro 06 – Estatística descritiva da variável PAE.....	52

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Composição da amostra.....	45
Tabela 02 – Análise descritiva das variáveis quantitativas de controle	54
Tabela 03 – Análise descritiva das variáveis controle categóricas.....	57
Tabela 04 – Análise de correlação	58
Tabela 05 – Resultados das regressões logísticas	59

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.2 OBJETIVO DA PESQUISA	15
1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA	15
1.4 DELIMITAÇÃO DO TEMA E ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	18
2 REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1 CONFLITO DE INTERESSES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	20
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O COMITÊ DE AUDITORIA	22
2.3 INVESTIDORES ESTRANGEIROS COMO ACIONISTAS: SEU PAPEL E INFLUÊNCIA SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA	28
2.4 FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE	31
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	35
3.1 TÉCNICA DE ANÁLISE E VARIÁVEIS DA PESQUISA	35
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	44
3.3 FONTE E COLETA DOS DADOS	45
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	50
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	50
4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO LOGÍSTICA	58
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	63
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
REFERÊNCIAS	72

1 INTRODUÇÃO

As sociedades anônimas (SAs) de capital aberto, denominadas neste trabalho como firmas, são caracterizadas pela separação entre propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLIN, 1983). Isso ocorre porque, nas firmas, nem sempre os proprietários, denominados acionistas, atuam na sua gestão (controle). No contexto brasileiro, em que as firmas são caracterizadas por concentração de propriedade, a separação é predominante entre acionista (s) controlador (es) e minoritários. (VALADARES; LEAL, 2000; LEAL et al., 2000; DAMI; ROGERS; DE SOUSA RIBEIRO, 2007; YOUNG et al, 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016). Isto é, acionistas com maior participação acionária detêm o controle sobre a gestão da firma e, por isso, possuem condições de tomada de decisão que pode ir de encontro aos interesses dos minoritários. O que remeteria a emergência de conflito de interesses entre majoritário e minoritário.

A possibilidade de emergir conflitos de interesses pode ser mitigada através do sistema de governança corporativa, que em sua constituição prevê o monitoramento, o qual objetiva limitar as ações de quem detém o controle, alinhando-as ao interesse dos demais acionistas. (JENSEN; MECKLING, 1976). O órgão principal e central do sistema de governança corporativa para o monitoramento é o conselho de administração. (GILLAN, 2006). Esse órgão pode dividir os seus trabalhos para cumprir suas atribuições em comitês específicos, dentre os quais se destaca o comitê de auditoria, conhecido como um instrumento de monitoramento. (CARSON, 2002).

O comitê de auditoria estabelece uma comunicação formal entre os acionistas (representados no conselho de administração), auditores internos e auditores externos. (BRADBURY, 1990). Além disso, tem uma posição que lhe permite obter mais informações de diretores executivos, de contato direto com auditores internos e externos ou de suporte adicional de especialistas. (WILEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004). Sua principal atribuição é o assessoramento do conselho de administração no monitoramento da qualidade das informações financeiras, controles internos, gerenciamento de riscos e *compliance* da firma. (CVM, 2011; GTI, 2016). Por isso, é considerado um redutor de assimetria de informação entre proprietários e gestores, capaz de mitigar o conflito de interesse. (KÖHLER, 2005).

Por outro lado, a constituição de um comitê de auditoria representa custos que podem não ser adequadamente suportados por firmas menores. (BRADBURY, 1990; GROFF; VALENTINCIC, 2011). Adicionalmente, sua constituição não implica, necessariamente, melhoria no monitoramento, uma vez que o conselho de administração pode não o utilizar como deveria. (MENON; WILLIAMS, 1994). Um exemplo referenciado para esse argumento é o comitê de auditoria da Enron, que mesmo formado por profissionais qualificados não foi capaz de detectar as irregularidades praticadas na firma. (FELO; KRISHNAMURTHY; SOLIERI, 2003). E, por fim, não constituir o comitê de auditoria não significa, necessariamente, ausência de monitoramento. Isso pode apenas indicar que o conselho de administração é capaz de exercer o monitoramento sem a constituição de comitês específicos adicionais. (MENON; WILLIAMS, 1994).

Independentemente dos argumentos pró e contra ao comitê de auditoria, esse órgão tem se tornado cada vez mais popular em nível mundial. De recomendações em códigos e manuais de governança corporativa de adesão voluntária a imposições regulatórias, o comitê de auditoria emergiu como resposta aos escândalos financeiros ocorridos nas firmas pelo mundo. (GROFF; VALENTINC, 2011). No Brasil, o comitê de auditoria não é um órgão mandatário, salvo algumas exceções. Apesar disso, cresce o número de firmas que o constituem. (CARVALHAL; IERVOLINO, 2015; KPMG, 2017). Diante disso, a constituição voluntária do comitê de auditoria é objeto de estudo da presente dissertação, sendo parte integrante do grupo de pesquisa: Governança, registrado no CNPq.

Neste capítulo, são abordados os seguintes tópicos: contextualização e problema de pesquisa, objetivo, justificativa e relevância, delimitação do tema e estrutura da dissertação.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

No Brasil, estudos têm indicado que a propriedade das firmas é concentrada no acionista majoritário. (LEAL; SILVA; VALADARES, 2000; VALADARES; LEAL, 2000; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016). Essa concentração incide, principalmente, nas ações com direito a voto (ordinárias), em que, geralmente, as firmas possuem um único acionista com mais de 50% dessas ações. (VALADARES; LEAL, 2000). Essa configuração caracteriza a possibilidade de emergir conflitos de interesse,

especialmente entre majoritário e minoritário (LEAL; SILVA; VALADARES, 2000; VALADARES; LEAL, 2000; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016), predominante em mercados emergentes como o Brasil. (YOUG et al, 2008).

A mitigação dessa problemática é assunto da governança corporativa, que pode ser definida como o sistema de leis, regulamentos e fatores que controlam a operação de uma firma. (GILLAN; STARKS, 1998). Dentre os mecanismos de governança corporativa existentes, destaca-se o comitê de auditoria, como órgão assessor do conselho de administração na atribuição de monitorar os gestores. Especificamente, o comitê de auditoria é um órgão que deve ser formado, em sua maioria, por diretores independentes, focado no monitoramento da qualidade das informações contábeis, gestão de riscos e controles internos. (CVM, 2011; GTI, 2016)

Contudo, o comitê de auditoria não é obrigatório para firmas listadas no Brasil, exceto para algumas exceções, tais como instituições financeiras, dentro de critérios específicos do Banco Central do Brasil (BACEN). Ainda assim, parte das firmas listadas no mercado brasileiro apresentam o comitê de auditoria em sua estrutura de governança de forma voluntária. Isso leva ao questionamento sobre qual seria o fator explicativo de sua implementação no contexto do mercado de capitais brasileiro.

Os acionistas estrangeiros surgem como uma possibilidade pelos seguintes motivos: papel e capacidade de influenciar as práticas de governança (GILLAN; STARKS, 2003; FERREIRA; MATOS, 2008; AGGARWAL et al, 2011) nas firmas listadas no mercado de capitais brasileiro; dependência de mecanismos como o comitê de auditoria para mitigar conflitos de interesses com acionistas locais (HASSAN; HIJAZI, 2015); representatividade elevada em termos de volume financeiro no mercado de capitais brasileiro. (B3, 2019); e também pelo fato de o comitê de auditoria ser um mecanismo mundialmente conhecido (GROFF; VALENTINC, 2011), especialmente nos Estados Unidos (EUA), principal mercado do mundo. Por isso, seria aceitável esperar que acionistas oriundos de outros países requisitassem sua implementação.

Diante desse contexto, formula-se a seguinte pergunta problema de pesquisa: existe relação entre a participação de acionistas estrangeiros na estrutura de propriedade das firmas, listadas no mercado de capitais brasileiro, e a constituição voluntária do comitê de auditoria?

1.2 OBJETIVO DA PESQUISA

Analisar se a constituição voluntária do comitê de auditoria, nas firmas listadas no mercado de capitais brasileiro, está relacionada à participação de acionistas estrangeiros.

1.3 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

A revisão de literatura empírica possibilitou encontrar pesquisas com amostras internacionais relacionadas ao tema desta dissertação. As pesquisas e suas hipóteses foram tabuladas e encontram-se no apêndice A. Cabe destacar que os resultados reportados pelas pesquisas não são confirmativos de uma unidade explicativa. A pesquisa foi realizada na base de dados *EBSCO HOST* disponibilizada pela biblioteca da UNISINOS. Para as buscas, foi utilizado o termo “*audit committee*” juntamente com os termos “*determinants*”, “*voluntary*” e “*formation*”, individualmente. Também foram realizadas pesquisas específicas nos principais *Journals* da área contábil, sem limitação de tempo e utilizando apenas o termo “*audit committee*”, a saber: *The accounting review*; *Accounting horizons*; e *Behavioral research in accounting*. Por fim, as pesquisas foram complementadas com referências citadas nos estudos revisados.

Os dois estudos mais antigos identificados foram: Pincus, Rusbasky e One (1989) e Bradburry (1990). O primeiro identificou que os comitês de auditoria são voluntariamente formados por firmas que possuem um elevado custo de agência. Enquanto Bradburry (1990) contrariou seus achados, indicando que, em ambientes puramente voluntários, poucos comitês de auditoria tendem a ser formados. Esses dois estudos, apesar de serem os mais antigos, trazem dois aspectos importantes. Além dos resultados contrários, eles apresentam contextos distintos. Pincus, Rusbasky e One (1989) trabalharam com uma amostra norte americana, em que a propriedade das firmas é dispersa e o conflito de interesses é preponderante entre principal e agente. Enquanto Bradburry (1990) trabalhou com uma amostra da Nova Zelândia, ambiente em que predomina concentração de propriedade, semelhante ao Brasil. Entretanto, nenhum desses autores analisou a influência de acionistas estrangeiros, o que diferencia e justifica a presente dissertação.

Adentrando à década de 1990, três estudos foram identificados, sendo com amostras do Reino Unido (COLLIER, 1993), EUA (MENNON; WILLIAMS, 1994) e

Nova Zelândia (ADAMS, 1997). Ressalta-se que tanto EUA como Reino Unido possuem um contexto de mercado de capitais diferente do Brasil. Além de serem os maiores mercados de capitais do mundo, possuem característica de propriedade dispersa, ambiente de forte proteção legal ao acionista e são países desenvolvidos. Por isso, nesses estudos não foi utilizada hipótese de influência de acionista estrangeiro, pois geralmente são os acionistas desses países que influenciam nos demais. Isso pode ser visto no alto índice de adesão voluntária ao comitê de auditoria nesses países, que chegou a mais de 60% nesses dois estudos. O estudo de Adams (1997) teve uma amostra específica do setor de seguro de vida da Nova Zelândia e também não explorou a influência de estrangeiros.

Foram encontrados dois estudos com amostra francesa (THIERY-DUBUISSON, 2002; PIOT, 2004) com resultados conflitantes, pois apenas com relação a *insider ownership* seus resultados coincidiram. Além disso, eles utilizaram variáveis distintas um do outro. Por exemplo, o primeiro utilizou a presença de estrangeiros de origem anglo-saxã e ligações socio-corporativas entre as firmas, enquanto o segundo, não. Por sua vez, os estudos mais recentes encontrados foram: Hassan e Hijazi (2015) e Groff e Valentinc (2011), na Palestina e na Eslovênia, respectivamente. E, de todas as pesquisas encontradas e analisadas, duas consideraram a presença de acionista estrangeiro como hipótese e, por isso, são as que mais se aproximam da presente dissertação. São elas: Thiery-Dubuisson (2002) e Hassan e Hijazi (2015).

Thiery-Dubuisson (2002) cogitou a presença de investidores institucionais de origem anglo-saxã como determinante do comitê de auditoria nas firmas listadas na França, o que foi confirmado pelos resultados dos testes. A amostra francesa tem em comum com o Brasil o fato de não ser um país com raízes anglo-saxãs e possuir concentração de propriedade. A diferença é que o mercado francês é maior e mais desenvolvido. Além disso, na França, o sistema do conselho de administração é duplo, dividido em *advisory* e *supervisory board*. Diferente do Brasil, em que as duas atribuições não são explicitamente divididas.

Hassan e Hijazi (2015) investigaram os determinantes do comitê de auditoria no contexto de firmas listadas no mercado palestino. Os autores, dentre outras hipóteses, exploraram o acionista estrangeiro como determinante do comitê de auditoria voluntário. O resultado foi positivo e significativo. A Palestina é uma economia emergente e possui um mercado de capitais com concentração de

propriedade, semelhantemente ao Brasil. Porém, é um mercado de capitais pequeno quando comparado ao brasileiro. Outra diferença é que a propriedade das firmas na Palestina é concentrada em investidores estrangeiros e em investidores institucionais (HASSAN; HIJAZI, 2015), enquanto no Brasil, há um dos maiores níveis de participação de firmas familiares no mercado. (GRANDO, 2014; VOELCKER, 2018). Esses fatores também são diferenciais da amostra do presente estudo.

Com amostra de firmas listadas no mercado de capitais brasileiro, foi encontrada a tese doutoral de Furuta (2010). O estudo analisa as características determinantes da escolha pelo comitê de auditoria em detrimento do conselho fiscal adaptado para as firmas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADR). A amostra foi constituída por firmas emissoras de ADR e sua variável dependente foi oriunda da obrigatoriedade a que essas firmas estão sujeitas. Elas devem constituir o comitê de auditoria ou então adaptar o conselho fiscal para atender os requisitos de um comitê de auditoria segundo a Lei *Sarbanes-Oxley* (doravante Lei SOX) e a *Security Exchange Commission* (SEC). Assim, a presente dissertação justifica-se por estudar uma amostra mais ampla, não restrita a firmas emissoras de ADR, e também por explorar a participação de acionistas estrangeiros.

Esta pesquisa junta-se aos demais estudos, podendo contribuir com subsídios para os órgãos reguladores brasileiros em suas tomadas de decisões sobre regulamentação do sistema de monitoramento. Dado que o mercado de capitais brasileiro possui características de concentração de propriedade e conflito entre controlador e minoritários, este estudo poderá subsidiar o entendimento de suas particularidades, possibilitando uma base institucional eficiente. Cabe ressaltar que o comitê de auditoria tem sido incentivado pelos órgãos reguladores e passou a ser obrigatório a partir de 2018 para estatais e para firmas do segmento Novo Mercado da B3. Compreender as características das firmas que o adotam voluntariamente pode contribuir para o conhecimento desse órgão. A pesquisa também pode contribuir para o avanço das pesquisas em países com características similares ao Brasil. Adicionalmente, pode cooperar com a literatura na compreensão do papel de acionistas estrangeiros.

Destaca-se que o presente estudo é parte integrante do grupo de pesquisa Governança, registrado no CNPq, coordenado pela Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan, do qual este pesquisador faz parte.

1.4 DELIMITAÇÃO DO TEMA E ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O tema desta dissertação limita-se a análise da constituição voluntária do comitê de auditoria. Outros instrumentos de governança corporativa não são escopo do trabalho, como por exemplo: o conselho de administração e o conselho fiscal. Este último havia sido proposto para ser analisado juntamente com o comitê de auditoria no projeto da dissertação, em função de possíveis semelhanças a este. Contudo, no decorrer do estudo, percebeu-se que as diferenças entre os órgãos dificultariam a análise conjunta na dissertação, optando-se assim por estudar somente o comitê de auditoria.

A constituição voluntária do comitê de auditoria é analisada sob a hipótese de influência de acionistas estrangeiros. Outras variáveis relacionadas a constituição voluntária do comitê de auditoria em estudos prévios são consideradas, mas como variáveis de controle.

As informações sobre o comitê de auditoria foram extraídas dos formulários de referência reportados pelas firmas e essas informações foram tomadas como verdadeiras.

Esta pesquisa não analisa a efetividade do comitê de auditoria como instrumento de monitoramento, tampouco seu impacto sobre a firma, mas tão somente a relação entre a participação de acionistas estrangeiros e sua constituição voluntária. Outro ponto que também não é escopo desta pesquisa são as variações na composição e na forma de trabalho do comitê de auditoria. A presente dissertação limita-se a estudar a existência ou não do comitê de auditoria voluntariamente constituído. Assim, é relevante ressaltar que não são analisados comitês de auditoria de firmas que estejam sujeitas a imposição mandatória de sua constituição, mas somente aqueles em que o órgão é voluntário.

A presente dissertação é dividida em 6 (seis) capítulos. O primeiro é a introdução e trata do contexto ao tema da pesquisa, contextualização e problema de pesquisa, objetivo da pesquisa, justificativa e relevância e delimitação do tema e estrutura da dissertação. O segundo capítulo apresenta a revisão de literatura, que culmina com a formulação da hipótese de pesquisa. O capítulo 3 (três) traz a metodologia de pesquisa empregada, subdividida em 3 (três) tópicos: técnica de análise (incluindo variáveis da pesquisa), população e amostra e fonte de coleta dos dados. O capítulo 4 (quatro) traz a apresentação e análise dos resultados, enquanto

no capítulo 5 (cinco) é desenvolvida a discussão dos resultados. Por fim, o capítulo 6 (seis) traz as considerações finais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo é composto pela revisão de literatura, abordando os seguintes assuntos: conflito de interesses no contexto de mercado de capitais brasileiro, governança corporativa e comitê de auditoria, e investidores estrangeiros como acionistas, seu papel e influência sobre governança corporativa. Conclui-se o capítulo com a formulação da hipótese de pesquisa.

2.1 CONFLITO DE INTERESSES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Uma das características do mercado de capitais brasileiro é o fraco ambiente institucional de proteção legal aos investidores, pois pertence à tradição do direito *civil-law*, que oferece menor proteção em relação à tradição *common-law*. (LA PORTA et al, 1998; NENOVA, 2003; DYCK; ZINGALES, 2004; PROCIANOY; DECOURT, 2012). Em decorrência dessa característica, ao invés de propriedade dispersa, as firmas apresentam propriedade concentrada. Essa concentração é vista como uma substituição à proteção legal para exercer o monitoramento sobre a gestão e evitar expropriação. (LA PORTA et al, 1998). Apesar de alguma concentração de propriedade ser desejável e benéfica para esse fim (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1986), com ela surge outra problemática: a possibilidade de emergir conflito de interesses entre o (s) acionista (s) controlador (es) e os minoritários. (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

Esse tipo de conflito pode manifestar-se na forma de expropriação dos minoritários. Uma evidência de expropriação de minoritários nas firmas, documentada na literatura, é o impacto negativo da concentração de propriedade sobre o pagamento de dividendos. Acionistas controladores não estariam tão interessados no pagamento de dividendos elevados, uma vez que possuem outras formas de obter retorno sobre seus investimentos. (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016). Eles podem extrair benefícios privados do controle por meio de *tunneling*, que é “a transferência de ativos e receitas das firmas para o benefício de seus controladores”. (JOHNSON et al, 2000). São exemplos dessas transferências aquelas transações realizadas em benefício do próprio controlador, como: transações com preços diferentes dos preços de mercado, compensação excessiva de executivos e outras, podendo incluir até ações fraudulentas. (JOHNSON et al, 2000).

Outra evidência consistente com a hipótese da expropriação do minoritário é que, no Brasil, paga-se um elevado prêmio pelo controle da firma. Isso é interpretado como evidência de benefícios privados do controle. Ou seja, o acionista controlador consegue obter benefícios que os demais acionistas não conseguem. Porém, esses benefícios são, por natureza, difíceis de mensurar, pois, se fossem facilmente identificáveis, seria relativamente fácil para os minoritários fazerem cessar essa prática. (NENOVA, 2003; DYCK; ZINGALES, 2004). Adicionalmente, cabe destacar que há práticas de expropriação que são consideradas ilegais e essa classificação varia de um país para outro. (JOHNSON et al, 2000).

Frequentemente, materializações de casos ilegais de expropriação tornam-se notícia quando denunciados e apurados pelas autoridades. Por exemplo, recentemente acionistas estrangeiros minoritários da Petrobrás ingressaram com ação judicial para reaver perdas sofridas em função das descobertas de corrupção na estatal em 2014. Outro caso emblemático foi o das firmas do Grupo EBX (OGX, MPX, LLX, OSX e CCX), fundado e presidido pelo acionista Eike Batista. Em 2014, o empresário foi denunciado pelo Ministério Público Federal pelos crimes de manipulação de mercado e uso de informação privilegiada. Em 2015, foi condenado a pagar multas e suspenso em processos administrativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, em 2017, foi preso e denunciado pelos crimes de corrupção e lavagem de dinheiro. Por fim, os casos do Panamericano que envolveram fraudes contábeis entre 2006 e 2010 e o caso da Sadia, em 2008, também são indicativos de problemas relacionados com a separação entre propriedade e controle, que necessitam de mitigação.

Em resposta a essa problemática apresentada, órgãos reguladores e entidades privadas do Brasil têm empregado esforços por melhorias nas práticas de governança corporativa das firmas que aqui atuam, tornando o mercado mais confiável. Em 2000, a bolsa de valores de São Paulo (Bovespa) criou segmentos especiais de listagem de governança corporativa. Assim, firmas que desejassem sinalizar ao mercado práticas mais rigorosas do que as exigidas pela Lei poderiam aderir ao segmento especial, aumentando a proteção dos acionistas. Em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável por regular, desenvolver e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro, lançou instruções sobre práticas de governança corporativa. Outras alterações em normativas ocorreram ao longo dos últimos anos. Por exemplo, o BACEN, em 2004, tornou o comitê de auditoria obrigatório para firmas sob sua

regulação, por meio da Resolução n. 3.198. A CVM alterou a instrução normativa 308 de 1999, por meio da instrução normativa 509 de 2011, criando incentivos para adoção do comitê de auditoria. Finalmente, em 2017, a CVM adotou o Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBGC) nos moldes aplique ou explique. O CBGC foi elaborado pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GTI), composto por 11 (onze) entidades e coordenado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), e publicado no ano de 2016.

Em suma, a governança corporativa e seus mecanismos de controle, dentre estes o comitê de auditoria, são uma resposta para mitigar a possibilidade de emergir conflito de interesse no mercado de capitais brasileiro.

O próximo tópico aborda a governança corporativa e o comitê de auditoria.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O COMITÊ DE AUDITORIA

A separação entre quem fornece o capital e quem faz a gestão do uso desse capital, abordada no tópico anterior, estabelece a demanda por mecanismos de governança corporativa. (GILLAN, 2006). A governança corporativa pode ser definida como formas ou instrumentos utilizados para assegurar que o acionista receberá o retorno sobre o seu investimento. (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em outras palavras, a governança é o sistema de leis, regulamentos e fatores que controlam a operação de uma firma. (GILLAN; STARKS, 1998). Ou ainda, o “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e proteger as partes interessadas, tais como: investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. (CVM, 2002). Por fim, a governança corporativa não é um fim em si mesma, mas um meio para gerar confiança no mercado e negócios íntegros. (OECD, 2015).

Para atingir seus objetivos, a governança utiliza-se de diversos mecanismos de controle. No contexto brasileiro, esses mecanismos são legislados e outros recomendamos por órgão regulador do estado ou organização privada, como a CVM e a B3, respectivamente. Os mecanismos de governança são geralmente classificados pelos pesquisadores em dois grupos: mecanismos externos à firma ou internos à firma. (GILLAN, 2006). Os mecanismos internos podem ser divididos em: “1) Conselho de administração (seu papel, estrutura e incentivos); 2) Incentivo aos gestores; 3) Estrutura de capital; 4) Estatuto e medidas *antitakeover*; e 5) Sistema de controles internos”. (GILLAN, 2006). Cada uma dessas categorias possui suas

peculiaridades e área de pesquisa. Por exemplo, os incentivos aos gestores ou políticas de compensação, principalmente baseadas em opções de ações, são imputados como uma forma de alinhar os interesses entre proprietários e gestores. (GILLAN, 2006).

De todos esses componentes internos, destaca-se o conselho de administração como órgão central e principal da governança corporativa, o qual deve zelar pelos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da firma. (GILLAN, 2006; GTI, 2016). Os conselheiros possuem obrigação fiduciária para com os acionistas e são responsáveis pelo aconselhamento e monitoramento (supervisão) dos gestores. (GILLAN, 2006; ADAMS; FERREIRA, 2007). Essa obrigação é explicitada na legislação brasileira que atribui ao administrador (tanto conselheiro como diretor) o dever de: “empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”. (BRASIL, 1976).

A legislação brasileira define o conselho de administração como um órgão de deliberação colegiada (BRASIL, 1976), obrigatório para as firmas que atuam no país. (BRASIL, 1976). Sua composição deve ser de, no mínimo, 3 (três) membros, os quais devem ser eleitos por assembleia de acionistas. (BRASIL, 1976). A legislação concede o direito a eleição, em separado, por acionistas minoritários e preferencialistas, de um representante no conselho de administração. Para os minoritários, o critério é possuir no mínimo 15% do capital social da empresa. Os preferencialistas devem possuir no mínimo 10%. Essas condições se aplicam caso o estatuto não dispor sobre o assunto. (BRASIL, 1976).

Por sua vez, a CVM, por meio do CBGC, faz recomendações quanto ao perfil, diversidade, número adequado de membros e composição com membros externos e independentes. Ele recomenda que a maioria dos membros sejam externos e que pelo menos um terço dos conselheiros sejam independentes. (GTI, 2016). A legislação brasileira não proíbe que membros do conselho de administração componham também a diretoria executiva, mas limita essa composição em até um terço dos membros. (BRASIL, 1976). Isso significa que a lei permite que o diretor executivo ou presidente da firma (CEO) seja também o presidente do conselho (*chairman*). Contudo, pesquisas apontam que essa é uma prática pouco presente nas firmas brasileiras e que vem diminuindo ainda mais ao longo dos anos. Em 2004, cerca de 65% das firmas separavam essas funções. Em 2013, esse número cresceu para 81%,

segundo estudos sobre governança corporativa no Brasil. (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2010; LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015). Entre firmas listadas em segmentos especiais de governança, esse número chegou a 100% em 2016, enquanto que nas demais chegou a 71%. (KPMG, 2017).

Para exercer suas atribuições, o conselho de administração pode definir sua estrutura de trabalho constituindo comitês específicos que o assessorem. (CARSON, 2002). Por exemplo, comitê de: auditoria, recursos humanos, remuneração, finanças/investimentos, riscos, governança corporativa, estratégia, sustentabilidade, *compliance* e outros. (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015; KPMG, 2017). Dentre esses, destaca-se o comitê de auditoria. Sua principal atribuição é assessorar o conselho no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações contábeis, controles internos, gerenciamento de riscos e *compliance*. (CVM, 2011; GTI, 2016). Ele é um órgão de comunicação formal entre conselheiros independentes/acionistas e gestão e, por isso, um redutor da assimetria de informação entre estes, capaz de mitigar o conflito de interesse. (BRADBURY, 1990; KÖHLER, 2005).

No cenário internacional, o comitê de auditoria ganhou popularidade nos EUA, principal mercado do mundo, especialmente na década de 1970, quando houve um grande crescimento em sua adoção entre as firmas. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989). Após os escândalos financeiros no final dos anos 1990 e início dos anos 2000, o comitê de auditoria finalmente se tornou obrigatório para todas as firmas listadas no mercado norte americano por meio da Lei SOX, em 2002/2003. Enquanto isso, no Reino Unido, outro dos maiores mercados do mundo, o *Cadbury Report*, publicado em 1992, recomendou que todas as firmas listadas deveriam estabelecer um comitê de auditoria. Dentre suas considerações, constava que um comitê de auditoria devidamente constituído seria um passo importante para elevar os padrões de governança corporativa. Sua argumentação era de que esse mecanismo oferece aos acionistas asseguração adicional de que os auditores, que atuam em seu nome, estão em posição de defender seus interesses. (CADBURY, 1992).

No Brasil, em linhas gerais, o comitê de auditoria ainda é um órgão de adesão voluntária, salvas as seguintes exceções: firmas financeiras e outras, reguladas pelo Banco Central do Brasil (BACEN), dentro de critérios específicos da Resolução 3.198 de 2004; e firmas com emissão de ADR, que devem constituir o comitê de auditoria ou adaptar o seu conselho fiscal. Além desses casos, cabe destacar que, a partir de 2018, também serão obrigadas a constituir o comitê de auditoria: as firmas estatais,

por força da Lei n. 13.303 de 2016; e aquelas firmas listadas no segmento Novo Mercado da B3, em função da alteração das regras desse segmento.

A obrigatoriedade para as firmas reguladas pelo BACEN é oriunda da Resolução 3.198 de 2004, que estabelece que deverão constituir o comitê de auditoria as firmas que, no encerramento dos dois últimos exercícios sociais, apresentarem: patrimônio de referência ou administração de recursos de terceiros igual ou superior a um bilhão de reais; ou, ainda, somatório das captações de depósitos e de administração de recursos de terceiros igual ou superior a cinco bilhões de reais. (BACEN, 2004). Já as firmas com emissão de ADR ficam sujeitas às exigências da Lei SOX, de 2002, que exige a constituição do comitê de auditoria para todas as firmas listadas no mercado norte americano. Contudo, após intervenção da CVM junto à SEC, órgão regulador norte americano, permitiu-se que firmas brasileiras adaptassem o seu conselho fiscal para atender às exigências da SOX sem precisar estabelecer o comitê de auditoria. (PELEIAS; SANTOS, 2010).

Apesar de não ser obrigatória para todas as firmas, a constituição do comitê de auditoria tem sido incentivada pelos reguladores no Brasil. Por exemplo, a Instrução Normativa n. 308 de 1999 da CVM, alterada pela Instrução n. 509 de 2011, prevê e incentiva a constituição do comitê de auditoria. Essa norma permite que firmas que estabeleçam o comitê de auditoria, em conformidade aos seus critérios, possam aumentar o prazo de rodízio da firma de auditoria externa de 5 (cinco) para 10 (dez) anos. (CVM, 1999). Além disso, o CBGC, aprovado pela CVM em 2017, recomenda a constituição do comitê de auditoria estatutário como órgão de fiscalização e controle. Cabe ressaltar que o código foi escrito nos moldes: aplique ou explique. O que significa que a conformidade com seus quesitos é voluntária, mas caso não adotada deve ser justificada (ou explicada). Ainda assim, permanece voluntário o comitê de auditoria para as firmas listadas no mercado de capitais brasileiro.

Apesar de ainda pouco utilizado se comparado aos mercados mais desenvolvidos, o comitê de auditoria é um dos comitês mais presentes nas firmas aqui listadas, sendo que sua adesão vem crescendo nos últimos anos. (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015; KPMG, 2017). Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) indicaram que o comitê de auditoria foi identificado em apenas 9% das firmas de sua amostra em 2004, mas passou a 29% em 2013. Enquanto o estudo da KPMG (2017) indicou que, em 2016, 49% de sua amostra constituiu o comitê de auditoria, corroborando o crescimento desse órgão.

A questão sobre as características das firmas que são associadas à constituição voluntária do comitê de auditoria perpassa sobre suas atribuições e seu impacto na firma. Há evidências de que subcomitês e, especificamente, o comitê de auditoria, possuem impacto positivo sobre o seu desempenho. (FAUZI; LOCKE, 2012). Além disso, dois potenciais ganhos para o monitoramento são colocados pela literatura com a formação do comitê de auditoria: 1) Melhoria na independência; e 2) Melhoria na eficiência do conselho de administração. (MENNON; WILLIAMS, 1994).

Quanto à independência, a melhoria se dá pelo fato de auditores externos e internos se reportarem a um subcomitê do conselho de administração formado por conselheiros externos e independentes. Enquanto que o conselho de administração completo pode conter o CEO e outros diretores, cujo desempenho pode ser questionado pelos auditores. (MENNON; WILLIAMS, 1994). Quanto à eficiência, a delegação de funções do conselho de administração para o comitê de auditoria permite maior foco, auxiliando principalmente conselhos grandes.

Quanto à composição do comitê de auditoria, se a firma adotar as orientações da Instrução Normativa n. 308 da CVM, algumas exigências são feitas. Por exemplo, deve haver no mínimo 3 (três) membros indicados pelo conselho de administração e com mandatos de no máximo 10 (dez) anos. (CVM, 1999). Já o CBGC não estabelece número mínimo de componentes para esse órgão. A Instrução Normativa CVM n. 308 ainda estabelece que pelo menos um dos membros do comitê deve ser também membro do conselho de administração e não deve participar da diretoria. (CVM, 2011). Outra exigência/recomendação feita pela Instrução Normativa CVM n. 308 e pelo CBGC é que a maioria dos membros do comitê de auditoria sejam independentes. O CBGC ainda acrescenta que deve haver um coordenador que seja um conselheiro independente.

Quanto à qualificação dos membros do comitê de auditoria, ambos os documentos (Instrução Normativa CVM n. 308 e CBGC) afirmam a necessidade da presença de um membro com experiência comprovada na área contábil-societária. O CBGC ainda acrescenta que esse membro deve ter experiência em controles internos, finanças e auditoria.

O quadro 01 apresenta uma visão geral sobre o comitê de auditoria, suas atribuições, o seu papel na governança corporativa, sua composição, bem como o respaldo regulatório de cada um desses itens.

Quadro 01 – Resumo do comitê de auditoria

ITEM	COMITÊ DE AUDITORIA
Principal atribuição e objetivo	Auxiliar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações contábeis, controles internos, gerenciamento de riscos e <i>compliance</i> . (CVM, 2011; GTI, 2016).
Localização na estrutura de governança	Órgão de assessoramento ao conselho de administração, vinculado a este, faz parte da estrutura administrativa, apesar de ser classificado pelo CBGC como órgão de fiscalização e controle. (CVM, 2011; GTI, 2016).
Previsão legal	<p>Regra geral: não obrigatório. Contudo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Instrução Normativa CVM n. 509 de 2011 prevê como requisito para aumentar o prazo de rotação da Auditoria Externa. (CVM, 2011); - CBGC recomenda que seja constituído comitê de auditoria estatutário ou explicados motivos e alternativas para sua não adoção. (GTI, 2016); - BACEN exige de instituições financeiras e outras reguladas a sua implementação. (BACEN, 2004); - Lei SOX (2002) exige obrigatoriamente para firmas listadas no mercado norte americano; - SEC permitiu que firmas brasileiras com emissão de ADR adaptassem o conselho fiscal para cumprir as funções do comitê de auditoria; - A partir de 2018, obrigatório para estatais. (BRASIL, 2016).
Segmentos Especiais de Governança da B3	Órgão obrigatório para firmas do segmento NOVO MERCADO na modalidade estatutário ou não estatutário, a partir de 2018.
Composição	<p>A Instrução Normativa CVM n. 509 de 2011 exige que o comitê de auditoria possua:</p> <ul style="list-style-type: none"> - No mínimo 3 membros indicados pelo conselho de administração, sendo pelo menos um membro do conselho de administração que não participe da diretoria. (CVM, 2011); - A maioria de membros independentes. (CVM, 2011); - Proibida participação de diretores da firma, suas controladas, controladora, coligadas ou sociedades em controle comum, diretas ou indiretas. (CVM, 2011); - Um coordenador com atividades definidas em regimento interno. (CVM, 2011). <p>Por sua vez, o CBGC vai ao encontro da CVM ao recomendar que o comitê de auditoria seja formado, em sua maioria, por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente. (GTI, 2016).</p>
Qualificação	<p>Ao menos um dos membros deve ter reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária. (CVM, 2011).</p> <p>O CBGC é mais específico ao mencionar que o comitê de auditoria deve “ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente”. (GTI, 2016).</p>

Competências	<ul style="list-style-type: none"> - Opinar sobre a contratação e destituição do auditor independente. (CVM, 2011); - Supervisionar as atividades: dos auditores independentes; da área de controles internos da companhia; da área de auditoria interna da companhia; e da área de elaboração das demonstrações financeiras. (CVM, 2011); - Monitorar a qualidade e integridade: dos mecanismos de controles internos; das informações trimestrais, demonstrações intermediárias e demonstrações financeiras da companhia; e das informações e medições divulgadas com base em dados contábeis ajustados e em dados não contábeis que acrescentem elementos não previstos na estrutura dos relatórios usuais das demonstrações financeiras. (CVM, 2011); - Avaliar e monitorar as exposições de risco da companhia. (CVM, 2011); - Avaliar e monitorar, juntamente com a administração e a área de auditoria interna, a adequação das transações com partes relacionadas realizadas pela companhia e suas respectivas evidenciações. (CVM, 2011); e - Elaborar relatório anual resumido, a ser apresentado juntamente com as demonstrações financeiras. (CVM, 2011).
--------------	---

Fonte: Elaborado pelo autor com base CVM (2011) e CBGC (2016).

As características do comitê de auditoria, apresentadas neste tópico, o colocam como um instrumento de governança corporativa capaz de melhorar o monitoramento nas firmas. Por exemplo, diretores independentes no comitê de auditoria são mais efetivos contra a má conduta de executivos do que diretores independentes no conselho de administração como um todo. (NEVILLE et al, 2018). Apesar de ser um órgão voluntário no Brasil (em linhas gerais), algumas firmas o adotam, suscitando questionamentos sobre quais fatores explicariam essa constituição voluntária. Os acionistas estrangeiros surgem como uma possível influência em função do papel a eles atribuído. O tópico seguinte aborda esse papel dos acionistas estrangeiros e sua influência sobre a governança corporativa.

2.3 INVESTIDORES ESTRANGEIROS COMO ACIONISTAS: SEU PAPEL E INFLUÊNCIA SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um investidor, na posição de acionista, diante de alguma insatisfação com a administração da firma pode agir ao menos de três formas: a) Manifestar sua insatisfação de forma direta, isto é, por meio do voto, o que é conhecido como “exercer sua voz”; b) Ameaçar ou vender sua participação e se retirar da firma, o que é conhecido como “votar com os pés”; ou c) Não manifestar nenhuma insatisfação, mantendo-se leal à administração. (GILLAN; STARKS, 1998; AGGARWAL et al, 2011). Dessa forma, seja pelo exercício de voz ou votando com os pés, o acionista é capaz de influenciar nas práticas internas de governança corporativa da firma. Por

exemplo, ele pode solicitar em assembleia que a firma constitua um comitê de auditoria ou solicitar instalação do conselho fiscal, ou ainda pressionar por mais conselheiros independentes.

Frequentemente, atribui-se ao acionista estrangeiro o papel central de promover mudanças em diversos sistemas de governança corporativa pelo mundo. Isso é especialmente verdadeiro quando o país de origem do acionista é desenvolvido, com fortes práticas de governança e proteção aos acionistas, ao passo que o país de destino é de fraca proteção. (GILLAN; STARKS, 2003; AGGARWAL et al, 2011). Por exemplo, acionistas estrangeiros são positivamente associados a um conselho de administração com mais membros independentes e com um número apropriado de membros. (AGGARWAL et al, 2011).

Um dos motivos colocados para essa influência é a capacidade financeira dos estrangeiros que acabam sendo muito importantes para mercados em desenvolvimento que demandam muito por esses recursos. (GILLAN; STARKS, 2003). Por exemplo, no Brasil, os estrangeiros são os investidores mais representativos em termos de volumes negociados no mercado à vista desde 2005. (B3, 2019). E, ainda, em alguns países em desenvolvimento, há evidência de que os estrangeiros são os proprietários predominantes nas firmas. (GILLAN; STARKS, 2003).

Outro ponto colocado é que o ambiente institucional de proteção ao acionista do país de destino também é importante. (AGGARWAL et al, 2011). Isso corrobora com a ideia de que o papel atribuído ao estrangeiro em influenciar nos sistemas de governança é uma resposta interna ao ambiente externo. (GILLAN; STARKS, 2003). Isto é, o acionista estrangeiro, ao se deparar com fraca proteção legal e risco de expropriação, seja por parte da gestão ou por parte do acionista local, reage solicitando mecanismos de governança para mitigação dos conflitos. Por outro lado, quando o país de destino possui forte proteção legal, a influência não é a mesma. (AGGARWAL et al, 2011).

O resultado desse papel exercido por estrangeiros, especialmente em mercados em desenvolvimento (mas não somente), é que acionistas estrangeiros estão associados a mudanças, em diversos países, sobre: governança corporativa; *disclosure* e relatórios contábeis; e desempenho. (GILLAN; STARKS, 2003; DWIVEDI; JAIN, 2005; BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006; MANGENA; TAURINGANA, 2007; FIRTH; FUNG; RUI, 2007; KIM; YOON, 2007; FERREIRA; MATOS, 2008;

AGGARWAL et al, 2011; FANG; MAFFET; ZHANG, 2015; DOBIJA, 2015; YATIM; ISKANDAR; NGA, 2016; CUNHA; RODRIGUES, 2018). Por exemplo, há uma associação positiva entre o *disclosure* de governança corporativa nas firmas em Portugal e a presença de acionistas estrangeiros. (CUNHA; RODRIGUES, 2018). Ao passo que, na Polônia, o monitoramento é mais forte em firmas em que o acionista dominante é um estrangeiro. (DOBIJA, 2015). E à presença de estrangeiros também é atribuída o aumento na qualidade da informação contábil das firmas chinesas. (FIRTH; FUNG; RUI, 2007).

A forma como o acionista estrangeiro influencia perpassa pelo ambiente institucional que define os seus direitos em cada país. A regulação do mercado de capitais brasileiro exige que, antes de iniciar suas operações no país, o investidor não residente deve: constituir um ou mais representantes no país; obter registro na CVM por meio de seu representante; e constituir um ou mais custodiantes autorizados pela CVM. (BACEN, 2014). O representante constituído poderá receber citações em ações contra o acionista (BRASIL, 1976) e também representar o acionista nas assembleias da firma. (BRASIL, 1976).

Em uma tentativa de facilitar o acesso dos estrangeiros, a Lei 12.431 de 2011 alterou a Lei das SAs, possibilitando participação e votação em assembleia à distância. (BRASIL, 1976). A lei pontua que será considerado presente na assembleia o acionista que registrar à distância sua presença. (BRASIL, 1976). O artigo 127, que trata do livro de presença, exige que seja relacionado nome, quantidade, classe e espécie de ações de que forem titulares, bem como nacionalidade e residência, o que pressupõe a possibilidade de participação e votação dos estrangeiros. A legislação brasileira até permite a eleição de conselheiro residente ou domiciliado no exterior, desde que constituído representante residente no país. (BRASIL, 1976).

A participação e votação em assembleias de acionistas à distância é regulada pela Instrução Normativa CVM n. 561 de 2015, que alterou a Instrução CVM n. 481 de 2009. O acionista pode exercer voto em assembleias por meio do preenchimento e entrega do boletim de voto à distância e a firma deve fornecê-lo até 1 (um) mês antes da data marcada para realização da assembleia. (CVM, 2015). Todas essas medidas visam reduzir custos e a burocracia enfrentada pelos estrangeiros, que representam grande parte dos investidores no mercado brasileiro. (ZEQUI; FREOA; TUCCI, 2016).

No próximo tópico é apresentada a formulação da hipótese da pesquisa.

2.4 FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE

Em meados da década de 1990, países em desenvolvimento abriram o seu mercado para receber o investimento de estrangeiros. O Brasil fez parte desse movimento. Para isso, houve uma série de medidas que permitiram aumento do fluxo de capital estrangeiro ao Brasil, dentre elas: a desregulamentação e abertura do mercado, a privatização de estatais e a estabilização macroeconômica. (MATTOS; CASSUCE; CAMPOS, 2007; MÖLLER; CALLADO, 2007; BARBOSA; MEURER, 2014). Na década seguinte, o volume de recursos estrangeiros continuou a aumentar no Brasil. Desde 2005, eles são os investidores mais representativos em termos de volume de recursos negociados no mercado à vista da bolsa de valores de São Paulo. (B3, 2019). O Brasil pode oferecer boas oportunidades de investimento aos estrangeiros. Porém, a decisão de investimento destes passa pela relação retorno esperado e risco (segurança do investimento). (MATTOS; CASSUCE; CAMPOS, 2007; LARRAÑAGA; GRISI; MONTINI, 2016).

Pontua-se que investidores estrangeiros evitariam firmas de mercados em desenvolvimento pela fraca proteção legal ao acionista e fraca estrutura de governança e *disclosure* desses mercados. (MANGENA; TAURINGANA, 2007). Nesse tipo de ambiente, geralmente, existe concentração de propriedade para compensar esses problemas e permitir o monitoramento dos gestores. (LA PORTA et al, 1998). Em função disso, a separação entre propriedade e controle e a possibilidade de emergir conflitos de interesse, no Brasil, é predominante entre acionista controlador e minoritários. (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002). No caso de acionistas estrangeiros, estes ficam sujeitos à expropriação por acionistas locais e gestores e são mais dependentes de mecanismos de governança eficazes para proteção do seu investimento. (MANGENA; TAURINGANA, 2007; HASSAN; HIJAZI, 2015).

Em resposta a esse ambiente, os estrangeiros atuam sobre as práticas de governança corporativa das firmas a fim de melhorá-las, aumentando sua proteção. (GILLAN; STARKS, 2003). Por isso, frequentemente, é atribuído aos acionistas estrangeiros um papel central em promover mudanças em sistemas de governança pelo mundo. (GILLAN; STARKS, 2003; FERREIRA; MATOS, 2008; AGGARWAL et al, 2011). Consistente com esse argumento, pontua-se que acionistas estrangeiros e independentes (com menor potencial de negócios com a firma) são mais engajados

no monitoramento. Enquanto que acionistas domésticos e com maior potencial de relações comerciais com a firma tendem a ser mais leais à administração. (FERREIRA; MATOS, 2008).

Também é possível afirmar que os acionistas estrangeiros são positivamente associados a: melhorias nas práticas de *disclosure* (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006; MANGENA; TAURINGANA, 2007; CUNHA; RODRIGUES, 2018); qualidade nos relatórios contábeis (FIRTH; FUNG; RUI, 2007; FANG; MAFFET; ZHANG, 2015); e monitoramento e desempenho financeiro (DWIVEDI; JAIN, 2005; KIM; YOON, 2007; DOBIJA, 2015). Por fim, acionistas estrangeiros estão associados à convergência das práticas de governança pelo mundo. Sua influência é especialmente atribuída a estrangeiros de origem em países com forte proteção ao acionista, como os EUA, sobre países com fraca proteção, como o Brasil. (AGGARWAL et al, 2011).

Por sua vez, o comitê de auditoria é um mecanismo de governança que tem sido recomendado por órgãos reguladores, códigos de governança e organizações profissionais em diversos países. (GROFF; VELENTINCIC, 2011). Nos EUA, principal mercado de capitais do mundo, o comitê de auditoria é considerado um dos mais importantes componentes da governança corporativa. (KÖHLER, 2005). Além disso, é obrigatório para todas as firmas listadas nos EUA desde a Lei Sarbanes Oxley de 2002. (PELEIAS; SANTOS, 2010). Os estudos pelo mundo sobre este órgão indicam que ele é um mecanismo eficaz de monitoramento para inibir a má conduta dos gestores. Especificamente, conselheiros independentes são mais eficazes em comitês de auditoria do que no conselho de administração. (NEVILLE et al, 2018).

O comitê de auditoria é um órgão de monitoramento voluntariamente empregado em ambientes com elevada possibilidade de conflitos de interesses. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989). A ele é associada melhoria no fluxo de informações entre acionistas, representados pelos conselheiros independentes, e a gestão da firma, visando o alinhamento dos seus interesses. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; KÖHLER, 2005). Isso porque, os membros do comitê de auditoria possuem maior acesso à direção executiva, auditores externos, auditores internos e consultorias especializadas. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990). Além disso, é visto como um mecanismo chave para reforçar a independência de auditores externos e internos. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; CADBURY, 1992). Em suma, o comitê de auditoria é um canal de comunicação formal capaz de reduzir

a assimetria de informação e mitigar o conflito de interesses nas firmas. (KOEHR, 2005).

Por outro lado, a constituição do comitê de auditoria implica em custos que podem exceder os benefícios esperados na sua constituição, tornando-o não atrativo para os acionistas. (BRADBURY, 1990; GROFF; VALENTINCIC, 2011). Além disso, ter o comitê de auditoria não significa, necessariamente, ter um melhor monitoramento. Ele pode ser constituído apenas para efeito de imagem perante o mercado sem que o conselho de administração realmente confie nele para o monitoramento. (MENON; WILLIAMS, 1994). Apesar dessas contrarrazões, espera-se que o comitê de auditoria seja um instrumento de governança desejado pelos acionistas estrangeiros, principalmente em função de sua familiaridade com este órgão e das atribuições deste.

Dos estudos empíricos encontrados sobre a constituição voluntária do comitê de auditoria, dois associaram a presença de acionista estrangeiro como fator determinante. (THIERY-DUBUISSON, 2002; HASSAN; HIJAZI, 2015). O primeiro, Thiery-Dubuisson (2002), identificou que as firmas listadas na França possuem maior probabilidade de ter o comitê de auditoria voluntariamente constituído com a presença de acionista de origem anglo-saxã. O segundo, Hassan e Hijazi (2015), na Palestina, identificou que a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria é maior conforme aumenta a participação de acionistas estrangeiros. Dessa forma, o acionista estrangeiro surge como um possível fator explicativo da constituição voluntária do comitê de auditoria no Brasil.

Outros estudos (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; CARSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010; GROFF; VALENTINC, 2011) dedicaram-se à investigar a constituição voluntária do comitê de auditoria pelo mundo levantando outras hipóteses, das quais se destacam: o custo de agência entre acionista e gestor, medida pelo percentual de ações de posse de membros da administração (*insider ownership*); o custo de agência entre credor e gestor, medido pelo endividamento; as características do conselho de administração (tamanho e independência); a qualidade da auditoria (*big four* ou não); e o tamanho da firma, em função da economia de escala. Contudo, os resultados não foram confirmativos de uma unidade explicativa.

Diante de todos esses resultados não conclusivos e da argumentação apresentada a respeito dos acionistas estrangeiros, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁ – Quanto maior a participação de acionistas estrangeiros nas firmas listadas no Brasil, maior a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria.

Este capítulo apresentou a revisão de literatura, bem como os estudos empíricos e formulação da hipótese a ser testada na pesquisa. O próximo capítulo apresenta a metodologia de pesquisa a ser utilizada.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Este capítulo é constituído primeiramente pela apresentação da técnica de análise, com respectivo modelo econométrico, seguido da apresentação das variáveis: dependente, explicativa e controle, respectivamente. Em seguida, a composição da população e amostra são apresentadas e, por fim, a fonte de coleta dos dados.

3.1 TÉCNICA DE ANÁLISE E VARIÁVEIS DA PESQUISA

A partir da formulação da hipótese construiu-se o modelo econométrico com base na técnica de regressão logística. A escolha da técnica deu-se em função da variável dependente (Y) do estudo ser uma variável qualitativa binária. Isto é, a variável dependente configura-se pela existência do comitê de auditoria, assumindo o valor de um e, na ausência, o valor de zero. O objetivo do modelo, em que a variável Y é qualitativa, é encontrar a probabilidade da ocorrência do evento em questão. Por isso, também é conhecido como modelo de probabilidade. (GUJARATI; PORTER, 2011).

A variável explicativa é dada pela participação de acionistas estrangeiros na estrutura de propriedade das firmas. As demais variáveis configuram-se como de controle. Na regressão logística, o resultado identifica se a variável independente impacta na probabilidade de ocorrência do evento medido na variável dependente. O modelo econométrico é apresentado abaixo:

$$CAD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PAE_{i,t} + \text{Controle} + \varepsilon_i$$

Em que:

- $CAD_{i,t}$ = Comitê de Auditoria. É a variável *dummy* que assume 1 (um) quando a firma i possui o comitê de auditoria constituído no ano t, e 0 (zero) caso contrário;
- $PAE_{i,t}$ = Participação de Acionistas Estrangeiros: medida em percentual de ações totais em relação ao total de ações da firma i no ano t;
- **Controle** = Demais variáveis de controle que são explicadas em tópico à parte, mas sintetizadas no quadro 02.

Quadro 02 – Variáveis de controle

SIGLA	DESCRIÇÃO	MEDIDA
TMF	Tamanho da firma	Logaritmo natural do ativo total da firma.
ENDIV	Endividamento (ou alavancagem financeira)	Proporção da soma do passivo circulante com o passivo não circulante, sobre o ativo total da firma.
INOWN	<i>Insider Ownership</i>	Percentual de ações cujos titulares são membros da administração da firma (conselho e executivos).
BIG4	<i>Big Four</i>	<i>Dummy</i> que retorna um, se a firma for auditada por uma firma <i>big four</i> , e zero em caso contrário.
ICA	Independência do conselho de administração	Proporção de conselheiros independentes sobre o número total de conselheiros efetivos no conselho de administração.
TMCA	Tamanho do conselho de administração	Número total de conselheiros efetivos.
AIP	<i>Assets-in-place</i>	Proporção de ativo imobilizado sobre o ativo total da firma.
SCC	Sobreposição CEO/ <i>Chairman</i>	<i>Dummy</i> que retorna um, se a o CEO e o <i>chairman</i> são a mesma pessoa, e zero caso contrário.
SEGB3	Segmento especial de governança da B3	<i>Dummy</i> que retorna um, se a firma participa de algum dos níveis especiais de governança da B3, e zero caso contrário.
CPAC1	Concentração de propriedade no acionista número um	Percentual de ações ordinárias do maior acionista da firma.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Variável dependente (Y): comitê de auditoria (CAD)

A variável dependente, ou Y, do estudo é a existência do comitê de auditoria e, portanto, é uma variável dicotômica que retorna 1 (um), caso a firma possua o comitê de auditoria constituído, e 0 (zero), caso contrário. Para estabelecer se uma firma possuía o comitê de auditoria no ano t, foi considerado como critério a divulgação da composição dos comitês. Por exemplo, se determinada firma, em seu formulário de referências do ano de 2011, divulgou que possuía três membros compondo o comitê de auditoria, presumiu-se que a firma possuía um comitê de auditoria. Ainda, foram considerados como tendo comitê de auditoria não somente aquelas cuja única função do membro era o comitê de auditoria, mas também aquelas em que o membro fazia parte de mais de um comitê cumulativamente. Por exemplo, comitê de risco e

auditoria, ou comitê de finanças e auditoria. Ou ainda, outros comitês, desde que a descrição indicasse ser de auditoria. Dessa forma, foram consultadas informações dos formulários de referência de cada ano para estabelecer essa variável por firma/ano.

A abordagem de considerar a existência ou não do comitê de auditoria como variável dependente foi adotada anteriormente pelos estudos semelhantes apresentados na revisão de literatura. Furuta (2010) utilizou *dummy* que retornava ‘sim’ para as firmas que constituíram comitê de auditoria e ‘não’ para as firmas que ficaram com o conselho fiscal adaptado para testar o *trade-off* entre esses órgãos. Os estudos com amostras internacionais (PINCUS; RUSBARSKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; THIERY-DUBUISSON, 2002; CARSON, 2002; WILLEKEN; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; GROFF; VALENTIC, 2011; e HASSAN; HIJAZI, 2015) que testaram a formação voluntária dos comitês de auditoria também utilizaram *dummy* que retornava ‘sim’ para a presença do órgão e ‘não’ para sua ausência.

Variável explicativa: participação de acionistas estrangeiros (PAE)

A variável explicativa deste estudo é a participação de acionistas estrangeiros na estrutura de propriedade das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro, representada pela sigla PAE. Essa variável mede o percentual de ações da firma i , no ano t , pertencentes à acionistas de origem estrangeira, sendo assim, medida de 0% a 100%. Há três aspectos a serem considerados no cálculo dessa variável, a saber: o critério para classificar o acionista como estrangeiro; o método do cálculo de participação de cada acionista individualmente; e o cálculo da variável, especialmente naquelas firmas com mais de um acionista estrangeiro.

O critério para considerar um acionista como estrangeiro, nesta pesquisa, foi a própria definição de estrangeiro da B3. Ou seja, utilizou-se a informação dada pela firma no preenchimento do formulário de referências no campo “nacionalidade”. Acionistas que constassem com nacionalidade de fora do Brasil foram assumidos como estrangeiros. Assim, foi presumida a nacionalidade como origem do acionista. Tal decisão representa uma limitação de pesquisa, uma vez que a nacionalidade por si só pode esconder a real origem do acionista. Por exemplo, um investidor estrangeiro pode ter uma subsidiária no Brasil que é acionista de uma outra firma no Brasil. Assim, constaria com origem brasileira, porém na essência seria estrangeira. O contrário

também poderia ocorrer. Por exemplo, um investidor brasileiro, com negócios em firmas estrangeiras, que, por sua vez, são acionistas de firmas listadas no Brasil. Nesse caso, o acionista constaria como estrangeiro, quando, na verdade, é brasileiro. Apesar dessas limitações, entende-se que conceituações e medidas mais precisas são trabalhos para próximas pesquisas.

Quanto ao método do cálculo da participação do acionista para composição da variável, foi preciso levar em consideração a escolha entre participação por valor ou por quantidade de ações e a participação em ações ordinárias e preferenciais. Optou-se por calcular a participação do acionista em relação ao total de ações emitidas pela firma. Assim, o critério foi quantidade de ações e foram somadas ações ordinárias e preferenciais.

$$PAE = \frac{\text{Qtde ações ON de acionistas estrangeiros} + \text{Qtde Ações PN de acionistas estrangeiros}}{\text{Número total de ações ON emitidas pela firma} + \text{Número total de ações PN emitidas pela firma}}$$

Como se pode ver na fórmula acima, o método adotado para calcular a variável em firmas com mais de um estrangeiro foi somar as participações destes. Dessa forma, não foi feita distinção entre firmas com o mesmo percentual de acionistas estrangeiros, mas com diferente número de acionistas. Por exemplo, uma firma pode ter 30% de PAE em um único acionista estrangeiro, enquanto outra firma que apresenta 3 (três) acionistas estrangeiros, cada um com 10% de participação, também terá 30% de PAE. Do mesmo modo, uma firma com mais de 50% de PAE, não necessariamente é controlada por um estrangeiro, pois esse percentual pode representar a soma de vários acionistas. Ou ainda, pode representar a soma de participações de estrangeiros em ações preferenciais, que possuem restrições nos direitos a voto.

Por fim, uma limitação com relação a identificação dos acionistas precisa ser reconhecida. De acordo com o anexo 24 da instrução normativa CVM nº 480 de 2009, as firmas não estão obrigadas a divulgar participações de acionistas inferiores a 5%. Isso pode implicar em perda de informações referentes a esta variável, já que as firmas geralmente divulgam tais acionistas de forma genérica no campo “outros acionistas”, sem suas identidades e nacionalidades. Quase todas as observações da amostra possuem algum percentual nessa categoria. Por um lado, poderia ser argumentado que pequenas participações não teriam poder de influência, portanto

não seria uma perda que implicasse de forma significativa a tendência das evidências analisadas. Entretanto, a rubrica “outros acionistas” pode esconder várias participações pequenas de estrangeiros, que somadas, poderiam representar alguma capacidade de influência, o que leva a ser considerar esse aspecto como limitação. Soma-se a essa limitação, o problema dos acionistas não identificados. Aqueles que, apesar de informados no formulário, estão com informações incompletas, omitindo a origem (nacionalidade). A amostra continha apenas 58 casos assim e todos inferiores a 5% de participação.

Variáveis de controle

A seleção das variáveis de controle partiu da análise dos estudos empíricos, considerando a aplicabilidade no contexto brasileiro. As variáveis com a respectiva medida adotada e estudos que respaldam sua escolha estão relacionadas abaixo e uma síntese pode ser visualizada no quadro do apêndice B.

TMF – Tamanho da firma

O tamanho da firma foi uma variável utilizada pela maioria dos estudos revisados. (PINCUS; RUSBARSKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; THIERY-DUBUISSON, 2002; CARSON, 2002; WILLEKEN; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010; GROFF; VALENTIC, 2011; e HASSAN; HIJAZI, 2015). A medida utilizada variou entre os estudos, mas, na maioria dos casos, o logaritmo natural dos ativos totais foi empregado, por isso foi a medida escolhida para o presente estudo.

O tamanho da firma foi utilizado para testar hipótese relacionada à economia de escala nos estudos referenciados, porém as evidências encontradas não foram conclusivas. Enquanto a ligeira maioria identificou relação positiva e significativa entre o tamanho da firma e a constituição voluntária do comitê de auditoria (PINCUS; BUSBASKY; ONE, 1989; ADAMS, 1997; CARSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010; GROFF; VALENTINC, 2011), outros não confirmaram a hipótese (BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON WILLIAMS, 1994; THIERY-DEBUISSON, 2002; HASSAN; HIJAZI, 2015). A hipótese da economia de escala se dá no sentido de que firmas maiores possuem mais

condições de suportar os custos da constituição do comitê de auditoria, usufruindo de um custo-benefício adequado.

ENDIV – Endividamento (alavancagem financeira)

O endividamento também foi uma variável amplamente utilizada pelos estudos revisados (PINCUS; RUSBARSKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; CARSON, 2002; WILLEKEN; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010; e GROFF; VALENTIC, 2011). Parte dos estudos utilizou dívida de longo prazo sobre o tamanho da firma para o cálculo da variável, mas a maioria empregou a dívida total sobre o tamanho da firma, que é o caso da presente pesquisa. A dívida total foi calculada pela soma de passivo circulante e passivo não circulante. E, para o tamanho da firma, foi utilizado o valor dos ativos totais.

A variável endividamento foi utilizada para testar a hipótese do potencial conflito de interesses com credores como determinante da constituição do comitê de auditoria. Contudo, seus resultados também não são conclusivos. Enquanto alguns confirmaram a hipótese (PINCUS; BUSBASKY; ONE, 1989; COLLIER, 1993; ADAMS, 1997), a maioria não identificou relação significativa (BRADBURY, 1990; MENON; WILLIAMS, 1994; CARSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010) e um ainda identificou resultado contrário ao esperado (GROFF; VALENTINC, 2011).

INOWN – *Insider ownership*

A variável *insider ownership* consiste na propriedade de ações por pessoas de dentro da administração da firma e também foi utilizada em diversos estudos da revisão empírica (PINCUS; RUSBARSKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; WILLEKEN; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; e FURUTA, 2010). A medida empregada foi o percentual de ações da firma declaradas de posse de membros do conselho de administração e da diretoria executiva.

Essa variável foi utilizada para testar a hipótese de que quanto mais elevado o custo de agência entre gestão e acionistas, maior a probabilidade da existência do

comitê de auditoria. Por isso, esperava-se uma relação negativa entre a proporção de ações com membros da administração e a existência do comitê de auditoria. Contudo, seus resultados também não foram conclusivos. Enquanto alguns estudos confirmaram essa hipótese (PINCUS; BUSBASKY; ONE, 1989; COLLIER, 1993; PIOT, 2004; FURUTA, 2010), outros não identificaram relação significativa (BRADBURY, 1990; MENON; WILLIAMS, 1994; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004).

BIG4 – Big four

A variável *Big four* consiste em uma *dummy* para identificar se a firma foco é auditada por uma firma *big four* ou não. Uma firma *big four* de auditoria é uma das 4 (quatro) grandes multinacionais de auditoria amplamente conhecidas, a saber: *Deloit*, *Ernest & Youg*, *KPMG* e *PwC*. Essa variável também foi utilizada pela maioria dos estudos empíricos revisados (PINCUS; RUSBARSKY; ONE, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; THIERY-DUBUISSON, 2002; CARSON, 2002; WILLEKEN; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; GROFF; VALENTIC, 2011; HASSAN; HIJAZI, 2015). Dependendo da época do estudo pode ser encontrada a variável como: *Big eight*, *Big six* ou *Big four*.

O tamanho, a qualidade ou a reputação da firma de auditoria escolhida é apontado como um fator determinante da constituição voluntária do comitê de auditoria. A maioria dos estudos confirmou a hipótese (PINCUS; BUSBASKY; ONE, 1989; MENON WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; CARSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; GROFF; VALENTINC, 2011; HASSAN; HIJAZI, 2015), porém outros não identificaram relação significativa, indicando resultados não conclusivos (BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; THIERY-DEBUISSON, 2002).

ICA – Independência do conselho de administração

A variável que mede a independência do conselho de administração consiste na proporção de conselheiros independentes sobre o total de membros efetivos no conselho de administração. Alguns estudos optaram por utilizar a proporção de

conselheiros externos (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; MENON; WILLIAMS, 1994; CARSON, 2002), enquanto outros utilizaram a proporção de conselheiros independentes (WILLEKENS; BUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004). Na presente dissertação, optou-se pela proporção de conselheiros independentes pelo acesso mais fácil à informação. Além disso, o conselheiro independente é necessariamente um conselheiro externo.

TMCA – Tamanho do conselho de administração

O tamanho do conselho de administração é relacionado à constituição do comitê de auditoria sob pelo menos dois argumentos: (i) conselhos maiores têm maior necessidade de delegar funções a subcomitês para organizar os seus trabalhos; e (ii) conselhos maiores dispõem de mais recursos para a constituição de subcomitês com membros do conselho. Essa variável foi medida pelo número total de membros efetivos no conselho de administração, à exemplo de diversos outros estudos (BRADBURY, 1990; MENON; WILLIAMS, 1994; THIERY-DUBUISSON, 2002; CARSON, 2002; WILLEKEN; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010; HASSAN; HIJAZI, 2015). Os resultados das pesquisas que testaram essa hipótese também não foram conclusivos. Enquanto cerca de 5 (cinco) não identificaram relação significativa (MENON; WILLIAMS, 1994; THIERY-DEBUISSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; FURUTA, 2010; HASSAN; HIJAZI, 2015), apenas 3 (três) confirmaram a hipótese (BRADBURY, 1990; CARSON, 2002; PIOT, 2004).

AIP – *Assets-in-place*

Assets-in-place é medido pela proporção de ativo imobilizado sobre o total de ativo da firma. Espera-se uma relação negativa entre AIP e a probabilidade de constituição de organismos de monitoramento, pois o custo de agência de dívida é maior nas firmas em que há mais oportunidade de crescimento do que em firmas com grandes proporções de AIP. (FURUTA, 2010). Alguns dos estudos revisados utilizaram essa variável, com variações em sua fórmula de cálculo conforme a variação no cálculo do tamanho da firma. (BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; ADAMS, 1997; FURUTA, 2010; GROFF; VALENTIC, 2011).

SCC – Sobreposição CEO/CHAIRMAN

Essa variável consiste em uma *dummy* que assume 1 (um) quando o diretor executivo chefe (CEO) é a mesma pessoa que o presidente do conselho de administração (*chairman*), e assume 0 (zero), caso contrário. Ela foi utilizada por alguns estudos (COLLIER, 1993; CARSON, 2002) sob o argumento de que uma figura dominante no conselho de administração pode bloquear a formação de comitês de auditoria que viriam a restringir sua liberdade. (COLLIER, 1993).

SEGB3 – Segmento especial de governança da B3

Esta variável consiste em uma *dummy* que assume 1 (um) quando a firma pertence a algum dos segmentos especiais de listagem da B3 (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1), e assume 0 (zero), caso contrário. Os níveis especiais de governança corporativa da B3 são segmentos de adoção voluntária com requisitos de governança mais exigentes do que a legislação. Dentre os estudos da revisão empírica realizada, apenas um possuía amostra brasileira e, portanto, foi o único a considerar os segmentos de governança da B3. (FURUTA, 2010). Contudo, Furuta (2010) utilizou *dummy* que assumia o valor de 1 (um) apenas para os segmentos Novo Mercado e Nível 2.

CPAC1 – Concentração de propriedade no acionista número um

Esta variável consiste no percentual de ações ordinárias pertencentes ao maior acionista da firma e foi utilizada para medir concentração de propriedade. O argumento é que, em firmas com propriedade concentrada, a separação entre propriedade e controle é menor do que em firmas com propriedade dispersa. Por isso, a demanda pelo comitê de auditoria seria menor, ainda que na propriedade concentrada exista a separação entre controlador e minoritários. Essa variável não foi muito utilizada nos estudos sobre adoção voluntária do comitê de auditoria, mas sim em determinantes da diligência do comitê de auditoria. (MENDEZ; GARCIA, 2007). A concentração de propriedade também poderia ser medida pela soma dos 3 (três) ou dos 5 (cinco) maiores acionistas (DARES; LEAL, 2000; LEAL et al., 2000),

mas optou-se apenas pelo maior acionista para evitar redução da amostra por perda de dados.

O próximo tópico aborda a composição da população e amostra da pesquisa.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A composição da população e amostra do presente estudo foi realizada mediante o levantamento de todas as firmas listadas entre 2011 e 2017 na B3, conforme dados divulgados nos formulários de referência da CVM. A intenção inicial era coletar também as informações de 2010, ano em que passam a efetivamente vigorar as novas normas de contabilidade convergentes com as normas internacionais. Entretanto, as informações de 2010 não estavam disponíveis pelo pacote getDFPData, o que inviabilizou sua coleta. Após a coleta de todas as firmas, um total de 2.298 (duas mil duzentas e noventa e oito) observações foi atingido e, então, foram aplicados os critérios de exclusão necessários para composição da amostra (resumidos na tabela abaixo), a saber:

- **Exclusões obrigatórias (385 observações):** são firmas sujeitas a algum tipo de regulação que imponha a constituição do comitê de auditoria. Em outras palavras, a constituição do comitê de auditoria nessas firmas não é puramente voluntária, portanto, não pertencem à população deste estudo. Estão, neste grupo, as firmas com emissão de ADR, as financeiras e as firmas de previdência e seguros;
- **Dados faltantes (279):** também foram excluídas aquelas observações em que se constatou inconsistência ou ausência de informação em alguma das variáveis do estudo;
- **Outras exclusões (664):** outras exclusões foram realizadas com a finalidade de tornar a amostra mais homogênea e melhorar a precisão do modelo de regressão logística. Assim, foram excluídas firmas pequenas sob a justificativa de que, nessas firmas, a probabilidade de constituição do comitê de auditoria é bastante baixa devido aos custos envolvidos. Alguns dos estudos revisados já partiram de amostras selecionadas pelo critério de maiores firmas sob essa mesma justificativa. (COLLIER, 1993; CARSON, 2002). Os critérios utilizados

nessas exclusões foram: firmas com ativos totais inferiores a 20 milhões de reais; receitas inferiores a 15 milhões de reais; e firmas de setores, cujo percentual de aderência ao comitê de auditoria era inferior a 10%. Conforme a tabela abaixo indica, a maioria das outras exclusões foram referentes a este último critério (591). Contudo, cabe destacar que, pelo menos a metade dessas observações, também se encaixariam nos critérios de firmas com ativos inferiores a 20 milhões de reais e receitas inferiores a 15 milhões de reais.

Dessa forma, após as exclusões, chegou-se a uma amostra final de 970 (novecentas e setenta) observações referentes a 175 (cento e setenta e cinco) firmas diferentes entre os anos de 2011 e 2017, com uma média de 139 observações por ano.

Tabela 01 – Composição da amostra

Total de observações coletadas	2298
(-) Exclusões obrigatórias	-385
- <i>ADR</i>	-166
- <i>Financeiras</i>	-175
- <i>Previdência e seguros</i>	-44
População total	1913
(-) Dados faltantes	-279
Amostra inicial	1634
(-) Setores menos de 10% CAD	-591
(-) Firmas pequenas (Ativo<20MI; Rec<15MI)	-73
Amostra final	970

Fonte: Elaborado pelo autor.

No próximo capítulo, são apresentados os resultados da pesquisa e procedidas as análises.

3.3 FONTE E COLETA DOS DADOS

Este subitem tem o objetivo de evidenciar a fonte de coleta dos dados utilizados na pesquisa para o cálculo das variáveis e composição da amostra. Cabe ressaltar que os dados foram coletados de diferentes fontes e, em alguns casos, precisaram receber o adequado tratamento para que pudessem ser utilizados na pesquisa, os quais são apresentados abaixo.

Parte das variáveis foram coletadas no *software* Economática. Especificamente, aquelas que envolveram coleta de dados contábeis, a saber:

Quadro 03 – Variáveis coletadas na Economática

SIGLA	DESCRIÇÃO	MEDIDA	FONTE
TMF	Tamanho da firma	Logaritmo natural do ativo total da firma.	Economática.
ENDIV	Endividamento (ou alavancagem financeira)	Proporção da soma do passivo circulante com o passivo não circulante, sobre o ativo total da firma.	Economática.
AIP	<i>Assets-in-place</i>	Proporção de ativo imobilizado sobre o ativo total da firma.	Economática.

Fonte: Elaborado pelo autor.

As demais variáveis foram coletadas a partir dos formulários de referência, que são de envio obrigatório à CVM, conforme Instrução Normativa n. 480 de 2009. As informações foram baixadas dos formulários de referência por meio do pacote GetDFPData (PERLIN; KIRCH; VANCIN, 2018) e tratadas no aplicativo Excel. Cada variável foi coletada de um campo específico do formulário e recebeu o tratamento necessário, conforme o quadro abaixo:

Quadro 04 – Variáveis coletadas nos formulários de referência

SIGLA	DESCRIÇÃO	MEDIDA	CAMPO DO FR
CAD	Comitê de auditoria	<i>Dummy</i> : 1 (um) caso exista comitê de auditoria constituído; e 0 (zero) caso contrário.	Item 12.7/8
PAE	Participação de Acionistas Estrangeiros	% de participação de acionistas estrangeiros na estrutura de propriedade das firmas.	Item 15.1/2
INOWN	<i>Insider Ownership</i>	Percentual de ações cujos titulares são membros da administração da firma (conselho e executivos).	Item 12.6 e item 15.1/2

BIG4	<i>Big Four</i>	<i>Dummy</i> que retorna um, se a firma for auditada por uma firma <i>big four</i> , e zero em caso contrário.	Item 2.1
ICA	Independência do conselho de administração	Proporção de conselheiros independentes sobre o número total de conselheiros efetivos no conselho de administração.	Item 12.6
TMCA	Tamanho do conselho de administração	Número total de conselheiros efetivos.	Item 12.6
SCC	Sobreposição CEO/ <i>Chairman</i>	<i>Dummy</i> que retorna um, se a o CEO e o <i>chairman</i> são a mesma pessoa, e zero caso contrário.	Item 12.6
SEGB3	Segmento especial de governança da B3	<i>Dummy</i> que retorna um, se a firma participa de algum dos níveis especiais de governança da B3, e zero, caso contrário.	Não especificado
CPAC1	Concentração de propriedade no acionista número um	Percentual de ações ordinárias do maior acionista da firma.	Item 15.1

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável dependente da pesquisa (CAD – comitê de auditoria) e a variável explicativa (PAE – participação de acionistas estrangeiros), coletadas nos formulários de referência, são explicadas em mais detalhes a seguir.

CAD – Comitê de auditoria

As informações referentes ao comitê de auditoria foram coletadas com base no item 12.7/8 do formulário de referência, que, em sua descrição na Instrução Normativa n. 480 de 2009, indica que a firma deve “fornecer as informações mencionadas no item 12.6 em relação aos membros dos comitês estatutários, bem como dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários”. Por sua vez, o item 12.6 exige a divulgação, com relação a administradores e membros do conselho fiscal, de: nome, idade, profissão, CPF ou número do passaporte, cargo eletivo ocupado, data da eleição, data da posse, prazo do mandato, outros cargos e funções exercidas no emissor, e indicação se foi eleito pelo controlador ou não. Assim, uma vez divulgada a informação sobre

membros do comitê de auditoria, presumiu-se a existência deste, assumindo um (1) na variável CAD.

PAE – Participação de acionistas estrangeiros

Esta variável foi coletada dos formulários de referência no item 15.1/2, em que as firmas informam seus principais acionistas. De acordo com a Instrução Normativa n. 480 de 2009, as firmas devem informar nesses itens, uma lista com informações de acionistas controladores e outros acionistas com participação igual ou superior a 5% de uma mesma classe de ações. Sendo assim, a grande maioria das firmas não divulga quem são os acionistas detentores de um percentual menor do que esse. Tais acionistas, geralmente, estão divulgados de forma aglutinada sob a rubrica “Outros”, não sendo possível identifica-los. Assim, neste trabalho, para mensurar a participação do acionista estrangeiro na propriedade das firmas brasileiras, só foi possível considerar aqueles acionistas devidamente divulgados e identificados no formulário de referências. Dentre as informações que a referida Instrução Normativa exige, está a nacionalidade do acionista. E esta foi considerada a origem do acionista para a variável de participação de acionistas estrangeiros.

Após a coleta das informações, foi preciso uma série de procedimentos para o tratamento adequado dos dados. O primeiro campo analisado da base de dados foi referente à data, e constatou-se que não foi possível acessar os dados de 2010 por meio do pacote GetDFPData. Por isso, esse ano foi excluído da amostra. O segundo campo analisado foi referente ao tipo de informação ou tipo de acionista reportado. Foram encontrados quatro tipos diferentes de informações nesse campo, sendo eles: (i) acionista, (ii) outros, (iii) ações tesouraria e (iv) total. O item acionista é o que traz as informações dos titulares de ações com suas identidades, o que possibilita estabelecer quem é e quem não é estrangeiro. O item outros traz todas as ações de titulares com menos de 5% de participação.

O campo nacionalidade do formulário foi utilizado para identificar a origem do acionista para classifica-lo como estrangeiro ou brasileiro, conforme já mencionado. O primeiro passo foi homogeneizar esse campo, padronizando a nacionalidade. Por exemplo, diversos nomes diferentes foram encontrados para descrever a nacionalidade brasileira, tais como: B; Brarsil, BBBrasileira, Bras., Brazilian, etc. No

caso de países estrangeiros, também havia falta de padrão. Todos foram padronizados para facilitar o tratamento dos dados.

Identificou-se aproximadamente 2.400 linhas (em que cada uma representa um acionista, em determinado ano, em determinada firma) com o campo nacionalidade não informado. Por meio de procedimentos adicionais, foi possível identificar a nacionalidade de parte desses acionistas reduzindo o número de não identificados para 1.036 linhas, sendo 473 nomes diferentes. Os procedimentos adicionais descritos consistiram em buscar pelo nome e pela identidade desses acionistas na própria base de dados em firmas ou anos diferentes em que a informação estivesse completa. Após esses procedimentos adicionais, 381 observações ainda possuíam algum percentual de acionistas sem origem identificada. Desses, 253 possuíam como não identificados um percentual superior a 5% do seu total de ações e foram excluídos da amostra por isso. As 128 observações restantes em que houve um percentual inferior a 5% com origem não identificada foram mantidas na amostra.

O próximo capítulo aborda a apresentação e análise dos resultados da pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo é dividido em: análise descritiva e de correlação das variáveis que constituem o modelo econométrico; e análise dos resultados da regressão logística.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Este item é composto pelas análises descritivas das variáveis, seguido da análise de correlação entre estas.

Análise descritiva da variável dependente: comitê de auditoria

A existência de comitê de auditoria constituído de forma voluntária é a variável dependente desta pesquisa. Dessa forma, a variável só pode consistir em SIM ou NÃO, isto é, SIM para a existência do comitê de auditoria constituído na firma i , no ano t , e NÃO em caso contrário. Por isso, a análise descritiva dessa variável, apresentada no quadro 05, consistiu em relacionar o número de firmas por ano e a proporção de firmas que reportaram comitê de auditoria constituído voluntariamente.

Quadro 05 – Análise descritiva da variável dependente

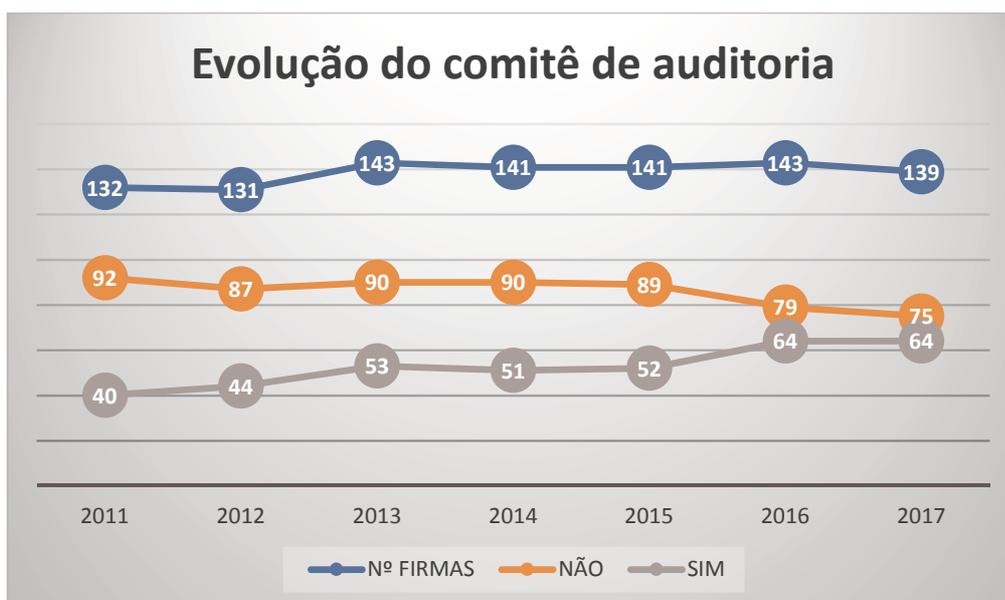
ANO	Nº FIRMAS	COMITÊ DE AUDITORIA		% SIM
		NÃO	SIM	
2011	132	92	40	30,30%
2012	131	87	44	33,59%
2013	143	90	53	37,06%
2014	141	90	51	36,17%
2015	141	89	52	36,88%
2016	143	79	64	44,76%
2017	139	75	64	46,04%
Total Geral	970	602	368	37,94%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise descritiva, exposta no quadro 05 acima, revela que há um crescimento na constituição voluntária do comitê de auditoria, tanto em números absolutos (de 40 em 2011 para 64 em 2017), como em percentuais em relação ao número total de firmas (de 30,30% em 2011 para 46,04% em 2017). O que confirma a tendência de crescimento do comitê de auditoria reportada em outros estudos

(LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015; KPGM, 2017). A média total de comitês de auditoria em todas as observações da amostra é de 37,94%. O gráfico 01 ilustra a evolução do comitê de auditoria das firmas da amostra ao longo dos anos de 2011 até 2017.

Gráfico 01 – Evolução do comitê de auditoria



Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme a legenda do gráfico, a linha azul representa o número total de firmas na amostra por ano, que são, conforme delimitado na metodologia, firmas cuja adoção do comitê de auditoria seria completamente voluntária. A média de firmas por ano na amostra foi de 139 (cento e trinta e nove), variando de 131 (cento e trinta e um) até 143 (cento e quarenta e três) firmas. As linhas laranja e cinza indicam firmas sem e com o comitê de auditoria, respectivamente. É possível notar que o número de firmas sem o comitê de auditoria é sempre superior às que o possuem. Contudo, essa diferença diminuiu ao longo dos anos. Era de 52 (cinquenta e duas) firmas em 2011 (92, não; contra 40, sim) e chegou a apenas 11 (onze) em 2017 (75, não; contra 64, sim).

Analisando apenas as firmas que constituíram o comitê de auditoria (linha cinza) é possível visualizar um crescimento constante, exceto de 2013 para 2014, em que houve um decréscimo de 53 (cinquenta e três) para 51 (cinquenta e um) comitês de auditoria reportados; e de 2016 para 2017, em que o número ficou estagnado em 64 (sessenta e quatro) comitês de auditoria. O crescimento mais expressivo se deu

de 2015 para 2016, em que 12 (doze) firmas a mais reportaram comitê de auditoria constituído. Cabe ressaltar que os períodos de 2013, 2014 e 2015 foram o auge da crise política e econômica pela qual o Brasil passou recentemente, impactando no mercado de capitais.

Por fim, outra análise importante é a da linha laranja (que representa o NÃO) e a relação com as demais linhas. O gráfico demonstra que o crescimento de firmas que reportam comitê de auditoria constituído é concomitante a um decréscimo no número de firmas que não constituem o comitê de auditoria, enquanto o número de firmas por ano na amostra é praticamente constante. O que se pode inferir disso é que o aumento em comitê de auditoria não se deu simplesmente por novas firmas listadas, mas, sim, por firmas que mudaram e decidiram constituir o comitê de auditoria.

Análise descritiva da variável explicativa: participação de acionistas estrangeiros (PAE)

A análise descritiva da variável explicativa (PAE) também foi realizada de forma separada das demais variáveis. O quadro 06 apresenta a estatística descritiva da participação do acionista estrangeiro por ano e total da amostra.

Quadro 06 – Estatística descritiva da variável PAE

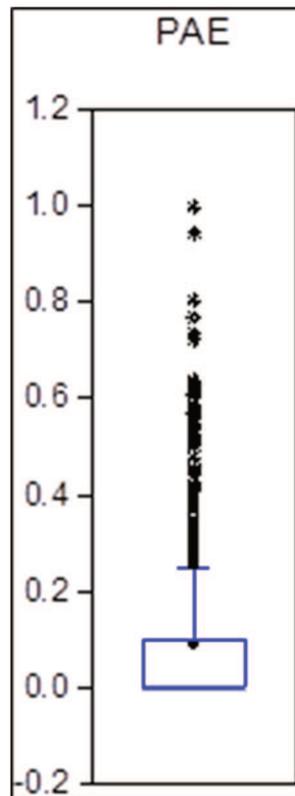
ANO	N. FIRMAS	FIRMAS COM PAE	% FIRMAS COM PAE	MÉDIA	MÁX	MÍN	DESVPAD
2011	132	54	40,91%	8,87%	99,85%	0,00%	17,40%
2012	131	55	41,98%	8,42%	62,30%	0,00%	15,74%
2013	143	66	46,15%	9,27%	63,85%	0,00%	15,60%
2014	141	64	45,39%	9,73%	62,58%	0,00%	16,41%
2015	141	55	39,01%	8,53%	73,54%	0,00%	16,30%
2016	143	58	40,56%	8,88%	94,49%	0,00%	17,12%
2017	139	54	38,85%	8,00%	94,49%	0,00%	17,28%
Total Geral	970	406	41,86%	8,82%	99,85%	0,00%	16,52%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A primeira informação analisada do quadro acima é o percentual de firmas com alguma participação de estrangeiros (PAE): em média, 41,86% das firmas da amostra continuam alguma participação de acionista estrangeiro, sem considerar o tamanho dessa participação. Portanto, pode-se dizer que a maioria das firmas da amostra (564)

não possui participação de acionista estrangeiro. Em seguida, observa-se no quadro 06 que a média de participação de estrangeiro é de 8,82%. Deve-se considerar que compõe a média os quase 60% de firmas em que a participação de estrangeiro é zero. Quando desconsideramos estas, a média de participação do acionista estrangeiro sobe para 21,13%. Na sequência, apresenta-se o gráfico *box-plot* da variável PAE.

Gráfico 02 – *Box-plot* da variável PAE



Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível observar, pelo gráfico *box-plot* da variável participação de acionistas estrangeiros (PAE), que há uma grande concentração de firmas com participação de estrangeiro de 0% a 10%, uma pequena concentração de 10% a 22% (aproximadamente) e, depois, dados dispersos até quase 100% de PAE. É importante lembrar que o cálculo da variável somou diferentes acionistas estrangeiros que tivessem participação na mesma firma e também que considerou a quantidade de ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN). Então, uma firma com PAE elevado (por exemplo, superior a 50%) não implica, necessariamente, que o controle seja de um único estrangeiro, pois pode ser a soma da participação de vários acionistas

estrangeiros. Além disso pode ser referente às ações sem direito a voto (preferenciais).

Análise descritiva das variáveis de controle

Para análise descritiva das variáveis de controle, estas foram divididas em dois grupos: as quantitativas e as categóricas. A tabela 02 apresenta uma descrição de média, valores mínimos e máximos, bem como desvio padrão das variáveis quantitativas.

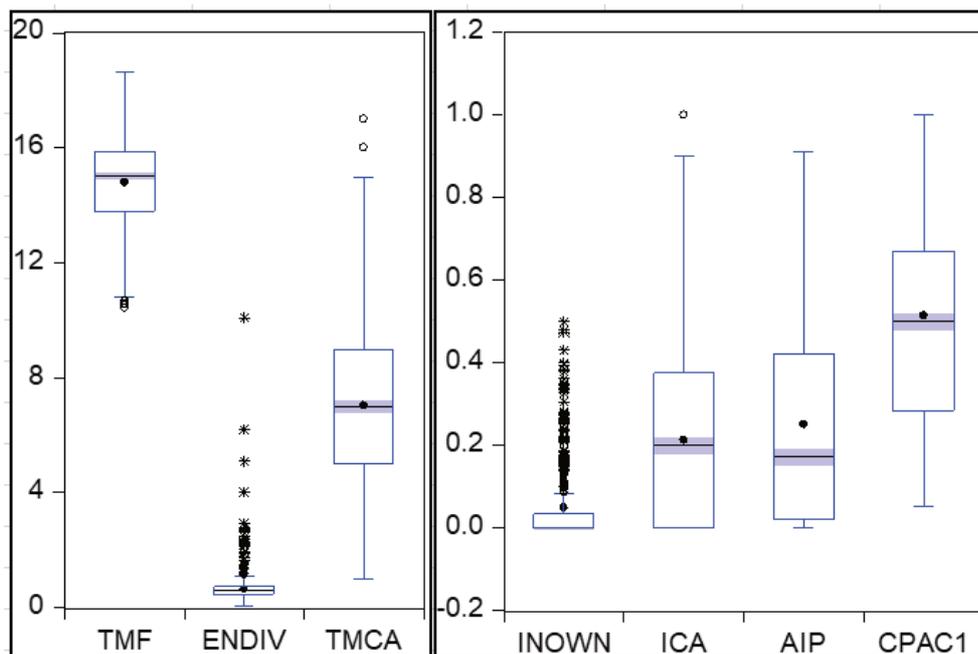
Tabela 02 – Análise descritiva das variáveis quantitativas de controle

VARIÁVEL	MÉDIA	MÁXIMO	MÍNIMO	DESVIO PADRÃO
TMF	14,79	18,62	10,43	1,56
ENDIV	0,65	10,09	0,07	0,51
INOWN	0,05	0,50	0,00	0,11
ICA	0,21	1,00	0,00	0,22
TMCA	7,03	17,00	1,00	2,48
AIP	0,25	0,91	0,00	0,25
CPAC1	0,51	1,00	0,05	0,27

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em seguida, o gráfico *box-plot* das variáveis quantitativas é apresentado para apoiar a análise descritiva. Ao observar esse gráfico, é possível perceber que há variáveis dispersas que não apresentam uma distribuição normal. Com exceção da variável tamanho da firma (TMF), em que já foi aplicado o logaritmo natural sobre o valor total do ativo, nenhuma outra variável foi tratada. O motivo é que os valores apresentados eram esperados e não interferiram nos testes.

Gráfico 03 – *Box-plot* das variáveis de controle quantitativas



Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise descritiva das variáveis quantitativas, apresentada na tabela 02, juntamente com o gráfico 03, permite analisar as características das observações da amostra. A variável TMF (tamanho da firma), medida pelos valores de ativos totais (valor contábil), apresenta o valor de 14,79 de média. Como já mencionado, esse valor é resultado da aplicação do logaritmo natural sobre o valor total do ativo de cada firma para normalização dos dados. Esse procedimento foi necessário porque os valores de ativos totais variam muito entre as firmas, causando uma dispersão muito grande nos dados. A distribuição adequada, após a aplicação do logaritmo natural, pode ser vista no gráfico 03, em que o *box-plot* da variável TMF indica apenas algumas observações abaixo da haste inferior. A tabela 02 também demonstra que o endividamento (ENDIV) médio das firmas da amostra foi de 65%.

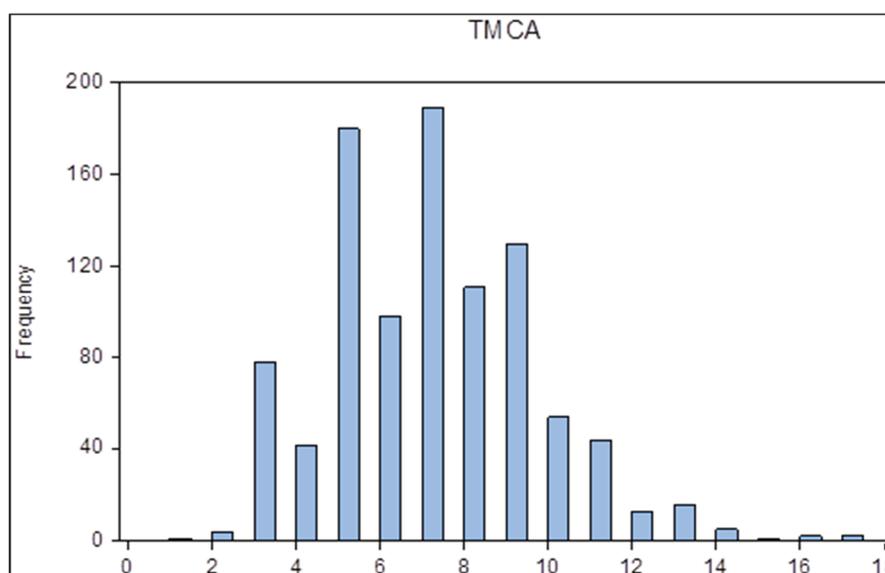
A variável que representa a propriedade de ações por membros do conselho e da direção executiva, denominada *insider ownership* (INOWN), apresentou uma amplitude de 0% a 50%. Curiosamente, não há observações com *insider ownership* superior a 50%. Também vale ressaltar o grande número de firmas com 0%, que totalizaram 625 (seiscentos e vinte e cinco) observações. A média de *insider ownership* foi de 5%.

O grau de independência dos conselhos de administração (ICA) apresentou um valor médio de 21%. Isto é, de forma aproximada, a cada 5 (cinco) membros, apenas um é independente. Cabe destacar que há conselhos 100% independentes e um

número considerável de conselhos com 0% de membros independentes (377 observações). Depois de conselhos 0% independentes, o número mais comum foi de conselhos com grau de 20% de membros independentes, isto é, conselhos com 5 (cinco) membros, dentre os quais, 1 (um) é independente. Essa é a configuração exigida no Nível 2 de governança corporativa da B3.

O tamanho médio dos conselhos de administração (TMCA) da amostra é de 7,03 membros. O menor conselho foi composto por um único membro, o que é inferior ao limite legal de 3 (três) membros, e o maior conselho foi de 17 (dezesete membros). Apenas uma observação foi encontrada com 1 (um) único membro no conselho de administração, que foi a Energisa MT, em 2012. Depois dela, outras 4 (quatro) firmas apresentaram apenas 2 (dois) membros no conselho de administração. Assim, a ampla maioria reportou conselho de administração dentro do tamanho exigido pela legislação (3 ou mais membros). O gráfico 04 apresenta o histograma da variável TMCA e demonstra que os conselhos mais comuns foram com 5 (cinco) ou 7 (sete) membros.

Gráfico 04 – Histograma da variável TMCA



Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável *assets-in-place* (AIP), que é a relação de ativo imobilizado sobre ativos totais, apresentou um valor médio de 25%. Essa variável é limitada de 0% a 100% e apresentou, como mínimos e máximos, 0% e 91%.

Por fim, a variável que mede o nível de concentração de propriedade, representada pelo percentual de ações do maior acionista da firma (AC1), apresentou valor médio de 51%. Isso indica que a amostra apresenta uma concentração de propriedade relativamente elevada, uma vez que o percentual de 41% foi encontrado na amostra de Valadares e Leal (2000). Cabe mencionar que o valor mínimo de 5% e o máximo de 100%, juntamente com o desvio padrão de 27%, podem indicar uma distância considerável dos dados em relação à média, atenuando o indicativo de concentração de propriedade. O gráfico *box-plot* da variável, apresentado no gráfico 03, indica que há um bom número de observações em que o principal acionista detém menos de 50% das ações ordinárias.

Em seguida, é apresentada a tabela com a análise descritiva das variáveis de controle categóricas, ou seja, aquelas variáveis cuja resposta é dicotômica, em que 1 (um) significa a presença do evento e 0 (zero) o contrário.

Tabela 03 – Análise descritiva das variáveis de controle categóricas

Variável/ Média	Amostra Total	CAD = 1	CAD = 0
n	970	368	602
BIG4	0,80	0,93	0,72
SCC	0,11	0,03	0,16
SEGB3	0,56	0,74	0,46

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observando a tabela 03 acima, pode-se notar que cerca de 80% das observações da amostra reportaram serem auditadas por uma das firmas *big four*. O percentual de firmas auditadas por firmas *big four* (BIG4) é maior entre aquelas que possuem o comitê de auditoria (93%) do que naquelas que não o possuem (72%). A variável SCC, que representa a sobreposição entre as funções de CEO e presidente do conselho (*chairman*), apresenta uma média consideravelmente baixa na amostra total (11%). O que vai ao encontro de Black, Carvalho e Gorga (2010) e Leal, Carvalhal e Iervolino (2015), que já reportavam que a maioria das firmas brasileiras apresentavam pessoas distintas para essas funções. Nas amostras segregadas entre observações com e sem o comitê de auditoria (CAD), a média nas firmas com CAD é

bastante inferior (3%) às que não têm o CAD (16%). Por fim, 56% das observações da amostra estão em algum dos segmentos especiais de listagem de governança corporativa da B3. Na amostra segregada, o percentual é superior nas firmas com CAD (74%) do que nas que não o constituem (46%).

Análise de correlação entre as variáveis

A tabela 04 abaixo apresenta a análise de correlação entre as variáveis do estudo. Para tanto, adotou-se como critério que correlações até 0,6 não são fortes (CALLEGARI-JACQUES, 2003) e, portanto, não serão consideradas um problema.

Tabela 04 – Análise de correlação

Correlação	CAD	PAE	TMF	ENDIV	INOWN	BIG4	ICA	TMCA	AIP	SCC	SEGB3	CPAC1
CAD	1,00											
PAE	0,10	1,00										
TMF	0,37	0,21	1,00									
ENDIV	-0,08	0,10	-0,08	1,00								
INOWN	-0,13	-0,10	-0,24	0,08	1,00							
BIG4	0,26	0,07	0,45	-0,18	-0,06	1,00						
ICA	0,30	0,10	0,26	-0,07	-0,03	0,28	1,00					
TMCA	0,29	0,15	0,54	-0,11	-0,26	0,28	0,15	1,00				
AIP	-0,09	-0,02	-0,07	0,03	0,09	-0,12	-0,18	-0,09	1,00			
SCC	-0,19	-0,09	-0,22	0,05	0,22	-0,22	-0,15	-0,28	0,04	1,00		
SEGB3	0,28	0,13	0,30	-0,07	-0,06	0,28	0,45	0,23	-0,04	-0,18	1,00	
CPAC1	-0,18	-0,12	-0,10	0,13	-0,17	-0,15	-0,38	-0,09	0,02	0,06	-0,32	1,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme análise da tabela de correlação, nenhuma correlação forte foi identificada entre as variáveis do estudo. A correlação mais alta identificada foi de 0,54 entre as variáveis TMCA (tamanho do conselho de administração) e TMF (tamanho da firma). Ainda assim, não atingiu o valor de 0,6 para ser considerada alta correlação. Dessa forma, nenhuma variável do estudo precisou ser removida por motivo de correlação, mantendo assim a modelagem econométrica proposta na metodologia.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO LOGÍSTICA

Após a apresentação das análises descritivas e de correlação, os resultados da aplicação da técnica de regressão logística são apresentados. É importante frisar que os dados de 2011 a 2017 foram empilhados, considerados todos conjuntamente. Os testes foram realizados em duas etapas: (i) análise dos resultados do modelo inicial e (ii) análise dos resultados do modelo final. Neste último, a variável *assets-in-place* (AIP), que havia sido não significativa no modelo inicial, foi removida. E, ainda, foi testada e confirmada a hipótese de não linearidade na relação entre a existência do comitê de auditoria constituído voluntariamente e a participação de acionistas estrangeiros (PAE). Depois são apresentados os resultados de testes adicionais.

A tabela 05, que apresenta os resultados, demonstra que o modelo final possui um pseudo R^2 de 20,28%, ligeiramente melhor do que o modelo inicial que era de 19,74%. Outro parâmetro a ser analisado na regressão logística é o percentual de acertos do modelo, que no final foi de 71,96%, sendo este um percentual razoável. Entretanto, o percentual final não é o único parâmetro a ser observado. É desejável que, em um bom modelo, haja equilíbrio no percentual de acertos para as observações em que $Y = 1$ com as observações em que $Y = 0$. Tal equilíbrio foi atingido de maneira satisfatória no modelo final, em que o percentual de acertos para $Y = 0$ foi de 79,07% e para $Y = 1$ foi de 60,33%.

Tabela 05 – Resultados das regressões logísticas

Variáveis	MODELO INICIAL		MODELO FINAL	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
PAE	-0,237256	0,6127	3,433267	0,0139
PAE^0.5			-2,742133	0,0052
TMF	0,435833	0,0000	0,448115	0,0000
ENDIV	-0,662333	0,0565	-0,799783	0,0250
INOWN	-1,828248	0,0620	-1,931036	0,0460
BIG4	0,628217	0,0176	0,639850	0,0157
ICA	1,678825	0,0000	1,922284	0,0000
TMCA	0,072252	0,0531	0,091133	0,0167
AIP	-0,321408	0,3175		
SCC	-1,016588	0,0040	-0,976147	0,0055
SEGB3	0,402654	0,0209	0,410843	0,0182
CPAC1	-0,787587	0,0200	-0,980692	0,0046
C	-7,708144	0,0000	-7,839420	0,0000

McFadden R-squared	0,197412	0,202808				
S.D. dependent var	0,485483	0,485483				
Akaike info criterion	1,090195	1,083032				
Schwarz criterion	1,150532	1,143369				
Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification						
	0	1	Total	0	1	Total
% Correct	79,07	60,6	72,06	79,07	60,33	71,96
% Incorrect	20,93	39,4	27,94	20,93	39,67	28,04

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme pode ser observado na tabela 05 acima, os testes com o modelo inicial foram executados incluindo todas as variáveis definidas por meio da revisão da literatura, justificadas e apresentadas no capítulo sobre a metodologia da pesquisa. A variável explicativa, participação de acionistas estrangeiros (PAE), apresentou resultado negativo, porém não significativo (0,6127), o que indicaria a rejeição da hipótese da pesquisa. As demais variáveis foram todas significativas a: 1%, tamanho da firma (TMF), independência do conselho de administração (ICA) e sobreposição CEO/Chairman (SCC); 5%, *big four* (BIG4), segmento especial de governança da B3 (SEGB3) e concentração de propriedade no maior acionista (CPAC1); e 10%, endividamento (ENDIV), *insider ownership* (INOWN) e tamanho do conselho de administração (TMCA), com exceção da variável *assets-in-place* (AIP), que apresentou um coeficiente de significância estatística de 0,3175.

No modelo final, sem a variável *assets-in-place* (AIP), a variável explicativa, participação de acionistas estrangeiros (PAE), continuou apresentando resultado negativo e não significativo (0,5956), o que continuaria a rejeitar a hipótese formulada na pesquisa. Então, foi inserida no modelo a raiz quadrada dessa variável ($PAE^{0,5}$) para testar a hipótese de não linearidade. Os resultados confirmaram que a relação entre a variável dependente (comitê de auditoria) e a variável explicativa (PAE) é não linear, uma vez que tanto PAE quanto $PAE^{0,5}$ apresentaram significância estatística a 5% e a 1%, respectivamente (0,0139 e 0,0052). Outro ponto a ser observado é o sinal do coeficiente que passou a ser positivo para a variável PAE (3,433267) com a inserção de $PAE^{0,5}$. Dessa forma, o impacto da participação de acionistas estrangeiros sobre a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria é positivo e aumenta a taxas crescentes. Esse resultado confirma a hipótese desta pesquisa. Cabe mencionar ainda que depois do teste de não linearidade, a variável *assets-in-place* (AIP) foi reinserida no modelo com a intenção de verificar se haveriam

mudanças no seu resultado. Contudo, continuou não sendo significativa e, por isso, foi novamente deixada de fora do modelo final.

As demais variáveis de controle foram todas significativas, sendo que tiveram impacto positivo sobre o comitê de auditoria: tamanho da firma (TMF), firma de auditoria (BIG4), independência do conselho de administração (ICA), tamanho do conselho de administração (TMCA) e a participação em segmento de governança especial da B3 (SEGB3). Por outro lado, tiveram impacto negativo sobre o comitê de auditoria: o endividamento (ENDIV), o percentual de ações de posse de membros da administração (INOWN), a sobreposição de funções de CEO e *chairman* na mesma pessoa (SCC), e a concentração de propriedade (CPAC1). Todos esses resultados são discutidos no capítulo seguinte.

Regressões logísticas foram executadas como testes adicionais com alterações nas variáveis de controle de governança. A justificativa para esses testes foi a relação teórica entre: sobreposição CEO/Chairman (SCC), independência do conselho de administração (ICA), e tamanho do conselho de administração (TMCA), com a variável segmento especial de governança da B3 (SEGB3). Isso porque, os segmentos de governança da B3 possuem requisitos de governança corporativa que incluem essas variáveis. Assim, testou-se um modelo sem a variável SEGB3 e outro com essa variável e sem as variáveis SCC, ICA e TMCA. Os resultados completos das regressões estão no apêndice C. Em suma, os resultados desses testes alternativos não diferiram do encontrado no modelo final da tabela 05, exceto pelo fato de que no modelo sem as variáveis SCC, ICA e TMCA, a variável *assets-in-place* (AIP), que antes não era significativa, passou a ser. A variável explicativa (PAE) permaneceu significativa e com a relação não linear que já havia sido reportada no modelo final da tabela 05, suportando a hipótese da pesquisa.

Outro teste alternativo realizado foi: substituir a variável segmento especial de governança da B3 (SEGB3), nos modelos inicial e final, pela variável governança novo mercado (GNMB3). A diferença entre essas duas variáveis configura-se na medida em que a primeira considera a possibilidade de estar listada em um dos segmentos de governança da B3, enquanto a segunda considera apenas a possibilidade de estar listada no segmento Novo Mercado, o mais exigente. Os testes foram feitos de duas formas: primeiro, com todas as variáveis, somente substituindo SEGB3 por GNMB3; depois, sem as variáveis de governança referentes à independência do conselho de administração (ICA) e sobreposição de funções de CEO e *Chairman* (SCC). Nesse

caso a variável tamanho do conselho de administração (TMCA) foi mantida porque o segmento Novo Mercado não exige um tamanho maior do que o exigido na legislação brasileira. Apesar de pequenas diferenças no valor dos coeficientes e na significância estatística, nenhum resultado diferente foi identificado. Na essência, os coeficientes indicaram o mesmo sinal e significância estatística para cada variável já reportada no Modelo Final da tabela 05. Em outras palavras, a variável explicativa, participação de acionistas estrangeiros (PAE), continuou sendo significativa e apresentando uma relação não linear que aumenta a taxas crescentes com a variável dependente (comitê de auditoria). Os resultados completos podem ser visualizados no apêndice D.

Por fim, um último teste adicional foi realizado, inserindo no modelo probabilístico uma variável *dummy* de controle para setores regulados (energia, gás e petróleo, transporte e saúde). Apesar de apresentar um coeficiente positivo (0,231217), a variável não apresentou significância estatística (0,1894). As demais variáveis mantiveram os respectivos sinais nos coeficientes e significância estatística apresentados no modelo final da Tabela 05, com pequenas variações. Em síntese, para todos os testes adicionais realizados, a relação do comitê de auditoria com a variável explicativa (PAE), manteve-se a mesma, isto é: significativa, positiva e não linear com aumento a taxas crescentes, confirmando a hipótese da pesquisa.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

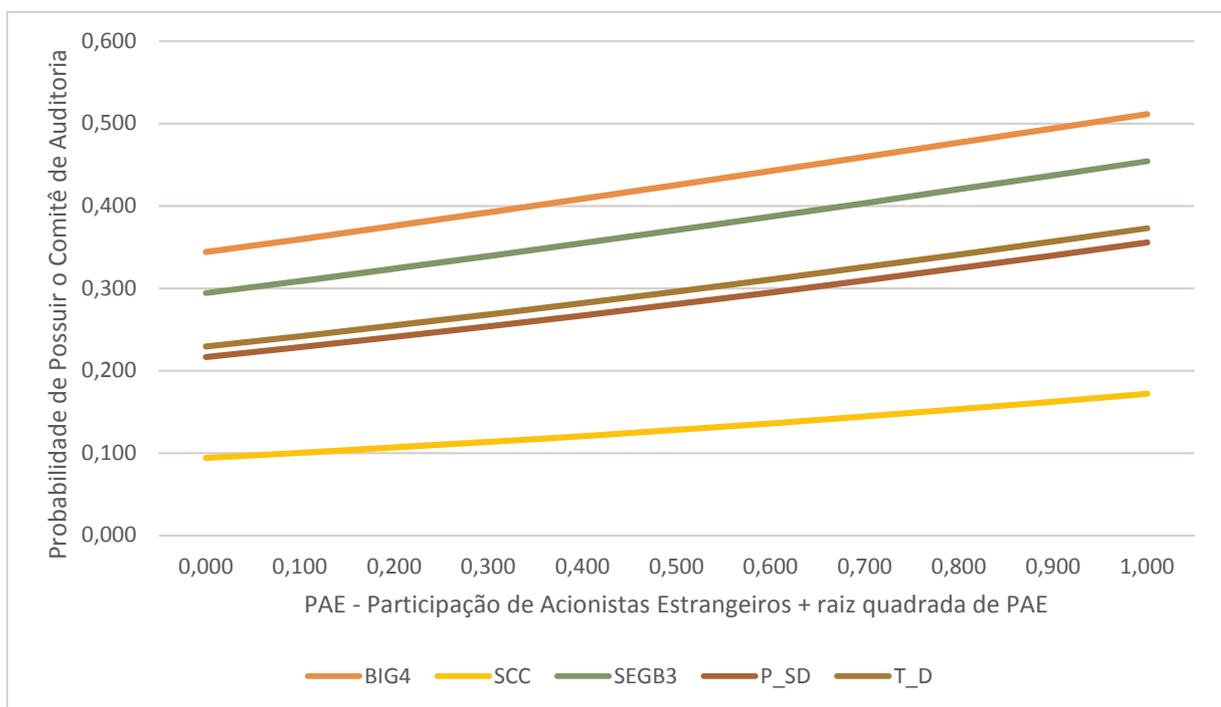
Este capítulo é destinado à discussão dos resultados apresentados no capítulo anterior. A discussão implica em comparar os resultados desta pesquisa com os resultados dos estudos anteriores e indicar possíveis explicações para os resultados encontrados.

A hipótese formulada nesta pesquisa esperava relação positiva entre a participação de acionistas estrangeiros (PAE) e a probabilidade de existir comitê de auditoria voluntariamente constituído. Tal hipótese foi confirmada pelos resultados da regressão logística e ainda se verificou que a relação é não linear. Os resultados são consistentes com estudos anteriores. (THIERY-DUBUISSON, 2002; HASSAN; HIJAZI, 2015). O estudo de Hassan e Hijazi (2015) demonstrou que o acionista estrangeiro é determinante na constituição do comitê de auditoria nas firmas listadas no mercado de capitais da Palestina. A justificativa é que os estrangeiros, em função da separação geográfica da firma, dependem mais de mecanismos como o comitê de auditoria para monitoramento da gestão e para evitar expropriação por acionistas locais. Por sua vez, Thiery-Dubuisson (2002), na França, identificou relação positiva entre o comitê de auditoria e acionistas estrangeiros. Contudo, esse autor foi mais específico, ao utilizar apenas investidores institucionais de origem anglo-saxã, enquanto o presente estudo foi mais abrangente ao considerar todos os estrangeiros.

Outra diferença no resultado do presente estudo e que precisa ser explicada é a não linearidade. Os resultados indicam que o impacto da participação de acionistas estrangeiros sobre a constituição voluntária do comitê de auditoria aumenta a taxas crescentes. Isto é, quando esta participação é pequena, a influência do estrangeiro é pequena e o aumento dessa participação faz pouca diferença. Entretanto, conforme a participação aumenta, as variações passam a ser mais significativas. Em outras palavras, uma variação de 5% para 10% na participação causa pouco impacto na probabilidade de existir o comitê de auditoria, mas uma variação de 45% para 50% causa um impacto maior. Tal resultado é razoavelmente esperado e intuitivo, pois uma participação maior confere maior poder para influenciar nas decisões da firma, enquanto pequenas participações conferem menos poder. Assim, se um grupo de estrangeiros possui 5% de participação em uma firma e aumenta essa participação para 10%, sua influência aumenta, mas menos do que a influência de um grupo que detém 20% das ações e passa para 25% (1/4).

Também é possível analisar a relação entre a participação de acionistas estrangeiros e o comitê de auditoria considerando as variáveis de controle qualitativas inserida no modelo (BIG4, SEGB3 e SCC). O gráfico 05 foi constituído com os resultados da regressão logística. Para isso foi utilizada a média das variáveis de controle e a variação de PAE de 0 a 1 (de 0% a 100%), somada com a sua raiz quadrada, em relação à probabilidade de existência do comitê de auditoria constituído (também de 0 a 1).

Gráfico 05 – Curvas de probabilidade



Fonte: Elaborado pelo autor.

O gráfico é composto por 5 (cinco) linhas, sendo que as linhas P_SD e T_D representam a relação entre a participação de estrangeiros e a probabilidade de constituição do comitê de auditoria. Em P_SD, todas as variáveis *dummy* do modelo foram consideradas 0 (zero). Já em T_D, todas as *dummy* são 1 (um). Assim, em observação ao gráfico 05, pode-se inferir que o impacto da variável explicativa (PAE) sobre a probabilidade de constituição do comitê de auditoria está entre 0,2 (20%) e 0,4 (40%). O motivo de o valor não chegar a 100% é que há outras variáveis que explicam a existência do comitê de auditoria. Isso também pode ser inferido pelo valor do eixo Y quando X = 0. A diferença entre as curvas P_SD e T_D indica que o impacto

de PAE sobre a constituição do comitê de auditoria é maior quando as variáveis qualitativas são 1 (um).

Outras inferências podem ser feitas analisando as diferenças entre as curvas para cada *dummy*. A curva para a variável BIG4 indica a maior probabilidade de constituição do comitê de auditoria, e ainda, que essa probabilidade aumenta conforme aumenta a participação de estrangeiros. Fang, Maffet e Zhang (2015) pontuam que uma das formas pela qual os investidores estrangeiros influenciam nas firmas em que são acionistas é por meio das firmas *big four*. As firmas de auditoria *big four* são as 4 (quatro) maiores firmas de auditoria do mundo, portanto, multinacionais. O resultado é consistente com a maioria dos estudos revisados que também reportaram associação positiva entre ser auditada por uma firma *big four* e constituir o comitê de auditoria. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; MENON; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; CARSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004; PIOT, 2004; GROFF; VALENTINC, 2011; HASSAN; HIJAZI, 2015). Outra explicação fornecida pela literatura é que firmas menores de auditoria tendem a acreditar que comitês de auditoria favorecem a seleção de firmas *big four* para auditoria e, por isso, não possuem incentivo para recomendar a criação do comitê. (EICHENSEHER; SHIELDS, 1985).

Por outro lado, observando a curva SCC (em amarelo) pode-se inferir que o acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho de administração (*Chairman*) na mesma pessoa diminui significativamente a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria. Esse resultado é condizente com a hipótese de que uma figura dominante no conselho inibe o monitoramento. O CEO/*Chairman* seria contrário à constituição de um comitê de auditoria, pois isso poderia restringir sua liberdade. (COLLIER, 1993). Apesar disso, os outros estudos que utilizaram alguma medida para um conselheiro dominante não identificaram resultados significativos (COLLIER, 1993; CARSON, 2002). Porém, o resultado é consistente com Collier e Gregory (1999), que identificaram que uma figura dominante no conselho é negativamente associada à atividade do comitê de auditoria.

Já a curva referente à variável SEGB3 (em verde) é mais próxima da variável BIG4 e indica que é maior a probabilidade de existir comitê de auditoria constituído nas firmas listadas em algum dos segmentos especiais de governança da B3. A possível explicação reside na busca por governança corporativa. Firms que aderem a um segmento especial de listagem, que implica em adotar mecanismos voluntários

de governança, já apresentam uma predisposição em aderir a melhores práticas de governança. (FURUTA, 2010). Apesar disso, o resultado não é consistente com Furuta (2010), que não encontrou significância estatística em seu teste. Cabe a ressalva que a amostra do referido estudo eram as firmas emissoras de ADR, diferente do presente estudo.

As demais variáveis de controle, com exceção da AIP, também possuem poder explicativo para a constituição voluntária do comitê de auditoria. O tamanho da firma (TMF), medido pelo logaritmo natural de ativos totais, apresentou relação positiva e significativa a 1% (0,0000). Isso indica que a economia de escala é um fator determinante do comitê de auditoria, uma vez que a probabilidade da firma possuir um comitê de auditoria voluntariamente constituído é maior conforme aumenta o tamanho da firma. Esse resultado é condizente com a ampla maioria da evidência na literatura em diferentes países que também indicam essa relação positiva. (PINCUS; RUSBASKY; ONE, 1989; ADAMS, 1997; CARSON, 2002; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNK, 2004; PIOT, 2004; FURUTA, 2010; GROFF; VALENTINC, 2011). A explicação que se pode dar para essa relação é que o custo para a constituição do comitê de auditoria é melhor absorvido por firmas maiores. Além disso, esse resultado tem uma importante implicação prática para os órgãos reguladores. A imposição mandatória do comitê de auditoria pode penalizar firmas pequenas que precisarão deslocar recursos de monitoramento para constituição do comitê de auditoria.

A segunda variável de controle a ser discutida diz respeito ao endividamento (ENDIV) das firmas. Essa variável foi utilizada entre outros estudos como uma medida para o potencial conflito de interesses entre credores e administração da firma. No presente estudo, identificou-se relação negativa e significativa a 5% (0,0250). Esse resultado contraria a teoria de que maior endividamento leva a maior possibilidade de conflito entre credores e administração, e, portanto, maior demanda por monitoramento. (JENSEN; MECLING, 1976). Ou, pelo menos, revela que o comitê de auditoria não é um instrumento relevante para os credores, o que também não é intuitivo, considerando as atribuições do comitê de auditoria. De todos os estudos prévios analisados, em apenas um caso o endividamento teve impacto negativo sobre a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria. (GROFF; VALENTINC, 2011).

Na sequência, também significativa a 5%, a variável *insider ownership* (INOWN), que mede o percentual de ações ordinárias de posse de membros da

administração, apresentou resultado negativo com a existência do comitê de auditoria. Esse resultado vai ao encontro de alguns dos estudos anteriores, tanto em ambientes anglo-saxões (PINCUS; RUSBAKSY; ONE, 1989; COLLIER, 1993) como em outros contextos, como França (PIOT, 2004), ratificando a teoria. Isso indica que o alinhamento de *roles* entre principal e agente por meio da titularidade de ações para membros da administração é um substituto ao monitoramento. Em outras palavras, firmas com menos *insider ownership* possuem maior probabilidade de constituir o comitê de auditoria.

As duas variáveis relativas a características do conselho de administração, independência (ICA) e tamanho (TMCA), apresentaram resultado positivo e significativo (a 1% e 5%, respectivamente). Quanto à independência, o resultado corrobora com a maior parte dos estudos revisados (PINCUS; RUSBAKSY; ONE, 1989; COLLIER, 1993; MENON; WILLIAMS, 1994; WILLEKENS; BAUWHEDE; GAEREMYNCK, 2004). Isso confirma o papel do comitê de auditoria de fortalecer os membros independentes do conselho de administração permitindo acesso direto aos auditores externos e também auditores internos. (BRADBURY, 1990). Quanto ao tamanho, apesar de resultado condizente com a teoria, vai ao encontro apenas de uma minoria dos estudos prévios. (BRADBURY, 1990; CARSON, 2002; PIOT, 2004). A explicação reside, primeiro, na premissa de que a divisão do trabalho do conselho de administração em subcomitês só é factível quando há um grande número de conselheiros. Além disso, o tamanho da firma pode estar relacionado com o tamanho do conselho. (BRADBURY, 1990).

Por fim, a variável escolhida para medir concentração de propriedade, que foi o percentual de ações ordinárias detidas pelo maior acionista da firma (CPAC1), foi significativa e negativamente associada à constituição do comitê de auditoria. O resultado é consistente com o estudo de Méndez e García (2007), que identificou que em firmas de propriedade concentrada, na Espanha, o comitê de auditoria é menos ativo. Isso indica que, em firmas com mais concentração de propriedade, é menos provável a formação voluntária do comitê de auditoria. Todavia, esse resultado possui dupla interpretação. Por um lado, a existência de grandes acionistas pode trazer benefícios ao monitoramento das ações gerenciais. Por outro lado, essa relação negativa pode significar oportunidade de o controlador agir expropriando os acionistas minoritários. (MÉNDEZ; GARCÍA, 2007).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo principal analisar a relação entre a participação de acionistas estrangeiros e a constituição voluntária do comitê de auditoria nas firmas listadas no mercado de capitais brasileiro. Para isso, foi realizada uma revisão da literatura no tema de constituição voluntária do comitê de auditoria e, também, sobre o papel dos acionistas estrangeiros em promover boas práticas de governança corporativa nas firmas. A literatura prévia não apontava para uma unidade explicativa da constituição voluntária do comitê de auditoria, o que, juntamente com a literatura sobre o papel dos estrangeiros, motivou o presente estudo. Dessa forma, entende-se que o objetivo da dissertação foi atingido. Os testes estatísticos foram executados e verificou-se uma relação positiva e não linear entre a participação de acionistas estrangeiros e a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria. Constatou-se que, conforme aumenta a participação de acionistas estrangeiros, aumenta a probabilidade de constituição voluntária do comitê de auditoria nas firmas listadas no mercado de capitais brasileiro a taxas crescentes.

A análise descritiva das variáveis também forneceu resultados interessantes. Foi possível verificar que a maioria das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro ainda não possui o comitê de auditoria. Apesar disso, é confirmada a tendência de crescimento no número de firmas que o constituem e esse aumento não se dá somente por novas listagens, mas por firmas que antes não tinham um comitê de auditoria e passaram a ter. Dessa forma, ao longo dos anos, a proporção de firmas que não possuem o comitê de auditoria sobre as que possuem tem sido reduzida. Ainda que a análise tenha incidido sobre uma amostra específica, é possível inferir que o comitê de auditoria tem crescido no Brasil, tanto em números absolutos quanto em percentual relativo ao montante total de firmas listadas.

Cabe destacar que a participação de acionistas estrangeiros não foi o único fator explicativo identificado em firmas que constituem voluntariamente o comitê de auditoria. As variáveis encontradas na literatura prévia foram utilizadas como variáveis de controle no presente estudo, sendo que praticamente todas foram significativas na relação com o comitê de auditoria. Assim, o estudo identificou que a probabilidade de constituir o comitê de auditoria é maior em firmas: 1) Maiores (TMF); 2) Auditadas por firmas *big four* (BIG4); 3) Com conselho de administração com maior percentual de membros independentes (ICA); 4) Com conselhos de administração maiores (TMCA);

e que 5) Participam de algum dos segmentos especiais de governança corporativa da B3 (SEGB3).

Por outro lado, é menor a probabilidade de existir comitê de auditoria constituído em firmas que: 1) Possuem elevado endividamento (ENDIV); 2) Possuem maior percentual de ações de posse de membros da administração (INOWN); 3) Acumulam as funções de CEO e de presidente do conselho de administração (*chairman*) na mesma pessoa; e 4) Possuem maior concentração de propriedade (CPAC1). Todos esses resultados foram condizentes com a previsão na literatura, exceto o resultado negativo obtido para o endividamento.

Há pelo menos duas limitações que precisam ser reconhecidas. Primeiramente, quanto ao conceito e critério utilizado para acionista estrangeiro, considerou-se a nacionalidade informada no formulário de referências. Entretanto, pode ocorrer de um estrangeiro com subsidiária no Brasil, constar como brasileiro; e um brasileiro, com sede no exterior, constar como estrangeiro. Sugere-se que, em próximos estudos, essa questão seja aprofundada, conferindo mais precisão na definição da participação dos estrangeiros na estrutura de propriedade das firmas listadas no mercado de capitais brasileiro. Além disso, conforme explicado na metodologia da pesquisa, a não obrigatoriedade de identificação e divulgação de acionistas com menos do que 5% de participação também impõe uma limitação ao cálculo da variável explicativa do estudo.

A segunda limitação refere-se à questão da endogeneidade da relação entre acionista estrangeiro e o comitê de auditoria. Assim como o investidor estrangeiro, na posição de acionista, pode influenciar sobre a constituição voluntária do comitê de auditoria, ele também pode decidir investir em firmas que já possuem esse instrumento de governança. Essa questão não foi verificada na presente dissertação e poderia interferir na análise dos resultados. A dificuldade para definir a direção dessa relação causal já tem sido apontada na literatura. (GILLAN; STARKS, 2003). Apesar disso, dos estudos revisados, poucos trataram dessa questão. Um exemplo foi o estudo de Aggarwal et al (2011), que identificou que o aumento de participação de estrangeiros era seguido por subseqüentes aumentos nos níveis de governança. Contudo, aumentos nos níveis de governança não impactaram em alterações subseqüentes na participação de estrangeiros.

Outra ressalva a ser feita é que não foi verificada a relação do comitê de auditoria com o conselho fiscal. Apesar de este ser um órgão essencialmente diferente do comitê de auditoria, os dois possuem algumas sobreposições em suas atribuições.

(PELEIAS; SANTOS, 2010). Há quem o considere um substituto para o comitê de auditoria no contexto brasileiro. (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2010). Entretanto, os órgãos de regulação têm tratado esses dois instrumentos de governança como complementares. Em função disso, esta dissertação limitou-se ao comitê de auditoria. Pesquisas futuras podem ser realizadas, a fim de identificar fatores determinantes do conselho fiscal e também da escolha entre um e outro, e, até mesmo, dos dois, concomitantemente.

Por fim, outras sugestões de futuras pesquisas são aplicáveis. Por exemplo, pode-se estudar o impacto do acionista estrangeiro sobre a diligência do comitê de auditoria. Características como a composição do comitê de auditoria, a presença de especialistas, o número de membros e a frequência de suas reuniões podem ser pesquisados para identificação de seus fatores determinantes no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, Mike. Determinants of audit committee formation in the life insurance industry: New Zealand evidence. **Journal of Business Research**, v. 38, n. 2, p. 123-129, 1997.
- ADAMS, Renée B.; FERREIRA, Daniel. A theory of friendly boards. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 217-250, 2007. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/article/blajfinan/v_3a62_3ay_3a2007_3ai_3a1_3ap_3a217-250.htm>. Acesso em: nov. 2018.
- AGGARWAL, Reena et al. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 154-181, 2011. Disponível em: <https://www.darden.virginia.edu/uploadedFiles/Darden_Web/Content/Faculty_Research/Directory/aefmgovernancetravelworld2011jfinal.pdf>. Acesso em: out. 2018.
- B3. **Dados de Mercado 15 fev. 2019**. São Paulo, 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/dados-de-mercado>. Acesso em: 15 fev. 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Resolução n. 3.198, de 27 de maio de 2004**. Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação. São Paulo, 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Resolução n. 4.373, de 29 de setembro de 2014**. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País e dá outras providências.
- BARAKO, D. G.; HANCOCK, P.; IZAN, H. Y. Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. **Corporate Governance: An International Review**, [s. l.], v. 14, n. 2, p. 107–125, 2006. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=19967243&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 4 jan. 2019
- BARBOSA, Lúcio; MEURER, Roberto. Investimento estrangeiro em carteira no Brasil: Estudo empírico do comportamento do investidor de 1999 a 2012. **Revista Brasileira de Economia de Empresas**, v. 14, n. 2, 2015. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/317267203_Investimento_estrangeiro_em_carteira_no_Brasil_Estudo_empirico_do_comportamento_do_investidor_de_1999_a_2012>. Acesso em: fev. 2019.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1932.

BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Erica. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010. Disponível em: < https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/carvalho_-_corporate_governance_in_brazil.pdf>. Acesso em: nov. 2018.

BRADBURY, Michael E. The incentives for voluntary audit committee formation. **Journal of Accounting and public policy**, v. 9, n. 1, p. 19-36, 1990. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/jappol/v9y1990i1p19-36.html>>. Acesso em: nov. 2018.

BRASIL. **Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em: 15 fev. 2019.

BRASIL. **Lei n. 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm>. Acesso em: 15 fev. 2019.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 30 mar. 2018.

CADBURY, Adrian. **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance**. Londres: Gee, 1992.

CALLEGARI-JACQUES, Sidia M. **Bioestatística: princípios e aplicações**. Porto Alegre: Artemed, 2003.

CARSON, Elizabeth. Factors associated with the development of board sub-committees. **Corporate Governance: An International Review**, v. 10, n. 1, p. 4-18, 2002. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/article/blacorgov/v_3a10_3ay_3a2002_3ai_3a1_3ap_3a4-18.htm>. Acesso em: nov. 2018.

COLLIER, Paul. Factors affecting the formation of audit committees in major UK listed companies. **Accounting and Business Research**, v. 23, n. sup1, p. 421-430, 1993. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.1993.9729909>>. Acesso em: dez. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Junho de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: jan. 2019.

____. **Instrução CVM n. 308, de 14 de maio de 1999.** Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, e revoga as Instruções

CVM n. 216, de 29 de junho de 1994, e n. 275, de 12 de março de 1998.

____. **Instrução CVM n. 480, de 07 de setembro de 2009.** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

____. **Instrução CVM n. 481, de 17 de dezembro de 2009.** Dispõe sobre informações, pedidos públicos de procuração, participação e votação a distância em assembleias de acionistas.

____. **Instrução CVM n. 509, de 16 de novembro de 2011.** Acrescenta artigos à Instrução CVM n. 308, de 14 de maio de 1999, e altera artigos e anexo da Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009.

____. **Instrução CVM n. 561, de 07 de abril de 2015.** Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009, e à Instrução CVM n. 481, de 17 de dezembro de 2009.

____. **Instrução CVM n. 586, de 08 de junho de 2017.** Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; BRANDÃO, José Wellington. Ownership Concentration Affects Dividend Policy of the Brazilian Firm. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 3, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2896343>. Acesso em: out. 2018.

CUNHA, Vera; RODRIGUES, Lúcia Lima. Determinants of structure of corporate governance disclosure in Portugal. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 20, n. 3, p. 338-360, 2018. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rbgn/v20n3/en_1983-0807-rbgn-20-03-338.pdf>. Acesso em: jan. 2019.

DE MATTOS, Leonardo Bornacki; DA CUNHA CASSUCE, Francisco Carlos; CAMPOS, Antônio Carvalho. Determinantes dos investimentos diretos estrangeiros no Brasil, 1980-2004. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 11, n. 1, p. 39-60, 2007. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482007000100002&script=sci_abstract>. Acesso em: fev. 2019.

DOBIJA, Dorota. Exploring audit committee practices: oversight of financial reporting and external auditors in Poland. **Journal of Management & Governance**, v. 19, n. 1, p. 113–143, 2015. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=100259511&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 4 jan. 2019.

DWIVEDI, Neeraj; JAIN, Arun Kumar. Corporate governance and performance of Indian firms: The effect of board size and ownership. **Employee Responsibilities and Rights Journal**, v. 17, n. 3, p. 161-172, 2005. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/226328234_Corporate_Governance_and_Performance_of_Indian_Firms_The_Effect_of_Board_Size_and_Ownership>. Acesso em: dez. 2018.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: An international comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004. Disponível em: <<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/privatebenefits.pdf>>. Acesso em: dez. 2018.

EICHENSEHER, John W.; SHIELDS, David. Corporate director liability and monitoring preferences. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 4, n. 1, p. 13-31, 1985.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FANG, Vivian W.; MAFFETT, Mark; ZHANG, Bohui. Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting practices. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 3, p. 593-631, 2015. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1475-679X.12076>>. Acesso em: dez. 2018.

FAUZI, Fitriya; LOCKE, Stuart. Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms. **Asian Academy of Management Journal of Accounting of Finance**, v. 8, n. 2, p. 43-67, 2012. Disponível em: <<https://researchcommons.waikato.ac.nz/handle/10289/7793>>. Acesso em: nov. 2018.

FELO, Andrew J.; KRISHNAMURTHY, Srinivasan; SOLIERI, Steven A. Audit committee characteristics and the perceived quality of financial reporting: an empirical analysis. **SSRN Electronic Journal**, 2003. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=401240>. Acesso em: fev. 2019.

FERREIRA, Miguel A.; MATOS, Pedro. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 499-533, 2008. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a88_3ay_3a2008_3ai_3a3_3ap_3a499-533.htm>. Acesso em: dez. 2018.

FIRTH, Michael; FUNG, Peter MY; RUI, Oliver M. Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, n. 4, p. 463-496, 2007. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/jappol/v26y2007i4p463-496.html>>. Acesso em: dez. 2018.

FURUTA, Fernanda. **A relação das características das empresas com a adoção do Comitê de Auditoria X Conselho Fiscal adaptado**. 2010. 189f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: An overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/article/eeecorfin/v_3a12_3ay_3a2006_3ai_3a3_3ap_3a381-402.htm>. Acesso em: dez. 2018.

GILLAN, Stuart; STARKS, Laura T. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. **SSRN Electronic Journal**, v. 2, n. 3, 1998. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/228592991_A_Survey_of_Shareholder_Activism_Motivation_and_Empirical_Evidence>. Acesso em: dez. 2018.

_____. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. **SSRN Electronic Journal**, v. 13, n. 2, 2003. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/228140124_Corporate_Governance_Corporate_Ownership_and_the_Role_of_Institutional_Investors_A_Global_Perspective>. Acesso em: dez. 2018.

GRANDO, Tadeu. **O efeito do controle acionário e da gestão familiar na criação de valor e no desempenho operacional das companhias abertas brasileiras**. 2014. 158f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2014.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES (GTI). **Código Brasileiro de Governança Corporativa**: Companhias Abertas. São Paulo, SP: IBGC, 2016.

GUAJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 4. Ed. Porto Alegre: Ed AMGH, 2011.

HASSAN, Yousef; HIJAZI, Rafiq. Determinants of the voluntary formation of a company audit committee: evidence from Palestine. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 11, n. 1, p. 27-46, 2015. Disponível em: <[http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol%2011-1-2015/AAMJAF%2011\(1\)%202015-Art.%20\(27-46\).pdf](http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol%2011-1-2015/AAMJAF%2011(1)%202015-Art.%20(27-46).pdf)>. Acesso em: dez. 2018.

KIM, Hyo Jin; YOON, Soon Suk. Corporate Governance and Firm Performance in Korea. **Malaysian Accounting Review**, v. 6, n. 2, p. 1–17, 2007. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=34904968&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 4 jan. 2019.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

JOHNSON, Simon. et al. Tunneling. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/tunneling>>. Acesso em: dez. 2018.

KÖHLER, Annette G. Audit committees in Germany—Theoretical reasoning and empirical evidence. **Schmalenbach Business Review**, v. 57, n. 3, p. 229-252, 2005.

KPMG. **A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais**: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus Formulários de Referência. 11. Ed., 2016/2017.

LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/250042?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: dez. 2018.

LARRAÑAGA, Félix Alfredo; GRISI, Celso Claudio De Hildebrand E.; MONTINI, Alexandra De Ávila. Fatores competitivos que afetam a decisão de investimento direto estrangeiro no Brasil. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 17, n. 1, p. 112-134, 2016. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1678-69712016000100112&script=sci_abstract&tlng=pt>. Acesso em: fev. 2019.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies. **Seminários de Pesquisa Econômica**, 2000. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/12240>>. Acesso em: dez. 2018.

____; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552002000100002&script=sci_abstract&tlng=pt>. Acesso em: dez. 2018.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL, Andre; IERVOLINO, Ana. One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, v. 13, n. 1, 2015. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/50904>>. Acesso em: dez. 2018.

MANGENA, M.; TAURINGANA, V. Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 18, n. 2, p. 53–85, 2007. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=25234080&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 4 jan. 2019

MÉNDEZ, Carlos Fernández; GARCÍA, Rubén Arrondo. The effects of ownership structure and board composition on the audit committee meeting frequency: Spanish evidence. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 5, p. 909-922, 2007. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1467-8683.2007.00619.x>>. Acesso em: out. 2018.

MENON, Krishnagopal; WILLIAMS, Joanne Deahl. The use of audit committees for monitoring. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 13, n. 2, p. 121-139, 1994. Disponível em:

<https://econpapers.repec.org/article/eeejappol/v_3a13_3ay_3a1994_3ai_3a2_3ap_3a121-139.htm>. Acesso em: dez. 2018.

MÖLLER, Horst Dieter; CALLADO, Antônio André Cunha. Investimentos estrangeiros em carteiras de ações, crises internacionais e IBOVESPA. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 8, n. 1, 2008. Disponível em: <<http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/118>>. Acesso em: fev. 2019.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003. Disponível em:

<https://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a68_3ay_3a2003_3ai_3a3_3ap_3a325-351.htm>. Acesso em: dez. 2018.

NEVILLE, François et al. Board Independence and Corporate Misconduct: A Cross-National Meta-Analysis. **Journal of Management**, 2018. Disponível em:

<<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0149206318801999>>. Acesso em: dez. 2018.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Principles of Corporate Governance**. Ankara, 2015.

PELEIAS, Ivam R.; SANTOS, Maria C. L. Dos. **Conselho Fiscal**: responsabilidade com a sociedade e os investidores. São Paulo: Ed Atlas, 2010.

PERLIN, Marcelo; KIRCH, Guilherme; VANCIN, Daniel. Accessing Financial Reports and Corporate. **Events with GetDFPdata**, 2018. Disponível em:

<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3128252>. Acesso em: out. 2018.

PINCUS, Karen; RUSBARSKY, Mark; WONG, Jilnaught. Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 8, n. 4, p. 239-265, 1989.

PIOT, Charles. The existence and independence of audit committees in France. **Accounting and Business Research**, v. 34, n. 3, p. 223-246, 2004.

Disponível em:

<<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2004.9729966>>. Acesso em: nov. 2018.

PROCIANOY, Jairo Laser; DECOURT, Roberto Frota. Corporate governance improvement in a weak legal system: Brazilian fiscal council. **Horizontes Empresariales**, v. 11, n. 2, p. 55-69, 2012.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. Disponível em:

<<https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/survey-corporate-governance>>. Acesso em: nov. 2018.

_____. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, Part 1, p. 461-488, 1986. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1833044>>. Acesso em: nov. 2018.

THIÉRY-DUBUISSON, Stéphanie. Exigences actionnariales et réseaux d'administrateurs: à quoi répond la mise en place des comités d'audit en France? **Comptabilité-Contrôle-Audit**, v. 8, n. 1, p. 129-150, 2002.

US CONGRESS. **Public law 107-2014, de 30 de julho de 2002**. Sarbanes Oxley Act. Disponível em <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-107publ204/html/PLAW-107publ204.htm>>. Acesso em: 16 fev. 2019.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo PC. Ownership and control structure of Brazilian companies. 2000. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/article/pchabante/v_3a3_3ay_3a2000_3ai_3a1_3ap_3a29-56.htm>. Acesso em: nov. 2018.

VOELCKER, Gabriel M. **Uma análise da tomada de risco em firmas familiares**. 2018. 90f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2018.

WILLEKENS, Marleen; BAUWHEDE, Heidi Vander; GAEREMYNCK, Ann. Voluntary audit committee formation and practices among Belgian listed companies. **International Journal of Auditing**, v. 8, n. 3, p. 207-222, 2004. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1099-1123.2004.00091.x>>. Acesso em: nov. 2018.

YATIM, Puan; ISKANDAR, Takiah Mohd; NGA, Elsie. Board attributes and foreign shareholdings in Malaysian listed firms. **Journal of Management & Governance**, v. 20, n. 1, p. 147–178, 2016. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=112926477&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 4 jan. 2019

YOUNG, Michael N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>>. Acesso em: nov. 2018.

ZAMAN GROFF, Maja; VALENTINČIČ, Aljoša. Determinants of voluntary audit committee formation in a two-tier board system of a post-transitional economy—the case of Slovenia. **Accounting in Europe**, v. 8, n. 2, p. 235-256, 2011. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17449480.2011.621674>>. Acesso em: nov. 2018.

ZEQUI, Alessandra; FREOA, Ricardo Peres; TUCCI, Pedro Vitor Rebolho J. A. Coluna do Stocche Forbes, **JOTA**, São Paulo 31 ago. 2016. Disponível em:

<<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-stocche-forbes/coluna-stocche-forbes-voto-distancia-participacao-dos-acionistas-e-governanca-corporativa-31082016>>. Acesso em: 29 set. 2018.

APÊNDICES

APÊNDICE A – RESULTADOS DOS ESTUDOS SOBRE DETERMINANTES DA CONSTITUIÇÃO VOLUNTÁRIA DO COMITÊ DE AUDITORIA

ANO/AUTORES	AMOSTRA	PRINCIPAIS VARIÁVEIS DO ESTUDO E RESULTADOS (+, - ou não relevante)
(2015) Hassan e Hijazi	Palestina: firmas não bancárias listadas na <i>Palestine Stock Exchange</i> . Observações: Período: 2010 a 2012	<ul style="list-style-type: none"> • Tamanho do conselho de administração • Número de reuniões do conselho em um ano (+) • Percentual de ações ordinárias com investidores institucionais (-) • Percentual de ações ordinárias com investidores estrangeiros (+) • Auditada por BigN (+) • Tamanho da firma • ROA
(2011) Groff e Valentinc	Eslovênia: todas as firmas eslovenas não financeiras. Período: 2006	<ul style="list-style-type: none"> • Tamanho da firma (+) • Dívida (-) • Relação do valor de mercado sobre <i>assets-in-place</i> • Tamanho do <i>supervisory board</i> • Auditada por BigN (+)
(2004) Piot	França: firmas francesas listadas que tenham divulgados relatórios financeiros consolidados, excluídas firmas obrigadas a apontar dois auditores, financeiras, seguradoras e imobiliárias. Observações: 285 Período: 1997 e 1998	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Insider ownership</i> (-) • Dívida • Dívida em <i>high-IOS</i> • <i>Investment oportunitiy set</i> • Conselho de administração de duas placas/duplo • Tamanho do conselho de administração (+) • Independência do conselho de administração • Tamanho da firma (+) • Complexidade (-) • ADR ou listagem internacional
(2004) Willekens, Bauwhede e Gaeremynck	Bélgica: firmas belgas listadas na <i>Brussels Stock Exchange</i> (<i>agora Euronext Brussels</i>). Observações: 70 firmas. Período: entre 2001 e 2002	<ul style="list-style-type: none"> • Auditada por BigN (+) • Independência do conselho de administração (+) • Tamanho do conselho de administração • <i>Insider ownership</i> • Dívida • Tamanho da firma (+)
(2002) Carson	Austrália: <i>top</i> 500 firmas listadas na Austrália em 1996, excluídas	<ul style="list-style-type: none"> • Auditada por BigN (+) • Investidores institucionais

	<p>as que saíra do <i>top 500</i> no ano seguinte.</p> <p>Observações: 361 firmas.</p> <p>Período: 1996.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Proporção de diretores externos no conselho • Chairman não-executivo • Relações intercorporativas (+) • Tamanho da firma (+) • Tamanho do conselho de administração (+) • Dívida
(2002) Thierry-Dubuisson	<p>França: firmas listadas na França, exceto bancos, instituições financeiras e seguradoras.</p> <p>Observações: 400 observações (100 firmas/ano).</p> <p>Período: 1995 a 1998.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Insider ownership</i> (-) • Investidores institucionais anglo-saxões (+) • Dívida (+) • Auditada por BigN • <i>Links</i> entre as firmas (+)
(1997) Adams	<p>Nova Zelândia: firmas do setor de seguro de vida da Nova Zelândia.</p> <p>Observações: 300 (100 firmas/ano).</p> <p>Período: 1991 a 1993.</p> <p>Adesão ao comitê de auditoria: 28%.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tamanho da firma (+) • Dívida (+) • <i>Assets-in-place</i> • Gastos totais com monitoramento (+)
(1994) Menon e Williams	<p>EUA: amostra aleatória de 200 <i>over-the-counter</i> (OTC) firms menos uma por perda de dados.</p> <p>Observações: 199</p> <p>Período: 1986/87</p> <p>Adesão ao comitê de auditoria: 155 (77,9%).</p>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Insider ownership</i> • Dívida • Tamanho da firma • Auditada por BigN (+) • Proporção de diretores externos no conselho (+) • Tamanho do conselho de administração
(1993) Collier	<p>Reino Unido: <i>top 250 of times</i> 1000.</p> <p>Observações: 142</p> <p>Período: 1990</p> <p>Adesão ao comitê de auditoria: 89 (62,7%).</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Número de acionistas • <i>Insider ownership</i> (-) • Dívida (+) • <i>Assets-in-place</i> • Tamanho da firma • Número de diretores externos no conselho (+) • Executivo dominante no conselho (CEO/<i>Chairman</i>) • Auditada por BigN
(1990) Bradbury	<p>Nova Zelândia:</p> <p>Observações: 135</p> <p>Período: 1981</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Número de ações detidas por acionistas não executivos • Dívida • <i>Assets-in-place</i>

	Adesão ao comitê de auditoria: 20 (14,8%)	<ul style="list-style-type: none"> • Representatividade de outra firma nas ações e conselho (+) • <i>Insider ownership</i> • Auditada por BigN • Tamanho da firma • Tamanho do conselho de administração (+)
(1989) Pincus, Rusbarsky e One	EUA: firmas listadas na NASDAQ. Primeiro uma amostra com 100 firmas. Depois foram excluídas as financeiras, restando 84. Observações: 100/84 Período: 1986 Adesão ao comitê de auditoria: 68 (68%)/52 (61,9%).	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Insider ownership</i> (-) • Dívida (+) • Tamanho da firma (+) • Proporção de diretores externos no conselho (+) • Auditada por BigN (+) • <i>National Market System</i> (+)

APÊNDICE B – VARIÁVEIS DE CONTROLE

CÓDIGO	DESCRIÇÃO VARIÁVEL	ESTUDOS UTILIZARAM	MEDIDA ADOTADA NO PRESENTE ESTUDO
TMF	Tamanho da firma	Pincus, Rusbarsky e One (1989); Bradbury (1990); Collier (1993); Menon e Williams (1994); Adams (1997); Thiery-Dubuisson (2002); Carson (2002); Willeken, Bauwhede e Gaeremynck (2004); Piot (2004); Furuta (2010); Groff e Valentic (2011); e Hassan e Hijazi (2015).	Logaritmo natural do ativo total da firma.
ENDIV	Endividamento (ou alavancagem financeira)	Pincus, Rusbarsky e One (1989); Bradbury (1990); Collier (1993); Menon e Williams (1994); Adams (1997); Carson (2002); Willeken, Bauwhede e Gaeremynck (2004); Piot (2004); Furuta (2010); Groff e Valentic (2011).	Proporção da soma do passivo circulante com o passivo não circulante, sobre o ativo total da firma.
INOWN	<i>Insider Ownership</i>	Pincus, Rusbarsky e One (1989); Bradbury (1990); Collier (1993); Menon e Williams (1994); Willeken, Bauwhede e Gaeremynck (2004); Piot (2004); Furuta (2010).	Percentual de ações cujos titulares são membros da administração da firma (conselho e executivos).
BIG4	<i>Big Four</i>	Pincus, Rusbarsky e One (1989); Bradbury (1990); Collier (1993); Menon e Williams (1994); Adams (1997); Thiery-Dubuisson (2002); Carson (2002); Willeken, Bauwhede e Gaeremynck (2004); Piot (2004); Groff e Valentic (2011); e Hassan e Hijazi (2015).	<i>Dummy</i> que retorna um, se a firma for auditada por uma firma <i>big four</i> , e zero em caso contrário.

ICA	Independência do conselho de administração	Pincus, Rusbarsky e One (1989); Collier (1993); Menon e Williams (1994); Thiery-Dubuisson (2002); Carson (2002); Willeken, Bauwhede e Gaeremynck (2004); Piot (2004).	Proporção de conselheiros independentes sobre o número total de conselheiros efetivos no conselho de administração.
TMCA	Tamanho do conselho de administração	Bradbury (1990); Menon e Williams (1994); Thiery-Dubuisson (2002); Carson (2002); Willeken, Bauwhede e Gaeremynck (2004); Piot (2004); Furuta (2010); Hassan e Hijazi (2015).	Número total de conselheiros efetivos.
AIP	<i>Assets-in-place</i>	Bradbury (1990); Collier (1993); Adams (1997); Furuta (2010); Groff e Valentic (2011).	Proporção de ativo imobilizado sobre o ativo total da firma.
SCC	Sobreposição CEO/ <i>Chairman</i>	Collier (1993); Carson (2002).	<i>Dummy</i> que retorna um, se a o CEO e o <i>chairman</i> são a mesma pessoa, e zero caso contrário.
SEGB3	Segmento especial de governança da B3	Furuta (2010).	<i>Dummy</i> que retorna um, se a firma participa de algum dos níveis especiais de governança da B3, e zero caso contrário.
CPAC1	Concentração de propriedade no acionista número um	Méndez e Garcia (2007)	Percentual de ações ordinárias do maior acionista da firma.

APÊNDICE C – TESTES ADICIONAIS

Variáveis	REG 01*		REG 02**	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
PAE	3,274605	0,0186	2,708971	0,0460
PAE^0.5	-2,610493	0,0075	-2,076873	0,0287
TMF	0,462240	0,0000	0,515614	0,0000
ENDIV	-0,846078	0,0185	-0,687653	0,0453
INOWN	-1,969249	0,0400	-2,700350	0,0042
BIG4	0,668370	0,0110	0,753919	0,0036
AIP			-0,666635	0,0333
SEGB3			0,704956	0,0000
ICA	2,182466	0,0000		
TMCA	0,091866	0,0151		
SCC	-1,032170	0,0033		
CPAC1	-1,103611	0,0012	-1,364798	0,0000
C	-7,800854	0,0000	-7,813350	0,0000
McFadden R-squared	0,198477		0,176274	
S.D. dependent var	0,485483		0,485483	
Akaike info criterion	1,086719		1,114133	
Schwarz criterion	1,142028		1,164414	

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification						
	0	1	Total	0	1	Total
% Correct	79,40	59,78	71,96	80,90	52,99	70,31
% Incorrect	20,60	40,22	28,04	19,10	47,01	29,69

*REG 01: com variáveis de governança (ICA, TMCA e SCC) e sem variável do segmento especial de listagem de governança corporativa (SEGB3).

**REG 02: sem as variáveis de governança (ICA, TMCA e SCC) e com a variável do segmento especial de listagem de governança corporativa (SEGB3).

APÊNDICE D – TESTES ALTERNATIVOS

Variáveis	Alternativa 01*		Alternativa 02**	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
PAE	3,227725	0,0215	2,544261	0,0627
PAE^0.5	-2,685426	0,0063	-2,168800	0,0236
TMF	0,465661	0,0000	0,467691	0,0000
ENDIV	-0,875948	0,0158	-0,712542	0,0409
INOWN	-2,035767	0,0364	-2,556034	0,0076
BIG4	0,640169	0,0169	0,775576	0,0031
GNMB3	0,533989	0,0027	0,804988	0,0000
ICA	1,765774	0,0000		
TMCA	0,097528	0,0101	0,105946	0,0039
SCC	-1,019483	0,0038		
CPAC1	-0,824462	0,0202	-1,080566	0,0017
C	-8,111796	0,0000	-8,061489	0,0000
McFadden R-squared	0,205452		0,182965	
S.D. dependent var	0,485483		0,485483	
Akaike info criterion	1,079521		1,105250	
Schwarz criterion	1,139859		1,155531	

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification						
	0	1	Total	0	1	Total
% Correct	79,40	60,60	72,27	79,73	54,35	70,10
% Incorrect	20,60	39,40	27,73	20,27	45,65	29,90

***Alternativa 01:** com todas as variáveis e somente substituindo SEGB3 por GNMB3, isto é, utilizando apenas o nível Novo Mercado como controle para os segmentos especiais de listagem;

****Alternativa 02:** segue o mesmo princípio da "Alternativa 01" em substituir SEGB3 por GNMB3, mas neste caso excluindo também as variáveis de governança ICA e SCC pela vinculação teórica com Novo Mercado.