

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)**

**PAULO ROBERTO MATOS DE CARVALHO**

**RELAÇÃO ENTRE A REMUNERAÇÃO DOS AUDITORES E A ESTRUTURA DE  
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS AUDITADAS**

**BRASÍLIA**

**2015**

**Paulo Roberto Matos de Carvalho**

**Relação entre a Remuneração dos Auditores e a Estrutura de Governança Corporativa  
das Companhias Auditadas**

Artigo apresentado ao curso de graduação em Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília (UnB) como requisito para obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis e Atuariais.

Orientador: Professor Doutor José Alves Dantas

BRASÍLIA

2015

PAULO ROBERTO MATOS DE CARVALHO

Relação entre a Remuneração dos Auditores e a Estrutura de Governança Corporativa das  
Companhias Auditadas

Artigo apresentado ao curso de graduação em  
Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade  
de Brasília (UnB) como requisito para obtenção  
do título de bacharel em Ciências Contábeis e  
Atuariais.

Brasília, 24 de junho de 2015.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Doutor José Alves Dantas  
Universidade de Brasília (UnB)

---

Prof. Doutor Carlos André de Melo Alves  
Universidade de Brasília (UnB)

Dedico este trabalho à Deus, à Alzira e Roberto, meus pais, também à todos os professores que colaboraram com meu desenvolvimento acadêmico.

## RESUMO

O presente estudo teve por objetivo identificar se há relação entre a estrutura de governança corporativa das empresas e a remuneração da auditoria independente no âmbito do mercado de capitais brasileiro, bem como se essa relação é caracterizada pelo predomínio do efeito risco – maiores níveis de governança representam menores riscos aos trabalhos de auditoria, com isso, esses trabalhos tornam-se mais baratos – ou do efeito demanda – quanto maior o nível de governança, mais complexos e caros tornam-se os trabalhos de auditoria demandados. Para a realização dos testes empíricos, foram considerados os dados de 339 companhias de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa, referentes ao período de 2009 a 2013. Foram estimados modelos de regressão em dados em painel, tendo a remuneração dos auditores como variável dependente e a participação num dos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa, ou, especificamente, no Novo Mercado, como variáveis independentes de interesse, além da incorporação de variáveis de controle, para aumentar a robustez dos achados. Com base nos resultados apurados, foi confirmada a hipótese de que no âmbito do mercado de capitais brasileiro há relação positiva entre melhores práticas de governança da empresa auditada e a remuneração dos auditores, o que referenda a prevalência do efeito demanda. Ou seja, as empresas com melhores práticas de governança corporativa demandam por serviços de auditoria mais caros. Os resultados mostraram ainda que: (i) o tamanho do cliente, o fato de a firma de auditoria ser uma *big four* apresentam relação positiva com o preço cobrado pelos auditores; (ii) o índice de liquidez corrente e a troca de firma de auditoria apresentaram relação negativa com a remuneração cobrada pelos auditores; e (iii) o retorno sobre o patrimônio líquido e o grau de alavancagem não apresentaram relação estatisticamente relevante com a remuneração da auditoria.

**Palavras-Chave:** Remuneração; Governança Corporativa; Auditoria; Independência.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>07</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>10</b>
2.1.Papel do Auditor.....	10
2.2.Remuneração dos Auditores.....	11
2.3.Segmentos de Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro.....	12
2.4.Relação entre a Remuneração da Auditoria Independente e a Estrutura de Governança Corporativa.....	14
2.5.Estudos sobre a Relação entre a Governança Corporativa e a Remuneração dos Auditores.....	15
<b>3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>16</b>
3.1.Hipóteses de Pesquisa.....	16
3.2.Definição dos Modelos.....	17
3.3.Amostra.....	18
3.4.Técnicas de Tratamento e Análise dos Dados.....	19
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>20</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>24</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>26</b>
<b>APÊNDICE.....</b>	<b>29</b>

## 1 – INTRODUÇÃO

Os escândalos corporativos ocorridos no início deste século, que envolveram fraudes, assimetria de informações e manipulações contábeis em empresas – como a Enron, a WorldCom, a Tyco, e também, exemplos brasileiros como Sadia e Panamericano, entre outros – levaram a um aumento nas discussões a respeito da credibilidade e confiabilidade das informações contábeis (DANTAS, 2012). Nessas discussões, atenção especial foi dedicada às práticas de governança corporativa e à atuação da auditoria independente.

A transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa são princípios de governança corporativa, conforme cita o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009). Ou seja, as boas práticas de governança corporativa, principalmente as ligadas à transparência, são fundamentais para reduzir a assimetria de informações entre controladores e investidores, reduzindo os conflitos de agência, descritos por Jensen e Meckling (1976).

Por esse entendimento, Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013) ressaltam que a auditoria independente é um mecanismo utilizado para aumentar a transparência na relação entre os gestores e os investidores. Os auditores independentes são agentes fundamentais para o funcionamento do mercado de capitais, tendo a atribuição de emitir opinião sobre a fidedignidade das demonstrações financeiras produzidas pelas empresas que têm suas ações negociadas em bolsas de valores, contribuindo assim, para um ambiente de negócios caracterizado pela confiança e credibilidade (OJO, 2008; ZAGONOV, 2011).

O desempenho dessa responsabilidade depende, essencialmente, da efetiva independência do auditor, que corresponde à sua capacidade de formar opinião sem ser afetado por influências que poderiam comprometer essa opinião. Em síntese, a independência tem relação com a capacidade do auditor de atuar com integridade, ser objetivo e manter postura de ceticismo profissional. A discussão sobre a independência desses profissionais é particularmente relevante se for considerado o fato de que a empresa que divulga suas informações financeiras é quem contrata e remunera o auditor que certifica tais informações.

De acordo com Múrcia e Borba (2007), esse conflito de interesse existente no relacionamento entre auditor e a empresa auditada – quem o contrata e o remunera – pode influenciar, em alguns casos, o conteúdo do relatório da auditoria.

A auditoria independente é um dos pilares da governança corporativa (IBGC, 2009), e é afetada pelos outros mecanismos de governança como, por exemplo, o Conselho de Administração. O Conselho de Administração pode afetar não só o escopo e os custos do

serviço, como também a independência da auditoria (Bortolon, Sarlo Neto e Santos, 2013). Portanto, é importante compreender as relações existentes entre o nível de governança corporativa, a independência e a remuneração da auditoria.

No entanto, estudos a respeito dessas relações entre o nível governança, custos e qualidade dos trabalhos dos auditores no âmbito do mercado brasileiro sofreu restrições históricas, pelo fato de as informações sobre a remuneração dos serviços de auditoria não serem públicas. Apenas a partir da edição da Instrução nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) as companhias de capital aberto tiveram que divulgar o montante de remuneração dos auditores, discriminando os honorários relativos a serviços de auditoria e aos outros serviços prestados, no denominado Formulário de Referência.

Desde então, surgiram alguns estudos como de Hallak e Silva (2012) e Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013). Ambos utilizaram informações do Formulário de Referência para avaliar a remuneração dos auditores, mas apenas relativamente à data-base de 2009, o que pode representar uma limitação implícita às evidências empíricas apuradas.

Referente à relação entre mecanismos de governança corporativa e remuneração dos auditores não há consenso. De acordo com Griffin, Lont e Sun (2008, *apud* Bortolon, Sarlo Neto e Santos, 2013), essa relação pode ser afetada por duas forças com efeitos contrários, o efeito demanda e o efeito risco. O efeito demanda implica numa relação positiva, considerando que quanto maior a estrutura de governança, maior também a complexidade dos trabalhos de auditoria demandados. Já o efeito risco assume uma relação negativa, considerando que maiores níveis de governança resultam em melhores controles internos e, conseqüentemente, envolvem menos riscos de auditoria.

Considerando esse contexto, o presente estudo tem como objetivo identificar se há relação entre a estrutura de governança corporativa e a remuneração da auditoria independente no âmbito do mercado de capitais brasileiro, bem como se essa relação é caracterizada pelo predomínio do efeito risco ou do efeito demanda.

Para alcançar o objetivo proposto foram analisados os dados de 339 companhias de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa, considerando o período de 2009 a 2013, o que torna a base de dados mais robusta do que a utilizada em alguns estudos anteriores.

Além dessa parte introdutória, que contextualiza o tema e define os seus propósitos, o presente estudo contempla: uma revisão de literatura, incluindo o papel do auditor, remuneração dos auditores, relação entre a remuneração da auditoria independente e a estrutura de governança corporativa e segmentos de governança corporativa no mercado de

capitais brasileiro (Seção 2); a definição dos procedimentos metodológicos adotados (Seção 3); a análise dos resultados empíricos obtidos (Seção 4); e as conclusões do estudo, cotejando as evidências empíricas com as previsões conceituais (Seção 5).

## 2 – REFERÊNCIAL TEÓRICO

### 2.1 - Papel do Auditor

Na relação entre os gestores e investidores é comum que haja uma certa assimetria de informações, devido aos conflitos de interesses presentes nessa relação, também conhecidos como conflitos de agência, descritos por Jensen e Meckling (1976). Essa assimetria informacional é prejudicial ao investidor na tomada de decisão, ou seja, ele demanda por informação de qualidade para tomada de decisão.

Manita (2009) afirma que a auditoria independente é um mecanismo de monitoramento que ajuda a reduzir a assimetria de informação e proteger os interesses dos acionistas e potenciais investidores, ao assegurar que as demonstrações estão livres de distorções materiais, contribuindo para a redução dos custos de agência. Newman, Patterson e Smith (2005), destacam que os auditores assumem papel relevante como instrumento de proteção dos investidores contra ações empreendidas pelos administradores da empresa.

De acordo com Woods, Humphrey, Dowd, e Liu (2009), o papel do auditor é atestar que as demonstrações financeiras divulgadas representam uma visão verdadeira e justa (*true and fair view*) da posição financeira e da performance da entidade. Para Ojo (2008), o objetivo primário é prover uma asseguração independente para os investidores de que as demonstrações financeiras foram adequadamente preparadas.

Conforme Basel Committee on Banking Supervision (BCBS, 2008), auditorias independentes de alto nível são essenciais para a apropriada adoção das normas contábeis, ajudando a assegurar que as demonstrações financeiras são confiáveis, transparentes e úteis para o mercado. Dantas (2012) ressalta que uma auditoria de qualidade é vista como um instrumento essencial para o funcionamento dos mercados financeiro e de capitais, contribuindo para a confiança e a credibilidade deste ambiente. Isso aumenta a confiança do mercado e melhora a qualidade da informação utilizada pelos investidores.

O papel desempenhado pela auditoria independente – de assegurar a confiabilidade e transparência da informação contábil – justifica sua inclusão entre os instrumentos de governança corporativa (SLOAN, 2001). Segundo Moraes e Martinez (2014), a independência do auditor faz com que o serviço de auditoria externa funcione como um mecanismo de governança corporativa.

Por esse entendimento, Ricchiute (2002), afirma que valor econômico de uma auditoria é a mitigação do risco de distorção material das demonstrações financeiras, contribuindo para a redução do custo de capital.

Para Zagonov (2011), ao mesmo tempo em que a literatura apresenta o papel dos auditores em assegurar a confiabilidade das demonstrações financeiras, contribuindo para a resolução do conflito principal-agente, também aumentam as preocupações sobre sua independência e objetividade, tendo em vista a relação entre a administração e o auditor.

Para desempenhar suas funções o auditor necessita da efetiva independência, que corresponde à sua capacidade de formar opinião sem ser afetado por influências que poderiam comprometer essa opinião. Ou seja, a independência tem relação com a capacidade do Auditor de atuar com integridade, ser objetivo e manter postura de ceticismo profissional.

A falta de independência dos auditores externos, segundo Moore, Tetlock, Tanlu e Bazerman (2006), foi um dos principais fatores causadores da série de escândalos financeiros ocorridos no início deste século.

Por esse preceito, não basta que o auditor tenha a capacidade de detectar as distorções das demonstrações financeiras, mas é necessário que ele tenha a vontade de reportá-las de forma apropriada, ou seja, com efetiva independência, conforme ressalta DeAngelo (1981).

Além disso, a falta de independência pode acabar prejudicando a credibilidade do auditor externo, ou seja, ameaçando sua reputação. Quando uma firma de auditoria perde a credibilidade, ela está arruinada. Foi o que ocorreu com a Arthur Andersen, que entrou em declínio após se envolver em fraudes com a Enron. A firma não resistiu, com esse escândalo perdeu toda a credibilidade. Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013) afirmam que manter uma reputação de maior qualidade e especialização gera custos para a empresa de auditoria, mas também pode significar preços maiores.

## **2.2 - Remuneração dos Auditores**

O fato de a empresa que divulga suas informações ser quem contrata e remunera o auditor responsável por certificar suas demonstrações, levanta várias discussões a respeito da independência deste profissional. Nesse contexto, Nelson, Elliot e Tarpley (2002) tratam do relacionamento auditor-cliente destacando a competição no mercado, e ressaltam que os interesses do auditor em manter e ampliar os negócios e o relacionamento com os clientes podem comprometer a objetividade e a independência profissional.

Tendo isso em vista, Larcker e Richardson (2004) afirmam que quando existe dependência financeira do auditor em relação a um cliente, ou seja, quando grande parte do faturamento do auditor depende somente de uma fonte pagadora, esse pode apresentar uma tendência a preservar seu futuro econômico.

A mesma percepção é destacada por DeAngelo (1981), ao afirmar que a dependência econômica entre os auditores e seus clientes pode aumentar quando um desses clientes responde por uma parcela relevante da renda do auditor, podendo influir na independência e no ceticismo profissional desse último. O autor ainda ressalta que o tamanho das firmas pode influenciar na dependência (ou não) de um determinado cliente, impactando assim, na qualidade da auditoria.

Essa preocupação também é destacada por Coffee Jr (2004), ao destacar que em determinadas situações e sob certas condições, as firmas de auditoria podem desenvolver e seguir uma estratégia competitiva sob a qual elas concordem com o cliente, assumindo o custo de eventual perda judicial e o risco de alguma humilhação pública.

Dentre os fatores relevantes para a determinação do preço dos trabalhos de auditoria, destacam-se considerando a análise do risco, a complexidade dos auditados, o tamanho da empresa, o nível de alavancagem, a prática de governança e qualidade do auditor, conforme Gotti, Han, Higgs e Kang (2011).

Por esse entendimento, quanto mais complexa e trabalhosa a auditoria, existe uma tendência a ser maior, também, a remuneração do auditor, conforme Moutinho, Cerqueira e Brandão (2012). Como exemplo, Munhoz, Murro, Teixeira e Lourenço (2014) destacam que após a adoção obrigatória das IFRS, a complexidade dos serviços de auditoria aumentou e, conseqüentemente, encareceu o valor dos honorários cobrados aos clientes.

Para Hallak e Silva (2012), é esperado que os honorários cobrados pelas firmas de auditoria também tenham relação com: (i) o tamanho da empresa auditada, ou seja, firmas de auditoria cobram honorários maiores de empresas grandes em virtude de o serviço ser mais complexo e exigir mais horas em sua execução quando comparado com empresas pequenas; (ii) o grau de alavancagem, pois as empresas alavancadas precisam de um monitoramento mais cuidadoso para se protegerem de riscos financeiros e de mercado, além de possuírem maior risco; (iii) o tamanho da firma de auditoria, pois existe um prêmio no preço cobrado pelas maiores firmas de auditoria, as chamadas *big four*.

### **2.3 - Segmentos de Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro**

Segundo Moraes e Martinez (2014), a governança corporativa tem como principais objetivos aumentar o valor e melhorar o desempenho da empresa, facilitar seu acesso ao custo de capital reduzido e contribuir para a sua continuidade.

No contexto do mercado de capitais brasileiro, foram criados os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível

2 e Nível 1 – para atender aos diferentes perfis de empresas e desenvolver o mercado (BM&FBovespa).

A listagem nesses segmentos de governança é voluntária. Para ser listada num desses níveis de listagem, a empresa deve seguir as rígidas regras de governança corporativa, estabelecidas de acordo com o segmento. Essas regras visam promover a divulgação de informações mais completas e transparentes, bem como assegurar direitos e garantias aos acionistas, reduzindo assim os riscos envolvidos. Com isso, as empresas listadas nesses segmentos de governança atraem mais investidores (BM&FBovespa).

Dentre esses segmentos de governança corporativa, o Novo Mercado apresenta os requisitos mais rígidos de adesão. Logo, as empresas listadas nesse segmento possuem o mais elevado padrão de governança corporativa do mercado de capitais brasileiro (BM&FBovespa).

As companhias listadas no Novo Mercado devem seguir os seguintes critérios: (i) o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; (ii) no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%); (iii) em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato com a BM&FBovespa, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico; (iv) o Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos; (v) a companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*); (vi) divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; (vii) a empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito; (viii) necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores (BM&FBovespa).

Os segmentos de listagem Nível 2 e Nível 1 são similares ao Novo Mercado, porém apresentam algumas exceções. Já os segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 são voltados para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, tendo como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais (BM&FBovespa).

## 2.4 - Relação entre a Remuneração da Auditoria Independente e a Estrutura de Governança Corporativa

Conforme Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013), melhores práticas de governança corporativa podem afetar positivamente os custos de auditoria, na medida em que demandarão análises mais complexas e extensas, mas também podem afetar negativamente se representarem uma redução no risco da auditoria externa, diminuindo os custos do serviço. Segundo Griffin, Lont e Sun (2008, *apud* Bortolon, Sarlo Neto e Santos, 2013), essa relação pode ser afetada por duas forças com efeitos contrários, o efeito demanda e o efeito risco.

O efeito demanda implica numa relação positiva, considerando que quanto maior a estrutura de governança, maior também a complexidade dos trabalhos de auditoria demandados. Abbott e Parker (2000) afirmam que empresas com melhor estrutura de governança contratam serviços de auditoria de maior qualidade. Zaman, Hudaib, e Haniffa (2011, *apud* Hallak e Silva, 2012), ressaltam que os comitês de auditoria mais fortes geram maiores gastos com auditoria.

Já o efeito risco assume uma relação negativa, considerando que maiores níveis de governança resultam em melhores controles internos e, conseqüentemente, envolvem menos riscos de auditoria. De acordo com Bedard e Jhonstone (2004), os auditores reforçam os esforços e aumentam o preço cobrado pelos seus serviços quando identificam evidências de risco de manipulação das informações contábeis, buscando mitigar o risco de litigância e de perda reputacional.

Ao analisarem as empresas americanas no período de 2000 a 2006, Griffin, Lont e Sun (2008, *apud* Bortolon, Sarlo Neto e Santos, 2013) observaram relações conflitantes entre custos de auditoria e governança. Quando avaliaram variáveis de governança, eles encontram uma relação positiva entre governança e custos de auditoria, coerente com o efeito demanda. No entanto, ao interagirem as variáveis de governança com *proxies* para o risco da auditoria, os autores puderam observar uma relação negativa com os custos de auditoria, coerente com o efeito risco.

Dentre os estudos realizados, não há consenso a respeito da relação entre mecanismos de governança corporativa e remuneração dos auditores. Hay, Knechel e Wong (2006), destacam que as variáveis ligadas a remuneração de auditoria se relacionam de acordo com as características do país e período da análise. Exatamente por essa dualidade, o presente estudo tem como objetivo identificar se há relação entre o nível de governança corporativa e a remuneração da auditoria externa no contexto do mercado de capitais brasileiro, bem como se essa relação é caracterizada pelo predomínio do efeito risco ou do efeito demanda.

## **2.5 – Estudos sobre a Relação entre a Governança Corporativa e a Remuneração dos Auditores**

A partir da edição da Instrução nº 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as companhias brasileiras de capital aberto tiveram que divulgar o montante de remuneração dos auditores, discriminando os honorários relativos a serviços de auditoria e aos outros serviços prestados, no denominado Formulário de Referência<sup>1</sup>. Desde então, se tornou viável a realização de estudos a respeito da remuneração dos auditores no contexto brasileiro. Dentre esses estudos, podem ser citados Hallak e Silva (2012) e Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013).

Hallak e Silva (2012) realizaram um estudo com o objetivo de identificar fatores que influenciaram na determinação de gastos com auditoria e consultoria por parte das empresas brasileiras com capital aberto. Para alcançar o esse objetivo, analisaram uma amostra de 219 empresas de capital aberto do mercado brasileiro, utilizando dados de 2009. Com isso, concluíram que existe uma relação positiva entre qualidade das práticas de governança e gastos de auditoria. Ou seja, esses resultados sugerem que, no contexto do mercado brasileiro, o efeito demanda é predominante nessa relação.

Já no estudo de Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013), o objetivo proposto foi analisar a relação entre governança corporativa, custos de auditoria e serviços de consultoria. A amostra utilizada abrangeu um total de 131 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa e foram observados dados de 2009. Os resultados encontrados (estatisticamente irrelevantes) apontam para uma relação negativa entre governança e custos de auditoria, sugerindo que, no mercado brasileiro, predomina o efeito risco. Ou seja, melhores práticas de governança reduzem os riscos da auditoria independente permitindo a cobrança de valores menores.

Tendo em vista essa divergência de resultados, a presente pesquisa busca aprofundar essa análise e concluir a respeito de qual é o efeito predominante no Brasil. Conforme será mostrado na sequência deste estudo.

---

<sup>1</sup> O Formulário de Referência é um documento digital utilizado para comunicação e prestação de contas da companhia a todos os públicos alvos, nele estão reunidas informações estratégicas para compreensão e avaliação da companhia e das ações por ela emitidas, tais como, atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, remuneração dos auditores independentes, políticas e práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração de sua administração.

### 3 – PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo utiliza uma abordagem empírico-analítica, definida por Martins (2000) como as que apresentam, em comum, a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, privilegiando estudos práticos e tendo forte preocupação com a relação causal entre as variáveis.

#### 3.1 – Hipóteses de Pesquisa

Tendo em vista o propósito de identificar a relação existente entre a estrutura de governança corporativa das empresas auditadas e a remuneração da auditoria independente no âmbito do mercado de capitais brasileiro e os fundamentos teóricos discutidos na Seção 2, são desenvolvidas as hipóteses de pesquisa para direcionamento dos testes empíricos.

A primeira hipótese se fundamenta nos preceitos discutidos na Seção 2.3, de que empresas com maiores níveis de governança corporativa tendem a contratar serviços de auditoria de maior qualidade, ou seja, serviços mais complexos e caros. Nessa linha de entendimento, Moutinho et al. (2012) afirmam que quanto mais complexos e trabalhosos os serviços da auditoria, existe uma tendência a ser maior também a remuneração cobrada pelo auditor. Ou seja, empresas com maiores níveis de governança corporativa, que se sujeitam a oferecer maior transparência, demandam por serviços de auditoria mais completos e abrangentes e, portanto, mais caros. Assim sendo, é revelada a existência do efeito demanda na relação entre nível de governança corporativa da empresa auditada e a remuneração da auditoria. Com base nesses preceitos é formulada a seguinte hipótese de pesquisa, a ser testada empiricamente:

***H<sub>1</sub>:** No âmbito do mercado de capitais brasileiro, há relação positiva entre melhores práticas de governança do cliente e a remuneração dos auditores.*

Por outro lado, os pressupostos teóricos discutidos na Seção 2.3 também destacam que quando é detectado um risco elevado de haver manipulação contábil, os auditores independentes tendem a aumentar o preço cobrado pelos seus serviços, buscando compensar o risco de litigância e de perda de reputação. Ou seja, quanto maiores os riscos envolvidos na auditoria, maior também a remuneração cobrada pelo auditor. Tendo em vista que uma boa governança corporativa envolve melhores controles internos e, conseqüentemente, menores riscos à auditoria, a remuneração cobrada pelos auditores tende a ser menor. Assim é caracterizada a existência do efeito risco na relação entre nível de governança corporativa da

empresa auditada e a remuneração da auditoria. Dessa forma, é formulada a seguinte hipótese a ser testada empiricamente:

**H<sub>2</sub>:** *No âmbito do mercado de capitais brasileiro, há relação negativa entre melhores práticas de governança do cliente e a remuneração dos auditores.*

Importante citar que essa dualidade apresentada nas hipóteses pesquisa formuladas, com base nos fundamentos teóricos apresentados na Seção 2, é a motivação para a investigação de qual efeito predomina no Brasil – se o efeito risco ou o efeito demanda.

### 3.2 – Definição dos Modelos

Para a realização dos testes empíricos – em particular quanto às hipóteses de pesquisa – é desenvolvido o modelo (3.1):

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_{i,t} + \beta_2 Tam_{i,t} + \beta_3 B4_{i,t} + \beta_4 TC_{i,t} + \beta_5 RSPL_{i,t} + \beta_6 ILC_{i,t} + \beta_7 Alav_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Onde:

**REM<sub>i,t</sub>** é a remuneração dos auditores, cobrada do cliente i, no momento t, medida pelo logaritmo natural da remuneração dos auditores;

**GC<sub>i,t</sub>** caracteriza o nível de governança do cliente i, no período t - variável *dummy*, assumindo 1 para os casos de listagem num dos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa e 0 para os demais;

**Tam<sub>i,t</sub>** é o tamanho do cliente i, no momento t, medido pelo logaritmo natural dos ativos totais;

**B4<sub>i,t</sub>** indica se o cliente i, no período t, foi auditado por uma das maiores firmas de auditoria, as chamadas big four - variável *dummy*, assumindo 1 para as firmas big four e 0 para as demais;

**TC<sub>i,t</sub>** representa o relacionamento auditor/cliente, indicando se no período t houve ou não a troca de auditores - variável *dummy*, assumindo 1 para os períodos em que houve troca de auditores e 0 para os demais;

**RSPL<sub>i,t</sub>** é a medida de retorno sobre o patrimônio líquido do cliente i, no período t, apurada pela relação entre o lucro líquido e patrimônio líquido;

**ILC<sub>i,t</sub>** é a medida de índice de liquidez corrente do cliente i, no período t, apurada pela relação entre ativos circulantes e passivos circulantes;

**Alav<sub>i,t</sub>** é a medida de alavancagem do cliente i, no período t, apurada pela relação entre o passivo total e o ativo total;

Para o teste das hipóteses de pesquisa, a variável independente de interesse é a **GC**. Em caso de se apurar relação positiva e estatisticamente relevante com a variável dependente, é confirmada a hipótese **H<sub>1</sub>**. Por outro lado, a hipótese **H<sub>2</sub>** é corroborada se a relação é estatisticamente relevante e o sinal é negativo.

As variáveis independentes **Tam**, **B4**, **TC**, **RSPL**, **ILC** e **Alav**, por sua vez, são variáveis de controle, incorporadas no modelo com o propósito de capturar os efeitos da

dimensão dos efeitos do tamanho da empresa auditada, do fato de a firma de auditoria ser uma big four, do tempo de relacionamento entre auditor e cliente e dos indicadores de rentabilidade, de liquidez e de alavancagem no valor da remuneração dos auditores. Essas variáveis de controle funcionam como elementos de robustez dos achados em relação à variável de interesse – *GC*.

Com base nos fundamentos teóricos discutidos na Seção 2, é esperado que a remuneração dos auditores apresente uma relação positiva com: a variável *Tam*, pois quanto maior a empresa cliente, o serviço de auditoria tende a ser mais complexo e, conseqüentemente, mais caro; a variável *B4*, pois as maiores firmas de auditoria cobram um prêmio pela sua reputação; a variável *TC*, pois no primeiro ano da contratação o auditor tende a apresentar maior esforço para conhecer como funciona o negócio da empresa cliente, isso pode tornar o serviço mais complexo e caro; a variável *Alav*, pois quanto mais alavancada a empresa, maior os riscos envolvidos e, portanto, para compensar esses riscos auditor cobra uma remuneração maior. Por outro lado, é esperada uma relação negativa com: a variável *RSPL*, pois quanto menor o retorno do acionista, maior a motivação da empresa em manipular o resultado, portanto, com um maior risco de manipulação contábil os auditores tendem a cobrar mais caro; a variável *ILC*, pois quanto menos liquidez a empresa possuir, maior o risco envolvido e maior a motivação da empresa em manipular as informações contábeis, portanto, os auditores tendem a aumentar a remuneração cobrada.

Para aprofundar a análise, foi replicado o modelo (3.1) substituindo-se a variável de independente de interesse *GC* por *NM*, dando origem ao modelo (3.2):

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NM_{i,t} + \beta_2 Tam_{i,t} + \beta_3 B4_{i,t} + \beta_4 TC_{i,t} + \beta_5 RSPL_{i,t} + \beta_6 ILC_{i,t} + \beta_7 Alav_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Onde:

*NM<sub>i,t</sub>* caracteriza o nível de governança do cliente *i*, no período *t* - variável *dummy*, assumindo 1 para os casos de listagem no Novo Mercado da BM&FBovespa e 0 para os demais;

Esse modelo permite que a análise se concentre nas empresas com maiores níveis de governança corporativa, ou seja, as empresas listadas no Novo Mercado.

### 3.3 – Amostra

Para a realização dos testes empíricos foram selecionadas, inicialmente, as 392 companhias não financeiras listadas na BM&FBovespa. Dentre essas, 53 foram desconsideradas da amostra, pois não apresentaram informações suficientes para a análise.

Assim, a amostra de pesquisa abrangeu 339 companhias não financeiras listadas na BM&FBovespa. Conforme Apêndice I, que especifica relação completa de companhias da amostra.

Os dados observados foram extraídos das Demonstrações Financeiras e dos Formulários de Referência dessas empresas, disponíveis no sítio da CVM na internet, considerando o período de 2009 a 2013. Tendo em vista a quantidade de empresas e de períodos analisados, a base de dados pode ser considerada mais robusta que as utilizadas em estudos anteriores no contexto do mercado financeiro brasileiro.

### **3.4 – Técnicas de Tratamento e Análise dos Dados**

Consideradas as variáveis, foi estimada a regressão com dados em painel, o que, segundo Marques (2000, p.1) gera um maior poder de informação e maior eficiência estatística na estimação. E ainda, permitem identificar e medir efeitos que não são detectáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais. É importante ressaltar que algumas pesquisas anteriores realizadas no contexto brasileiro utilizaram apenas dados *seccionais*, devido à falta de informações disponíveis.

Para a análise dos dados foram utilizados os seguintes modelos de dados em painel: o *pooled regression* e o modelo de *efeitos fixos*. Conforme Marques (2000, p.1) o modelo *pooled* não considera a existência de heterogeneidade nos dados, o que pode gerar enviesamentos, enquanto o modelo de efeitos fixos considera as heterogeneidades existentes, onde são levados em consideração os efeitos temporais, ou seja, a heterogeneidade relativa aos períodos. Isso aumenta a robustez dos resultados estatísticos obtidos e, conseqüentemente, a credibilidade dos achados empíricos da pesquisa.

#### 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Levando em conta que o objetivo de pesquisa consiste em identificar qual a relação existente entre a estrutura de governança corporativa das empresas auditadas e a remuneração da auditoria independente no âmbito do mercado de capitais brasileiro, foram levantadas as variáveis necessárias para a estimação dos modelos (3.1) e (3.2), utilizando-se a amostra descrita na Seção 3.3.

A Tabela 1 mostra a estatística de descritiva da amostra, permitindo visualizar as principais características dos dados analisados.

**Tabela 1:** Estatística descritiva da amostra.

	REM	TAM	B4	TC	GC	NM	ILC	ALAV
<b>Média</b>	12,6499	20,6868	0,6383	0,2078	0,5192	0,3274	1,8100	0,8870
<b>Mediana</b>	12,6468	21,0159	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000	1,3364	0,5928
<b>Máximo</b>	20,7644	27,3473	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	26,3381	70,3706
<b>Mínimo</b>	7,9816	6,4552	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0004	-36,5921
<b>Desvio Padrão</b>	1,5301	2,5797	0,4806	0,4059	0,4998	0,4694	2,1952	3,7350

A Tabela 2 apresenta os resultados obtidos com a estimação da regressão, considerando os modelos (3.1) e (3.2), aplicados os modelos de análise *pooled* e *efeitos fixos nos períodos*.

**Tabela 2:** Resultados de regressão *pooled* e com *efeitos fixos período* para identificação da relação entre nível de governança corporativa e remuneração da auditoria.

**Modelos testados:**

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GC_{i,t} + \beta_2 Tam_{i,t} + \beta_3 B4_{i,t} + \beta_4 TC_{i,t} + \beta_5 RSPL_{i,t} + \beta_6 ILC_{i,t} + \beta_7 Alav_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NM_{i,t} + \beta_2 Tam_{i,t} + \beta_3 B4_{i,t} + \beta_4 TC_{i,t} + \beta_5 RSPL_{i,t} + \beta_6 ILC_{i,t} + \beta_7 Alav_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

	Modelo (3.1)		Modelo (3.2)	
	Pooled	EF Período	Pooled	EF Período
<i>C</i>	7,0610 (0,0000) ***	7,0878 (0,0000) ***	6,9863 (0,0000) ***	7,0197 (0,0000) ***
<i>Tam</i>	0,2238 (0,0000) ***	0,2222 (0,0000) ***	0,2313 (0,0000) ***	0,2293 (0,0000) ***
<i>B4</i>	1,0506 (0,0000) ***	1,0609 (0,0000) ***	1,0872 (0,0000) ***	1,0968 (0,0000) ***
<i>TC</i>	-0,2457 (0,0131) **	-0,2304 (0,0394) **	-0,2674 (0,0070) ***	-0,2565 (0,0232) **
<i>GC</i>	0,6284 (0,0000) ***	0,6255 (0,0000) ***	-	-
<i>NM</i>	-	-	0,6047 (0,0000) ***	0,6026 (0,0000) ***
<i>RSPL</i>	-0,0074 (0,7910)	-0,0058 (0,8371)	-0,0141 (0,6269)	-0,0130 (0,6609)
<i>ILC</i>	-0,0481 (0,0000) ***	-0,0489 (0,0000) ***	-0,0369 (0,0002) ***	-0,0379 (0,0001) ***
<i>Alav</i>	-0,0130 (0,2149)	-0,0131 (0,2059)	-0,0148 (0,1713)	-0,0150 (0,1623)
<b>N° de Entidades</b>	332	332	332	332
<b>N° de Observações</b>	1.305	1.305	1.305	1.305
<b>Período</b>	2009/2013	2009/2013	2009/2013	2009/2013
<b>R<sup>2</sup></b>	0,4451	0,4464	0,4413	0,4426
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	0,4421	0,4416	0,4383	0,4379
<b>Estatística F</b>	148,6437	94,7678	146,3798	93,3515
<b>F (p-valor)</b>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Onde: *REM* é a remuneração dos auditores; *GC* é uma variável *dummy*, assumindo 1 para os casos de listagem num dos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa e 0 para os demais; *NM* é uma variável *dummy*, assumindo 1 para os casos de listagem no Novo Mercado da BM&FBovespa e 0 para os demais; *Tam* é o tamanho do cliente; *B4* é uma variável *dummy*, assumindo 1 para as firmas big four e 0 para as demais; *TC* é uma variável *dummy*, assumindo 1 para os períodos em que houve troca de auditores e 0 para os demais; *RSPL* é a medida de retorno sobre o patrimônio líquido; *ILC* é a medida de índice de liquidez corrente do cliente; *Alav* é a medida de alavancagem do cliente.

Nível de significância: \*\*\* 1%; \*\* 5%; \* 10%. P-valores entre parênteses.

Tendo em vista os resultados apresentados na Tabela 2, foi identificado, tanto na análise *Pooled* quanto nos *EF Período*, um coeficiente positivo na variável independente de interesse *GC*, evidenciando a correlação positiva entre a estrutura de governança corporativa e a remuneração da auditoria independente (*Rem*). Portanto, a hipótese de pesquisa *H<sub>1</sub>* é aceita e automaticamente *H<sub>2</sub>* é rejeitada. Ou seja, no âmbito do mercado de capitais brasileiro, há relação positiva entre melhores práticas de governança do cliente e a remuneração dos auditores.

Com objetivo de aprofundar o estudo, foi considerado o modelo (3.2), que tem *NM* como variável independente de interesse, dessa forma, a análise se concentrou nas empresas listadas no Novo Mercado, ou seja, nas empresas com maiores níveis de governança do mercado brasileiro.

Os resultados encontrados para o modelo (3.2) são semelhantes aos do modelo (3.1), tanto na análise *Pooled* quanto nos *EF Período*, entretanto, é possível notar que os resultados são ainda mais relevantes estatisticamente. Essa semelhança nos resultados obtidos é razoável, tendo em vista, que a maioria das empresas está listada no Novo Mercado, ou seja, a maioria das empresas consideradas no modelo (3.1) foram consideradas, também, no modelo (3.2).

Esses resultados obtidos para as variáveis independentes *GC* e *NM* se mostram consistentes, tanto na análise *Pooled* quanto nos *EF Período*, em todas as quatro simulações feitas os resultados são estatisticamente relevantes. E podem ser sustentados teoricamente pela corrente de pesquisadores que defendem a predominância do efeito demanda na relação entre estrutura de governança da auditada e a remuneração dos auditores, conforme apresentado na Seção 2.3.

Os resultados identificados são contrários à afirmação de Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013), ao concluírem que no mercado de capitais brasileiro a relação entre o nível de governança corporativa e a remuneração da auditoria é caracterizada pelo predomínio do efeito risco, embora não tenham encontrado relevância estatística para tal conclusão. Por outro lado, os resultados confirmam e fortalecem os achados de Hallak e Silva (2012), de que empresas com maiores níveis de governança corporativa investem mais recursos na contratação dos serviços de auditoria independente.

Essa relação positiva pode ser explicada pela busca de serviços de auditoria independente com maior qualidade, por parte das empresas com melhores práticas de governança. Ou seja, essas empresas tendem a oferecer informações mais transparentes.

Quanto às variáveis de controle, não foram encontradas relações estatisticamente significativas entre a variável dependente (*Rem*) e as variáveis independentes *RSPL* e *Alav*.

Esses resultados obtidos revelam que o retorno sobre patrimônio líquido e o grau de alavancagem não influenciam na remuneração cobrada pelos auditores independentes.

Já a variável de controle referente ao tamanho das empresas clientes, *Tam*, apresentou uma correlação positiva, destacando que empresas maiores pagam mais pelos serviços de auditoria, provavelmente por causa da extensão e complexidade dos serviços demandados. Essa relação encontrada confirma os resultados encontrados por Munhoz *et al.* (2014) e Hallak *et al.* (2012)

Para a variável de controle *B4* foi encontrada uma correlação positiva, sugerindo que as grandes firmas de auditoria – as Big Four – cobram um prêmio pelo nome que carregam. Esse resultado confirma às conclusões de Hallak *et al.* (2012) e Bortolon *et al.* (2013).

A variável de controle referente à troca de auditoria, *TC*, apresentou uma correlação negativa, no entanto, era esperado uma correlação positiva considerando que os trabalhos de auditoria tendem a ser mais complexos no primeiro ano de contrato – período de conhecer melhor o negócio do cliente – mas os resultados encontrados sugerem que a troca de auditor pode ser uma estratégia da empresa para reduzir os gastos com auditoria, contrariando as expectativas iniciais.

Por fim, a variável de controle que representa o índice de liquidez corrente da empresa auditada, *ILC*, apresentou uma correlação negativa, mostrando que os auditores cobram uma remuneração menor de empresas com maior liquidez, provavelmente porque os riscos envolvidos são menores do que em empresas com baixa liquidez.

## 5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo identificar se há relação entre a estrutura de governança corporativa e a remuneração da auditoria independente no âmbito do mercado de capitais brasileiro, bem como se essa relação é caracterizada pelo predomínio do efeito risco ou do efeito demanda.

Para alcançar o objetivo proposto foram analisadas as informações dos formulários de referência de 339 companhias de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa, abrangendo o período de 2009 a 2013, o que possibilitou estimar a regressão com dados em painel tornando os resultados estatisticamente mais robustos do que os encontrados em alguns estudos anteriores.

Os resultados apurados revelaram que, no âmbito do mercado de capitais brasileiro, há relação positiva entre melhores práticas de governança do cliente e a remuneração dos auditores. Ou seja, foi aceita a hipótese de pesquisa  $H_1$ , permitindo-se concluir que, no Brasil, o efeito demanda é predominante na relação entre o nível de governança da auditada e a remuneração da auditoria, ou seja, as empresas com melhores práticas de governança corporativa demandam por serviços de auditoria com maior qualidade e complexidade – mais caros. Isso se justifica pelo fato dessas empresas buscarem oferecer maior transparência de suas informações.

Por outro lado, os resultados levam à rejeição da hipótese  $H_2$ , que afirma que, no contexto mercado brasileiro, há relação negativa entre melhores práticas de governança do cliente e a remuneração dos auditores.

Esses resultados reforçam as conclusões de Hallak e Silva (2012) e refutam as conclusões de Bortolon, Sarlo Neto e Santos (2013), que encontraram uma predominância do efeito risco.

Em relação às variáveis de controle, os resultados encontrados mostram que: (i) o tamanho da empresa auditada apresenta uma correlação positiva com a remuneração da auditoria; (ii) o fato de a firma de auditoria ser uma *big four* aumenta o preço cobrado pela auditoria independente; (iii) o índice de liquidez corrente mostrou uma relação negativa com a remuneração da auditoria; (iv) o fato de ocorrer a troca de firma de auditoria apresentou uma correlação negativa com remuneração cobrada pelos auditores; (v) o retorno sobre patrimônio líquido e o grau de alavancagem não apresentaram relação estatisticamente relevante.

O período analisado pelo estudo sofreu limitações, uma vez que nos anos anteriores a 2009 as empresas não eram obrigadas a divulgar os gastos com a remuneração da auditoria

nos relatórios financeiros. Somente a partir da edição da Instrução nº 480/2009 da CVM companhias de capital aberto tiveram que divulgar o montante de remuneração dos auditores no Formulário de Referência. Assim, não foi possível a verificação da remuneração da auditoria nos anos anteriores a 2009, o que poderia tornar o estudo mais abrangente.

Quanto aos fatores que influenciam na remuneração dos auditores, ainda tem muito a ser explorado. Dentre as sugestões de pesquisas futuras podem ser destacadas: (i) a relação entre governança corporativa e os riscos de auditoria, no âmbito do mercado brasileiro; (ii) se o nível de remuneração pode motivar a troca de firma de auditoria; (iii) qual a participação efetiva do efeito risco na remuneração; (iv) o desenvolvimento de modelos e *proxies* de risco que capturem o comportamento do efeito risco na remuneração; e (v) a identificação de outros fatores que influenciam na remuneração dos auditores.

## REFERÊNCIAS

ABBOTT, L.; PARKER, S. **Auditor selection and audit committee characteristics.** Auditing: A Journal of Practice & Theory, v. 19, n. 2, p. 47-66, 2000.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. BCBS. (2008, December). **External audit quality and banking supervision.** BIS. Recuperado em 13 novembro, 2010, de <http://www.bis.org/publ/bcbs146.pdf>.

BEDARD, J. C.; JOHNSTONE, K. M. **Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions.** The Accounting Review, v. 79, n. 2, p.277-304, 2004.

BM&FBOVESPA. **O que são Segmentos de Listagem.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 21 maio, 2015.

BORTOLON, P. M.; SARLO NETO, A.; SANTOS, T. B. **Custos de auditoria e governança corporativa.** Revista de Contabilidade e Finanças da USP, São Paulo, v. 24, n. 61, p.27-36, 2013.

COFFEE JR, J. C. **What caused Enron?: A capsule social and economic history of the 1990's.** Cornell Law Review, v. 89, n. 2, p. 269-309, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

DANTAS, J. A. **Auditoria em instituições financeiras: determinantes de qualidade no mercado brasileiro.** Tese de doutorado (Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Universidade de Brasília) Brasília: UnB, 2012.

\_\_\_\_\_; COSTA, F. M.; NIYAMA, J. K.; MEDEIROS, O. R. **Regulação da auditoria em sistemas bancários: análise do cenário internacional e fatores determinantes.** Revista Contabilidade e Finanças da USP, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 07-18, 2014.

DeANGELO, L.E. **Auditor size and audit quality.** Journal of Accounting and Economics, vol. 3. p. 183-199, 1981.

GOTTI, G.; HAN, S.; HIGGS, J.; KANG, T. **Managerial ownership, corporate monitoring and audit fee.** Working Paper. SSRN e Library, 2011.

GRIFFIN, P.; LONT, D. H.; SUN, Y. **Corporate governance and audit fees: evidence of countervailing relations.** Journal of Contemporary Accounting and Economics, v. 4, n. 1, p. 18-49, 2008.

HALLAK, R. T. P.; SILVA, A. L. C. **Determinantes das Despesas com Serviços de Auditoria e Consultoria Prestados pelo Auditor Independente no Brasil.** Revista Contabilidade e Finanças da USP, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 223-231, 2012.

HAY, D.; KNECHEL, W.; WONG, N. **Audit fees: a meta-analysis of the effect of supply and demand attributes.** Contemporary Accounting Research, v. 23, n. 1, p. 141-191, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** São Paulo: IBGC, 2009.

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

LARCKER, D.; RICHARDSON, S. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 3, p.625-658, 2004.

MANITA, R. **The quality of audit process: proposal of scaling measure.** III Congresso IAAER-ANPCONT, São Paulo, 10 a 12 de junho de 2009.

MARQUES, Luis David. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura.** Centro de Estudos Macroeconomicos e Previsão – Faculdade de Economia do Porto, Outubro de 2000. Disponível em <http://fep.up.pt/investigação/workingpapers>. Acesso em 26 jan, 2005.

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

MORAES, A. J.; MARTINEZ, A. L. **Associação entre a remuneração dos auditores independentes e o Q de Tobin.** In.: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 14., 2014. São Paulo. São Paulo: USP, 2014.

MOORE, D. A.; TETLOCK, P. E.; TANLU, L.; BAZERMAN, M. H. **Conflicts of interest and the case of auditor independence: moral seduction and strategic issue cycling.** Academy of Management Review, v. 31, n. 1, p. 1-20, 2006.

MOUTINHO, V.; CERQUEIRA, A.; BRANDAO, E. **Audit Fees and Firm Performance.** Porto: FEP, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2180020>>. Acesso em: 19 maio, 2015.

MUNHOZ, T. R.; MURRO, E. V. B.; TEIXEIRA, G. B.; LOURENÇO, I. **O impacto da adoção obrigatória das IFRS nos honorários de auditoria em empresas da bovespa.** In.: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 14., 2014. São Paulo. São Paulo: USP, 2014.

MÚRCIA, F. D.; BORBA, J. A. **Estrutura para detecção do risco de fraude nas demonstrações contábeis: mapeando o ambiente fraudulento.** Brazilian Business Review, Vitória/ES, v. 4, n. 3, p. 171-190, set./dez. 2007.

NELSON, M. W.; ELLIOTT, J.; TARPLEY, R. L. **Evidence from auditors about manager's and auditor's earnings management decisions.** The Accounting Review, v. 77, Supplement, p. 175-202, 2002.

NEWMAN, D. P.; PATTERSON, E. R.; SMITH, J. R.. **The role of auditing in investor protection.** The Accounting Review, v. 80, n. 1, p. 289-313, 2005.

OJO, M. **The role of the external auditor in the regulation and supervision of the UK banking system.** *Journal of Corporate Ownership and Control*, v. 5, n. 4, 2008.

RICCHIUTE, D. N. **Auditing and assurance services.** 7 ed. Mason, USA: Thomson Learning, 2002.

SLOAN, R. G. **Financial accounting and corporate governance: a discussion.** *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p.335–347, 2001.

ZAGONOV, M. **Audit quality and bank risk under heterogeneous regulations.** European Accounting Association, 34rd Annual Meeting. Rome, Italy: 19-22 April 2011.

ZAMAN, M.; HUDAIB, M.; HANIFFA, R. **Corporate governance quality, audit fees and non-audit services fees.** *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 38, n. 1/2, p. 165-197, 2011.

WOODS, M.; HUMPHREY, C.; DOWD, K.; LIU, Y. L. **Crunch time for bank audits? Questions of practice and the scope for dialogue.** *Managerial Auditing Journal*, v. 24, n. 2, p. 114-134, 2009.

**APÊNDICE I - Especificações da Amostra**

<b>Seq.</b>	<b>CNPJ</b>	<b>Empresa</b>	<b>Setor econômico</b>	<b>Sub setor</b>	<b>Segmento governança**</b>
1	10.629.105/0001-68	Hrt Participações Em Petróleo S.A.	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	NM
2	14.388.520/0001-28	Pacific Rubiales Energy Corp.	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	
3	33.412.081/0001-96	Refinaria De Petroleos Manguinhos S.A.	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	
4	33.000.167/0001-01	Petroleo Brasileiro S.A. Petrobras	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	
5	11.669.021/0001-10	Qgep Participações S.A.	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	NM
6	09.112.685/0001-32	Osx Brasil S.A.	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	NM
7	00.743.065/0001-27	Litel Participacoes S.A.	Materiais Básicos	Mineração	MB
8	02.762.115/0001-49	Mmx Mineracao E Metalicos S.A.	Materiais Básicos	Mineração	NM
9	33.592.510/0001-54	Vale S.A.	Materiais Básicos	Mineração	N1
10	07.950.674/0001-04	Ccx Carvão Da Colômbia S.A.	Materiais Básicos	Mineração	NM
11	15.141.799/0001-03	Cia Ferro Ligas Da Bahia - Ferbasa	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	N1
12	33.611.500/0001-19	Gerdau S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	N1
13	92.690.783/0001-09	Metalurgica Gerdau S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	N1
14	33.042.730/0001-04	Cia Siderurgica Nacional	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	
15	60.894.730/0001-05	Usinas Sid De Minas Gerais S.A.-Usiminas	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	N1
16	61.156.931/0001-78	Siderurgica J. L. Aliperti S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	
17	61.410.395/0001-95	Fibam Companhia Industrial	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	

---

18	61.065.298/0001-02	Mangels Industrial S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	N1
19	84.683.762/0001-20	Metalurgica Duque S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	
20	92.693.019/0001-89	Panatlantica S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	
21	33.467.572/0001-34	Tekno S.A. - Industria E Comercio	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	
22	60.398.369/0004-79	Paranapanema S.A.	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	NM
23	42.150.391/0001-70	Braskem S.A.	Materiais Básicos	Químicos	N1
24	13.788.120/0001-47	Elekeiroz S.A.	Materiais Básicos	Químicos	
25	02.193.750/0001-52	Gpc Participacoes S.A.	Materiais Básicos	Químicos	
26	56.806.656/0001-50	M G Poliester S.A.	Materiais Básicos	Químicos	
27	33.958.695/0001-78	Unipar Carbocloro S.A.	Materiais Básicos	Químicos	
28	22.266.175/0001-88	Fertilizantes Heringer S.A.	Materiais Básicos	Químicos	NM
29	51.128.999/0001-90	Nutriplant Industria E Comercio S.A.	Materiais Básicos	Químicos	MA
30	97.837.181/0001-47	Duratex S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	NM
31	56.643.018/0001-66	Eucatex S.A. Industria E Comercio	Materiais Básicos	Madeira e Papel	N1
32	92.791.243/0001-03	Celulose Irani S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	
33	60.643.228/0001-21	Fibria Celulose S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	NM
34	89.637.490/0001-45	Klabin S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	N2
35	61.101.895/0001-45	Santher Fab De Papel Sta Therezinha S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	
36	60.651.809/0001-05	Suzano Holding S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	

---

---

37	16.404.287/0001-55	Suzano Papel E Celulose S.A.	Materiais Básicos	Madeira e Papel	N1
38	91.820.068/0001-72	Évora S.A.	Materiais Básicos	Embalagens	
39	80.227.184/0001-66	Metalgrafica Iguacu S.A.	Materiais Básicos	Embalagens	
40	08.684.547/0001-65	Magnesita Refratarios S.A.	Materiais Básicos	Materiais Diversos	NM
41	76.500.180/0001-32	Cia Providencia Industria E Comercio	Materiais Básicos	Materiais Diversos	NM
42	07.689.002/0001-89	Embraer S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	NM
43	61.080.313/0001-91	Cobrasma S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	
44	59.104.513/0001-95	Autometal S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	NM
45	92.825.900/0001-96	Dhb Industria E Comercio S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	
46	88.610.126/0001-29	Fras-Le S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	N1
47	61.156.113/0001-75	Iochpe Maxion S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	NM
48	88.611.835/0001-29	Marcopolo S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	N2
49	60.476.884/0001-87	Mahle-Metal Leve S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	NM
50	51.928.174/0001-50	Plascar Participacoes Industriais S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	
51	89.086.144/0001-16	Randon S.A. Implementos E Participacoes	Bens Industriais	Material de Transporte	N1
52	91.333.666/0001-17	Recrusul S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	
53	85.778.074/0001-06	Metalurgica Riosulense S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	
54	84.683.374/0001-49	Tupy S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	NM
55	84.683.671/0001-94	Wetzel S.A.	Bens Industriais	Material de Transporte	

---

---

56	04.821.041/0001-08	Metalfrio Solutions S.A.	Bens Industriais	Equipamentos Elétricos	NM
57	89.463.822/0001-12	Lupatech S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	NM
58	84.693.183/0001-68	Schulz S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
59	84.429.695/0001-11	Weg S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	NM
60	60.851.615/0001-53	Bardella S.A. Industrias Mecanicas	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
61	56.720.428/0001-63	Industrias Romi S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	NM
62	02.258.422/0001-97	Inepar Equipamentos E Montagens S/A	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	N1
63	91.983.056/0001-69	Kepler Weber S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
64	60.884.319/0001-59	Nordon Industrias Metalurgicas S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
65	82.643.537/0001-34	Electro Aco Altona S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
66	86.375.425/0001-09	Metisa Metalurgica Timboense S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
67	61.374.161/0001-30	Baumer S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	
68	92.781.335/0001-02	Forjas Taurus S.A.	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	N2
69	92.859.974/0001-43	Altus Sistema De Automação S.A.	Bens Industriais	Serviços	MA
70	04.032.433/0001-80	Contax Participacoes S.A.	Bens Industriais	Serviços	N2
71	01.896.779/0001-38	Csu Cardsystem S.A.	Bens Industriais	Serviços	NM
72	03.303.999/0001-36	Dtcom - Direct To Company S.A.	Bens Industriais	Serviços	
73	33.113.309/0001-47	Valid Soluções E Serv. Seg. Meios Pag. Ident. S.A.	Bens Industriais	Serviços	NM
74	17.161.241/0001-15	Minasmaquinas S.A.	Bens Industriais	Comércio	

---

75	33.228.024/0001-51	Wlm - Industria E Comercio S.A.	Bens Industriais	Comércio	
76	52.736.840/0001-10	Ceramica Chiarelli S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
77	61.092.037/0001-81	Eternit S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
78	30.540.991/0001-66	Haga S.A. Industria E Comercio	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
79	83.475.913/0001-91	Portobello S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
80	07.700.557/0001-84	Brookfield Incorporações S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
81	61.022.042/0001-18	Construtora Adolpho Lindenberg S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
82	07.820.907/0001-46	Cr2 Empreendimentos Imobiliarios S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
83	73.178.600/0001-18	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend E Part	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
84	16.614.075/0001-00	Direcional Engenharia S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
85	43.470.988/0001-65	Even Construtora E Incorporadora S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
86	08.312.229/0001-73	Ez Tec Empreend. E Participacoes S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
87	00.359.742/0001-08	Inepar Tel	Telecomunicações	Telefonia móvel	
88	49.263.189/0001-02	Helbor Empreendimentos S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
89	08.294.224/0001-65	Jhsf Participacoes S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
90	33.035.536/0001-00	Joao Fortes Engenharia S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
91	08.343.492/0001-20	Mrv Engenharia E Participacoes S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
92	02.950.811/0001-89	Pdg Realty S.A. Empreend E Participacoes	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
93	67.010.660/0001-24	Rodobens Negocios Imobiliarios S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM

94	61.065.751/0001-80	Rossi Residencial S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
95	33.161.340/0001-53	Sergen Servicos Gerais De Eng S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
96	08.065.557/0001-12	Tecnisa S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
97	14.212.464/0001-76	Tglt S.A	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
98	08.811.643/0001-27	Trisul S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
99	67.571.414/0001-41	Viver Incorporadora E Construtora S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
100	61.351.532/0001-68	Azevedo E Travassos S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
101	46.014.635/0001-49	Construtora Lix Da Cunha S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
102	17.162.082/0001-73	Mendes Junior Engenharia S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
103	89.723.993/0001-33	Construtora Sultepa S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
104	33.386.210/0001-19	Sondotecnica Engenharia Solos S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
105	33.111.246/0001-90	Tecnosolo Engenharia S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	
106	27.093.558/0001-15	Mills Estruturas E Serviços De Engenharia S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
107	08.613.550/0001-98	Brasil Brokers Participacoes S.A.	Construção e Transporte	Construção e Engenharia	NM
108	06.164.253/0001-87	Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A.	Construção e Transporte	Transporte	N2
109	33.937.681/0001-78	Latam Airlines Group S.A.	Construção e Transporte	Transporte	
110	02.387.241/0001-60	All America Latina Logistica S.A.	Construção e Transporte	Transporte	NM
111	24.962.466/0001-36	All - América Latina Logística Malha Norte S.A.	Construção e Transporte	Transporte	MB
112	02.502.844/0001-66	All - América Latina Logística Malha Paulista S.A.	Construção e Transporte	Transporte	MB

---

113	00.924.429/0001-75	Ferrovias Centro-Atlantica S.A.	Construção e Transporte	Transporte	
114	01.417.222/0001-77	Mrs Logistica S.A.	Construção e Transporte	Transporte	MB
115	42.278.291/0001-24	Log-In Logistica Intermodal S.A.	Construção e Transporte	Transporte	NM
116	92.660.570/0001-26	Trevisa Investimentos S.A.	Construção e Transporte	Transporte	
117	52.548.435/0001-79	Jsl	Construção e Transporte	Transporte	NM
118	02.351.144/0001-18	Tegma	Construção e Transporte	Transporte	NM
119	08.741.499/0001-08	Prumo	Construção e Transporte	Transporte	NM
120	02.846.056/0001-97	Ccr Sa	Construção e Transporte	Transporte	NM
121	10.531.501/0001-58	Conc Raposo	Construção e Transporte	Transporte	
122	00.938.574/0001-05	Conc Rio Ter	Construção e Transporte	Transporte	MB
123	01.654.604/0001-14	Concepa	Construção e Transporte	Transporte	
124	02.919.555/0001-67	Arteris	Construção e Transporte	Transporte	NM
125	02.222.736/0001-30	Econorte	Construção e Transporte	Transporte	
126	10.841.050/0001-55	Ecopistas	Construção e Transporte	Transporte	
127	04.149.454/0001-80	Ecorodovias	Construção e Transporte	Transporte	NM
128	02.509.491/0001-26	Ecovias	Construção e Transporte	Transporte	
129	03.758.318/0001-24	Invepar	Construção e Transporte	Transporte	MB
130	03.025.305/0001-46	Rod Colinas	Construção e Transporte	Transporte	
131	10.678.505/0001-63	Rod Tiete	Construção e Transporte	Transporte	

---

---

132	10.647.979/0001-48	Rt Bandeiras	Construção e Transporte	Transporte	
133	02.509.186/0001-34	Triangulosol	Construção e Transporte	Transporte	
134	03.014.553/0001-91	Triunfo Part	Construção e Transporte	Transporte	NM
135	02.415.408/0001-50	Viaoeste	Construção e Transporte	Transporte	
136	84.208.123/0001-02	Doc Imbituba	Construção e Transporte	Transporte	
137	02.762.121/0001-04	Santos Brp	Construção e Transporte	Transporte	N2
138	05.721.735/0001-28	Wilson Sons	Construção e Transporte	Transporte	
139	07.957.093/0001-96	Óleo E Gás Participações S.A.	Petróleo, Gás e Biocomb.	Petróleo, Gás e Biocomb.	NM
140	86.550.951/0001-50	Renar	Consumo não Cíclico	Agropecuária	NM
141	89.096.457/0001-55	Slc Agricola	Consumo não Cíclico	Agropecuária	NM
142	05.799.312/0001-20	V-Agro	Consumo não Cíclico	Agropecuária	NM
143	15.527.906/0001-36	Biosev	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
144	50.746.577/0001-15	Cosan	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
145	08.887.330/0001-52	Cosan Ltd	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
146	51.466.860/0001-56	Sao Martinho	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
147	78.588.415/0001-15	Cacique	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
148	25.869.736/0001-21	Caf Brasilia	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
149	76.255.926/0001-90	Iguacu Cafe	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
150	24.956.666/0001-86	Clarion	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	

---

---

151	01.838.723/0001-27	Brf Sa	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
152	95.426.862/0001-97	Excelsior	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
153	02.916.265/0001-60	Jbs	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
154	03.853.896/0001-40	Marfrig	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
155	67.620.377/0001-14	Minerva	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
156	90.076.886/0001-40	Minupar	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
157	08.904.552/0001-36	Laep	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
158	13.324.184/0001-97	Vigor Food	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
159	14.998.371/0001-19	J.Macedo	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
160	87.456.562/0001-22	Josapar	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
161	07.526.557/0001-00	Ambev S/A	Consumo não Cíclico	Bebidas	
162	07.206.816/0001-15	M.Diasbranco	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
163	97.191.902/0001-94	Oderich	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	
164	11.566.501/0001-56	Tereos	Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	NM
165	33.009.911/0001-39	Souza Cruz	Consumo não Cíclico	Fumo	
166	71.673.990/0001-77	Natura	Consumo não Cíclico	Produt. Uso Pessoal/Limpeza.	NM
167	04.752.991/0001-10	Biommm	Consumo não Cíclico	Saúde	MA
168	50.564.053/0001-03	Bombril	Consumo não Cíclico	Produt. Uso Pessoal/Limpeza.	
169	82.641.325/0001-18	Cremer	Consumo não Cíclico	Saúde	NM

---

---

170	60.840.055/0001-31	Fleury	Consumo não Cíclico	Saúde	NM
171	58.119.199/0001-51	Odontoprev	Consumo não Cíclico	Saúde	NM
172	11.992.680/0001-93	Qualicorp	Consumo não Cíclico	Saúde	NM
173	06.977.739/0001-34	Tempo Part	Consumo não Cíclico	Saúde	NM
174	02.932.074/0001-91	Hypermarcas	Consumo não Cíclico	Diversos	NM
175	08.943.312/0001-40	Agrenco	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	
176	47.508.411/0001-56	Cia Brasileira De Distribuicao	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	N1
177	29.950.060/0001-57	Nortcquimica	Consumo não Cíclico	Saúde	MA
178	11.395.624/0001-71	Br Pharma	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	NM
179	92.665.611/0001-77	Dimed	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	
180	45.453.214/0001-51	Profarma	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	NM
181	61.585.865/0001-51	Raiadrogasil	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição	NM
182	82.981.812/0001-20	Buettner	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
183	17.245.234/0001-00	Cedro	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	N1
184	22.677.520/0001-76	Coteminas	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
185	84.683.408/0001-03	Dohler	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
186	01.971.614/0001-83	Encorpar	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
187	19.526.748/0001-50	Ind Cataguas	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
188	82.640.558/0001-04	Karsten	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	

---

---

189	88.613.658/0001-10	Pettenati	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
190	21.255.567/0001-89	Santanense	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
191	82.981.929/0001-03	Schlosser	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
192	07.718.269/0001-57	Springs	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	NM
193	08.424.178/0001-71	Tecelagem Blumenau	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
194	17.159.005/0001-64	Tecelagem São Jose	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
195	82.636.986/0001-55	Teka	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
196	82.982.075/0001-80	Tex Renaux	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
197	25.329.319/0001-96	Wembley	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
198	78.876.950/0001-71	Cia Hering	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	NM
199	61.079.117/0001-05	Alpargatas	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	N1
200	61.088.894/0001-08	Cambuci	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
201	89.850.341/0001-60	Grendene	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	NM
202	00.108.786/0001-65	Net	Consumo Cíclico	Mídia	N2
203	50.926.955/0001-42	Vulcabras	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
204	88.610.191/0001-54	Mundial	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	
205	62.002.886/0001-60	São Paulo Turismo	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	
206	09.295.063/0001-97	Technos	Consumo Cíclico	Tecidos, Vest. e Calçad.	NM
207	61.084.984/0001-20	Brasmotor	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	

---

---

208	43.185.362/0001-07	Igb S/A	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	
209	92.929.520/0001-00	Springer	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	
210	59.105.999/0001-86	Whirlpool	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	
211	90.441.460/0001-48	Unicasa	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	NM
212	92.749.225/0001-63	Hercules	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	
213	61.067.161/0001-97	Nadir Figuei	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas	
214	02.541.982/0001-54	Abril Educa	Consumo Cíclico	Mídia	N2
215	60.500.139/0001-26	Saraiva Livr	Consumo Cíclico	Mídia	N2
216	02.762.124/0001-30	Betapart	Consumo Cíclico	Mídia	MB
217	08.723.106/0001-25	Bhg	Consumo Cíclico	Hoteis e Restaurantes	NM
218	33.200.049/0001-47	Hoteis Othon	Consumo Cíclico	Hoteis e Restaurantes	
219	00.866.577/0001-80	Sauipe	Consumo Cíclico	Hoteis e Restaurantes	
220	08.936.792/0001-12	Imc Holdings	Consumo Cíclico	Hoteis e Restaurantes	NM
221	56.992.423/0001-90	Bic Monark	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	
222	56.994.924/0001-05	Pro Metalurg	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	
223	61.082.004/0001-50	Estrela	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	
224	22.770.366/0001-82	Tectoy	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	
225	00.924.432/0001-99	Hopi Hari	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	
226	02.535.295/0001-26	Maori	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	MB

---

---

227	08.873.873/0001-10	Ecorodovias	Construção e Transporte	Transporte	NM
228	04.310.392/0001-46	Anhanguera	Consumo Cíclico	Diversos	NM
229	08.807.432/0001-10	Estácio	Consumo Cíclico	Diversos	NM
230	02.800.026/0001-40	Kroton	Consumo Cíclico	Diversos	NM
231	16.670.085/0001-55	Localiza	Consumo Cíclico	Diversos	NM
232	10.215.988/0001-60	Locamerica	Consumo Cíclico	Diversos	NM
233	04.437.534/0001-30	Unidas	Consumo Cíclico	Diversos	
234	11.094.546/0001-75	Multiplus	Consumo Cíclico	Diversos	NM
235	15.912.764/0001-20	Smiles	Consumo Cíclico	Diversos	NM
236	16.590.234/0001-76	Arezzo	Consumo Cíclico	Comércio	NM
237	92.012.467/0001-70	Grazziotin	Consumo Cíclico	Comércio	
238	08.402.943/0001-52	Guararapes	Consumo Cíclico	Comércio	
239	49.669.856/0001-43	Le Lis Blanc	Consumo Cíclico	Comércio	NM
240	82.640.632/0001-84	Lojas Hering	Consumo Cíclico	Comércio	
241	61.189.288/0001-89	Lojas Marisa	Consumo Cíclico	Comércio	NM
242	92.754.738/0001-62	Lojas Renner	Consumo Cíclico	Comércio	NM
243	47.960.950/0001-21	Magazine Luiza	Consumo Cíclico	Comércio	NM
244	33.041.260/0652-90	Viavarejo	Consumo Cíclico	Comércio	N2
245	10.760.260/0001-19	Cvc Brasil	Consumo Cíclico	Viagens e Lazer	NM

---

---

246	00.776.574/0001-56	B2W Digital	Consumo Cíclico	Comércio	NM
247	11.423.623/0001-93	Dufry Ag	Consumo Cíclico	Comércio	
248	33.014.556/0001-96	Lojas Americ	Consumo Cíclico	Comércio	
249	54.526.082/0001-31	Itautec	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	
250	81.243.735/0001-48	Positivo Inf	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	NM
251	02.796.775/0001-40	Gama Part	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	MB
252	06.948.969/0001-75	Linx	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	NM
253	35.791.391/0001-94	Quality Soft	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	MA
254	04.065.791/0001-99	Senior Sol	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	MA
255	00.336.701/0001-04	Telebras	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	
256	53.113.791/0001-22	Totvs	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	NM
257	82.373.077/0001-71	Bematech	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	NM
258	71.208.516/0001-74	Ctbc Telecom	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
259	02.558.124/0001-12	Embratel Par	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
260	60.543.816/0001-93	Jereissati	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
261	53.790.218/0001-53	La Fonte Tel	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
262	02.390.206/0001-09	Lf Tel	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
263	02.365.069/0001-44	Ideiasnet	Tecnologia da Informação	Progamas e Serviços	NM
264	76.535.764/0001-43	Oi	Telecomunicações	Telefonia Fixa	N1

---

---

265	02.558.157/0001-62	Telef Brasil	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
266	02.107.946/0001-87	Telemar Part	Telecomunicações	Telefonia Fixa	
267	02.558.115/0001-21	Tim Part S/A	Telecomunicações	Telefonia móvel	NM
268	01.851.771/0001-55	524 Particip	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
269	01.917.705/0001-30	Aes Elpa	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
270	02.016.440/0001-62	Aes Sul	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
271	02.998.609/0001-27	Aes Tiete	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
272	07.620.094/0001-40	Afluente	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
273	10.338.320/0001-00	Afluente T	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
274	03.601.314/0001-38	Agconcessoes	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
275	08.364.948/0001-38	Alupar	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N2
276	33.050.071/0001-58	Ampla Energ	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
277	04.781.143/0001-39	Baesa	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
278	02.117.801/0001-67	Bonaire Part	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
279	04.128.563/0001-10	Brasiliiana	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
280	05.336.882/0001-84	Cachoeira	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
281	00.070.698/0001-11	Ceb	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
282	08.467.115/0001-00	Ceee-D	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1
283	92.715.812/0001-31	Ceee-Gt	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1

---

---

284	83.878.892/0001-55	Celesc	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N2
285	08.560.444/0001-93	Celgpar	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
286	04.895.728/0001-80	Celpe	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
287	10.835.932/0001-08	Celpe	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
288	06.272.793/0001-84	Cemar	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
289	03.467.321/0001-99	Cemat	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
290	17.155.730/0001-64	Cemig	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1
291	06.981.180/0001-16	Cemig Dist	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
292	06.981.176/0001-58	Cemig Gt	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
293	60.933.603/0001-78	Cesp	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1
294	15.139.629/0001-94	Coelba	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
295	07.047.251/0001-70	Coelce	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
296	76.483.817/0001-20	Copel	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1
297	08.324.196/0001-81	Cosern	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
298	02.429.144/0001-93	Cpfl Energia	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
299	03.953.509/0001-47	Cpfl Geracao	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
300	04.172.213/0001-51	Cpfl Piratin	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
301	08.439.659/0001-50	Cpfl Renovav	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
302	00.622.416/0001-41	Desenvix	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MA

---

---

303	00.001.180/0001-26	Eletrobras	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1
304	01.104.937/0001-70	Eletropar	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
305	61.695.227/0001-93	Eletropaulo	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N2
306	02.302.101/0001-42	Emae	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
307	03.983.431/0001-03	Energias Br	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
308	00.864.214/0001-06	Energisa	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
309	15.413.826/0001-50	Enersul	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
310	04.423.567/0001-21	Eneva	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
311	03.220.438/0001-73	Equatorial	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
312	28.152.650/0001-71	Escelsa	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
313	00.249.786/0001-85	Forpart	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
314	02.998.301/0001-81	Ger Paranap	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
315	00.649.881/0001-76	Gtd Part	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
316	00.644.907/0001-93	Investco	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
317	02.397.080/0001-96	Itapebi	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
318	60.444.437/0001-46	Light Serviços De Eletricidade	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
319	03.378.521/0001-75	Light S/A	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
320	01.083.200/0001-18	Neoenergia	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
321	02.328.280/0001-97	Elektro	Utilidade Pública	Energia Elétrica	

---

322	02.291.077/0001-93	Proman	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
323	61.584.140/0001-49	Rede Energia	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
324	12.126.500/0001-53	Redentor	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
325	08.534.605/0001-74	Renova	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N2
326	02.016.439/0001-38	Rio Gde Ener	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
327	61.856.571/0001-17	Comgas	Utilidade Pública	Gás	
328	03.795.050/0001-09	Termope	Utilidade Pública	Energia Elétrica	
329	02.474.103/0001-19	Tractebel	Utilidade Pública	Energia Elétrica	NM
330	05.336.882/0001-84	Tran Paulist	Utilidade Pública	Energia Elétrica	N1
331	02.162.616/0001-94	Uptick	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MB
332	08.159.965/0001-33	Cabambiental	Utilidade Pública	Água e Saneamento	MA
333	82.508.433/0001-17	Casan	Utilidade Pública	Água e Saneamento	NM
334	17.281.106/0001-03	Copasa	Utilidade Pública	Água e Saneamento	MB
335	02.312.604/0001-07	Daleth Part	Utilidade Pública	Água e Saneamento	NM
336	43.776.517/0001-80	Sabesp	Utilidade Pública	Água e Saneamento	
337	76.484.013/0001-45	Sanepar	Utilidade Pública	Água e Saneamento	
338	02.724.983/0001-34	Sanesalto	Utilidade Pública	Água e Saneamento	
339	33.938.119/0001-69	Ceg	Utilidade Pública	Gás	

\*\* (NM) Cia. Novo Mercado; (N1) Nível 1 de Governança Corporativa; (N2) Nível 2 de Governança Corporativa; (MA) Bovespa Mais; (MB) Cia. Balcão Org. Tradicional.