

FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA - FUCAPE RJ

JOSIMAR DE SOUZA MARTINS

**AUDITORIA VOLUNTÁRIA E CUSTO DA DÍVIDA: evidência no
Brasil**

**RIO DE JANEIRO
2019**

JOSIMAR DE SOUZA MARTINS

**AUDITORIA VOLUNTÁRIA E CUSTO DA DÍVIDA: evidência no
Brasil**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**RIO DE JANEIRO
2019**

JOSIMAR DE SOUZA MARTINS

**AUDITORIA VOLUNTÁRIA E CUSTO DA DÍVIDA: evidência no
Brasil**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração de Contabilidade e Controladoria Aplicada ao Setor Público.

Aprovada em 03 de agosto de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE – RJ

Prof. Dr.: André Aroldo Freitas de Moura
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE – RJ

Profa. Dra. Sylvania Neris Nossa
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE – RJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço,

Ao meu orientador Prof. Dr. Fabio Mores que, desde o instante em que o procurei, reconheceu a importância do tema ao ambiente brasileiro, estendendo-me a mão, quem acolheu de pronto minha ideia e fez com que o projeto inicial se concretizasse nesta dissertação.

Aos meus amigos e colegas do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), Fabio Moura, Juliana Santos da Cruz e Rafael Santelli, pelo apoio e incentivo nessa caminhada.

Deixo também meu muito obrigado à professora Dra. Silvana Neris Nossa e ao Prof. Dr. André Moura, componentes da Banca Examinadora de Qualificação, por aceitarem o convite e pelas enormes contribuições feitas quando da apresentação.

Aos colegas de curso, e hoje amigos.

A todo corpo docente da FUCAPE que, de maneira imponderável, ajudaram na construção do meu conhecimento.

E, por fim, um agradecimento mais que especial à minha esposa Elisangela, ao meu filho Miguel e aos meus pais, Jorge Martins e Jovita Alves, pelo apoio incondicional durante esse período tão importante para minha vida acadêmica, pois tratava-se do sonho de um brasileiro negro de origem humilde, de ser reconhecido também pelo seu esforço na busca pelo conhecimento, bem como de tornar-se exemplo para pessoas que almejam seguir estudando, mas que, durante o caminho, encontram dificuldades que lhes fazem pensar em desistir.

Muito obrigado a todos vocês.

“A educação é a arma mais poderosa que
você pode usar para mudar o mundo.”

(Nelson Mandela)

RESUMO

Usando uma amostra extraída da base de dados da empresa EMIS, de empresas brasileiras não listadas e desobrigadas a contratarem auditoria externa, este estudo analisa o valor informativo da auditoria voluntária de demonstrações financeiras em relação ao custo da dívida. Utilizando-se de estatísticas descritivas e de regressão com dados em painel, analisados tanto no modelo OLS, como nos modelos de Efeitos Fixo e Aleatório, os resultados mostram que, em média, o custo dívida das empresas não se diferencia significativamente entre as empresas que contratam e não contratam auditoria de forma voluntária. Os resultados são mantidos, mesmo realizando os testes para grupos de empresas pequenas em comparação às médias. Espera-se que os resultados possam contribuir para a identificação e compreensão dos fatores que possam influenciar o custo de captação de empresas de menor porte no Brasil.

Palavras-chave: auditoria voluntária; não listadas; Big-four; Custo da dívida; Brasil

ABSTRACT

Using a sample from the EMIS database of unlisted Brazilian companies not required to engage in external audit, this study analyzes the informational value of voluntary audit of financial statements in relation to the cost of debt. Using descriptive and regression statistics with panel data, analyzed both in the OLS model and in the Fixed and Random Effects models, the results show that, on average, the cost of debt of companies does not differ significantly between companies that hire and do not hire auditing on a voluntary basis. Results are maintained even when testing for small business groups compared to averages. It is hoped that the results may contribute to the identification and understanding which factors may influence the funding cost of smaller companies in Brazil.

Keywords: voluntary audit; not listed; Big-four; Cost of debt; Brazil

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
Capítulo 2	15
2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES	15
2.1. OBRIGATORIEDADE DE AUDITORIA INDEPENDENTE.....	15
2.2. ESTUDOS RELACIONADOS À AUDITORIA VOLUNTÁRIA	17
2.3. DESENVOLVENDO HIPÓTESES OBJETOS DA PESQUISA	19
3. METODOLIGIA DE PESQUISA	24
3.1. AMOSTRA, SELEÇÃO E TRABALHO DOS DADOS	24
3.2. MODELO DE REGRESSÃO E DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	30
4. RESULTADO	34
4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	34
4.2. TESTES MULTIVARIADOS	40
4.3. RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO	45
5. CONCLUSÃO	52
6. REFERÊNCIAS	54

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Não é de hoje que a auditoria voluntária está sendo entendida como uma ferramenta relevante aos mercados financeiro e contábil. Mais precisamente, na década de 1920, período ainda não regulado pela SEC¹, ela já havia sido utilizada por gestores de empresas norte-americanas existentes à época (MERINO; MAYPER; SRIRAM, 1994).

Trazendo para um momento atual, com um mercado mais regulado, estudiosos de várias partes do mundo têm evidenciando que muitas empresas, mesmo não sendo obrigadas por lei, optam por adquirir serviços de auditoria de forma voluntária. Isso aponta para o fato de que tal escolha pode acontecer devido a conflitos gerados em empresas administradas por familiares (CAREY; TANEWSKI, 2013), por melhoria na qualidade das demonstrações financeiras e, conseqüentemente, informações mais confiáveis sobre seus ganhos (HAW; QI; WU, 2008), ou até mesmo por melhoria na classificação de crédito por seus credores (LENNOX; PITTMAN, 2011).

Além dos fatores anteriormente mencionados, outros pesquisadores indicam que a auditoria voluntária também pode ser demandada visando à melhoria nos controles internos e que, nesse caso, isso ocorre principalmente quando as empresas ampliam seus negócios (COLLIS; JARVIS; SKERRATT, 2004; COBO; DEL CORTE; CRESPO, 2017).

¹ Entidade responsável pela regulamentação do mercado de valores mobiliários daquele nos dos Estados Unidos da América

Karjalainen (2011) aponta, em estudo realizado na Finlândia, que auditoria voluntária, independentemente do tamanho da empresa que presta esse serviço, traz benefícios quanto às taxas de juros juntas aos credores das empresas auditadas. Nessa mesma lógica, Niemi, *et al.* (2012), em seus estudos também realizados na Finlândia, chegaram à conclusão de que empresas com maiores dificuldades financeiras são mais propensas a adquirirem auditoria de forma voluntária.

Nos Estados Unidos da América – EUA, Minnis (2011) sinalizou que demonstrações financeiras auditadas são altamente associadas a taxas de juros, o que sugere que os credores usem intensamente essa informação no processo de precificação da dívida, fornecendo evidências de que os credores dão importância à opinião de um terceiro habilitado sobre as demonstrações financeiras das empresas.

Kim *et al.* (2011), em seus estudos realizados na Korea, destacam que empresas de capital fechado, com auditorias voluntárias, possuem taxas de juros significativamente mais baixas do que as empresas de capital fechado, sem auditoria. Além disso, empresas fechadas que fazem auditoria voluntária, com uma das BIG 4², internacionalmente conhecidas, possuem taxas de juros significativamente menores em comparação àquelas que fazem auditoria voluntária com uma das não BIG-4.

No entanto, Johnson *et. al* (1983), a partir de dados coletados por questionários aplicados nos EUA sobre o papel da auditoria, na decisão de

² Nomenclatura utilizada para se referir às quatro maiores empresas contábeis especializadas em auditoria e consultoria do mundo: EY, PwC, Deloitte e KPMG, Price.

concessão de créditos pelos bancos, além da mesma técnica de coleta de dados, Wright e Davidson (2000), sugerem que a auditoria das demonstrações financeiras, para efeito de avaliação de risco de crédito, não tem influência na determinação da taxa de juros.

Nessa mesma linha, Alle e Yohn (2009), em sua pesquisa baseada em dados contábeis disponibilizados pela Receita Federal norte americana, evidenciaram que a contratação de serviços auditoria contábil por pequenas empresas de capital fechado não influencia nas taxas de juros junto aos seus credores.

Um pouco mais adiante, Cassar *et al.* (2015) entendem, na interpretação de seus estudos sobre fontes alternativas utilizadas para reduzirem assimetria de informações das pequenas empresas pelas instituições financeiras, que as demonstrações financeiras auditadas, bem como análise de crédito e relacionamento com instituições financeiras, são partes integrantes na análise de taxa de juros, porém não há evidência significativa de que demonstrações financeiras auditadas influenciam no custo da dívida.

Vale sinalizar, ainda, que durante o processo de pesquisa referencial para elaboração deste estudo, identificamos que praticamente não há estudos sobre auditoria voluntária e custo da dívida para o cenário brasileiro.

Porém, Riva e Salotti (2015), após coletarem dados na base da FIPECAFI³, que abrange o acervo de empresas do anuário Melhores & Maiores desenvolvido pela revista Exame, entre os anos de 2009 e 2011, evidenciaram, a respeito da relação contábil entre a adoção do padrão contábil internacional pelas pequenas e

³ Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

médias empresas brasileiras e o custo da dívida fornecido pelas instituições financeiras, que a contratação de serviços de auditoria por uma das BIG-4 não é estatisticamente significativa entre as 230 empresas analisadas.

Assim, visto que no Brasil, de acordo com o IBRACON⁴, (i) o número de empresas obrigadas, por força de lei, a contratarem auditorias independentes para validarem suas demonstrações financeiras são bem menores, em relação às não obrigadas; (ii) que a maioria das empresas tem sua estrutura de capital financiada por bancos e fornecedores de insumos; (iii) que a percepção dos gestores de pequenas e médias empresas de capital fechado é de ineficiência das demonstrações financeiras no processo de análise de crédito e; (iv) da limitação de obtenção de dados oficiais de empresas não obrigadas por lei a divulgarem suas demonstrações contábeis, este estudo tem como objetivo evidenciar se empresas brasileiras que contratam auditorias de forma voluntária têm maior redução de custo da dívida em relação às empresas que não fazem auditoria voluntária e, adicionalmente, identificar se o custo da dívida entre empresas que fazem auditoria voluntária é menor para as que contratam uma *BIG four*.

Para isso, a pesquisa utiliza informações de demonstrações financeiras de empresas brasileiras, voluntariamente publicadas em diários oficiais e disponíveis na base de dados da empresa EMIS⁵, entre os anos de 2014 e 2018. Cabe informar que, à época da captura dos dados, a plataforma EMIS limitava, para os filtros solicitados, a extração de dados das empresas em cinco anos.

⁴ Instituto dos Auditores Independentes no Brasil

⁵ Empresa de coleta e armazenamento de dados financeiros e econômicos de empresas.

Já o trabalho de seleção da amostra e tratamento dos dados se deu após a seleção final das empresas, considerando as mesmas variáveis financeiras que Kim *et al.* (2011), Karjalainen, (2011), e de Minnis (2011) usaram para explicar o custo da dívida.

Em seguida, essas variáveis, após a apresentar o modelo de regressão que irá explicar a variação do custo dívida, são analisadas por meio de estatísticas descritivas, de testes paramétricos de diferenças de médias e medianas entre as variáveis contínuas, bem como por matriz de correlação de Pearson.

E, por último, mas não menos importante, para ratificar as análises preliminares, este estudo apresenta análise dos resultados, apurados mediante ao modelo regressão que tem como variável resposta, custo da dívida, e auditoria, como principal variável explicativa, cujos coeficientes são apresentados tanto no modelo OLS, quanto nos modelos de Efeitos Fixo e Aleatórios.

O resultado desta pesquisa evidencia que empresas que contratam voluntariamente auditorias financeiras não pagam juros mais baixos sobre a sua dívida em relação às empresas que não contratam auditoria. Tal resultado invalida a principal hipótese estabelecida, pois se esperava justamente o contrário.

Esse resultado difere das pesquisas de Kim *et al.* (2011), realizada na Korea e Karjalainen, (2011), na Finlândia e de Minnis (2011), nos EUA, mas, acompanha os resultados encontrados nos estudos de Johnson *et al.* (1983) e de Cassar *et al.* (2015), de que, apesar da auditoria ser um dos fatores analisados pelas instituições financeiras e demais empresas que ofertam crédito, não influencia significativamente na redução do custo da dívida.

Além disso, o resultado dialoga com o estudo de Claessen e Yurtoglu (2013), visto que evidencia que os mecanismos de governança voluntária no mercado corporativo têm menos efeito quando praticados em países com um sistema⁶ de governança fraco, o que é o caso de países emergentes como o Brasil, que aliás, de acordo com Silva *et al.* (2005), menos de 4% das empresas sediadas em seu território possuem boas práticas de governança corporativa.

Assim, apesar de estudos em outros países revelarem que empresas que contratam voluntariamente auditoria se beneficiam com uma redução no custo da dívida, este estudo se justifica pelo fato de o Brasil possuir cultura, negócios comerciais, localização geográfica, leis e regulamentos próprios e, conseqüentemente, um sistema de governança diferente dos países estudados até então. A contribuição desta pesquisa constitui-se, assim, pelo seu resultado sinalizar o grau de importância do parecer da auditoria voluntária sobre as demonstrações financeiras das empresas brasileiras não listadas, durante processo de análise e decisão de juros a serem cobrados pelas empresas detentoras dos recursos que as financiam. Além dessa contribuição, diante do fato que até o presente momento não há no Brasil pesquisa relacionando auditoria voluntária e custo da dívida, espera-se também que haja contribuições juntas às demais pesquisas, sobre o tema, na literatura mundial.

Quanto à topicalização textual, por fim, propõe-se a seguinte estrutura a este trabalho: na próxima seção, uma breve contextualização da obrigatoriedade de auditoria e de fatores ligados à contratação voluntária de serviços de auditoria,

⁶ Dimensão das leis, direito dos minoritários, direito dos credores, nível de corrupção, requisitos de divulgação e nível de transparência CLAESSENS, YURTOGLU (2013).

evidenciados por pesquisadores em diferentes países do mundo, bem como estudos que motivaram a pesquisa e, conseqüentemente, o desenvolvimento das hipóteses a serem investigadas; na seção 3, consta a fonte de dados, a amostra estudada e modelo de regressão que explica custo da dívida; na seção 4, a apresentação das estatísticas descritivas sobre as principais variáveis, e os resultados dos testes paramétricos e dos modelos de regressão propostos e; na seção 5, encerra-se o trabalho com conclusão da pesquisa.

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

2.1. OBRIGATORIEDADE DE AUDITORIA INDEPENDENTE

Para entender a extensão da auditoria independente no Brasil e segregar as empresas não obrigadas a contratar serviços de auditoria, primeiramente, faz-se necessário saber quais os tipos de empresas ou atividades, obrigadas por força de regulamentação, a contratá-las.

Mas antes de entrar no cenário de brasileiro, até para efeito de comparação entre países, a pesquisa apresenta o ambiente obrigatório de países pesquisados por autores que também contribuíram para o desenvolvimento das hipóteses deste estudo.

De acordo com Kim *et al.* (2011), na Korea, todas as empresas que têm suas ações negociadas em bolsa de valores são obrigadas por lei a terem suas demonstrações financeiras anuais auditadas por empresa ou profissional independente. Essa exigência também se aplica a todas as empresas de responsabilidade limitada que tenham ativos totais, no início do ano fiscal, superior a 7 bilhões de won sul coreano, ou que tenham mais de 50% do total de suas ações, em poder do governo.

Já na Finlândia, estudos realizados por Karjalainen (2011) referentes a amostras de empresas em atividade no período de 1999 a 2006 informam que praticamente todas as instituições eram obrigadas a contratarem auditoria. Porém os auditores são segregados oficialmente em dois níveis, por meio de diferentes certificados emitidos por entidades responsáveis por supervisioná-los.

Assim, de acordo com Karjalainen (2011) emissoras de títulos públicos ou que contemplassem dois dos três critérios - (i) os ativos totais maior que € 25 milhões, (ii) a receita bruta maior que € 50 milhões, e (iii) mais de 300 empregados - eram auditadas por auditorias nível 1, enquanto empresas que tivessem outros dois dos três critérios - (i) ativos totais maior que € 0,34 milhões, (ii) a receita bruta maior que € 0,68 milhões, e (iii) mais de 10 empregados - eram auditadas pelo nível 2. Contudo, existia um terceiro nível, não certificados, que podiam ser contratados por empresas não enquadradas em nenhum dos dois níveis supracitados..

Agora, quanto ao ambiente brasileiro, de acordo com o IBRACON, a contratação de serviços de auditoria por auditor externo independente é obrigatória para todas as sociedades anônimas de capital aberto, bem como para empresas de capital fechado que tenham faturamento acima de R\$ 300 milhões ou patrimônio maior que R\$ 240 milhões, ou ainda para empresas com atividades reguladas⁷ pelo governo. (IBRACON, 2018).

Assim, no Brasil, além de empresas reguladas pelas CVM, ou seja, com ações negociadas em bolsa de valores e regidas pela lei 6.404/76, também são obrigadas, por força de leis federais, a contratarem auditoria externa, empresas com atividades relacionadas (i) à previdência complementar e de seguros privados; (ii) ao serviço público de transporte rodoviário interestadual, e, ou internacional de passageiros; (iii) à transmissão e distribuição de energia elétrica, telefonia; e (iv) ao sistema financeiro nacional.

⁷ SUSEP – Superintendência de Seguros e Previdência Complementar – Lei 9.656/98
ANTT – Agência Nacional de Transporte Terrestres – Resolução 3.524/2010
ANNEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica – Resolução 396/2010
ANATEL – Agência Nacional de Telefonia – Resolução 396/05
BACEN – Banco Central – Lei 3.198/04

2.2. ESTUDOS RELACIONADOS À AUDITORIA VOLUNTÁRIA

No intuito de entender a demanda por auditoria voluntária ocorrida em um ambiente não regulado na década de 1920, por empresas não listadas na bolsa de valores de Nova York, os pesquisadores, Merino, Mayper e Sriram, (2018), indicaram que incentivos de mercado não foram suficientes para tornar a auditoria um dispositivo eficaz de monitoramento e, nem mesmo, para resultar na publicação de relatórios financeiros adequados. De acordo com os pesquisadores, as empresas poderiam escolher, entre uma infinidade de práticas contábeis e bases de avaliação, as que melhor lhes interessassem, sem que fosse necessária a divulgação de métodos utilizados. Naquela época, as corporações contavam com liberdade virtual para relatar o que queriam, uma vez que seu principal incentivo para contratação voluntária dos serviços de auditoria, não era econômico, e sim político (MERINO; MAYPER; SRIRAM, 2018).

Mais adiante, em um ambiente financeiro e contábil já regulado, Collis, Jarvis e Skerratt, (2004) em seus estudos sobre a demanda por auditoria em pequenas empresas do Reino Unido, além de sinalizarem que os benefícios desse porte de empresas, em terem suas contas auditadas, superam os custos de sua contratação, chamam a atenção à relação de agência entre a empresa, banco ou outros credores, transcendente da exigência legal de auditoria, ao evidenciarem que empresas que possuem empréstimos preferem ter suas contas auditadas para satisfazer as necessidades de instituições financeiras, podendo, inclusive, resolver o conflito de agência entre proprietários e gerentes de pequenas empresas que não fossem inteiramente familiares.

Nesse mesmo sentido, analisando auditoria voluntária em relação à redução de conflito de agência entre empresa e investidores, uma pesquisa realizada em 2008, na China, sobre consequências da auditoria voluntária no mercado chinês, sinaliza que os gestores, diante de notícias de prevalência de gerenciamento de resultados no país, contratam voluntariamente serviços de auditoria para melhorar a credibilidade dos números contábeis e, com isso, transmitirem um sinal de redução de risco para investidores, ao avaliarem os fluxos de caixa futuros das empresas. (HAW; QI; WU, 2008).

Os estudos de Haw, Qi e Wu (2008) também sugerem que a contratação voluntária de auditoria, por empresas chinesas listadas em bolsa, para analisar suas demonstrações financeiras realizadas de forma intercalar, são bem mais valorizadas pelo mercado, em relação às empresas que também divulgam relatórios intermediários, mas que não contratam auditoria.

Em 2009, Alle e Yohn, a partir de dados alcançados nos Estados Unidos sobre os fatores associados à produção e ao uso de demonstrações contábeis por pequenas empresas de capital fechado, utilizando-se de base de dados oriundos da receita federal norte americana, evidenciou que pequenas empresas de capital fechado com demonstrações financeiras voluntariamente auditadas possuem maior acesso ao crédito, bem como menor custo de capital em relação às empresas que não contratam auditoria.

Em 2013, Carey e Tanewski, em sua pesquisa realizada na Austrália, por meio da qual investiga a demanda de auditoria voluntária pelos proprietários de empresas agrícolas em um ambiente não regulamentado, pôde compreender que o conflito de família, entre os proprietários rurais, não tem um impacto significativo sobre a decisão do agricultor para realizar uma auditoria de forma voluntária.

Por fim, estudos de Cobo *et. al* (2017), realizados na Espanha, mencionam que pequenas empresas que terceirizam os serviços contábeis para escritórios menores tendem a contratar voluntariamente empresas de auditoria.

2.3. DESENVOLVENDO HIPÓTESES OBJETOS DA PESQUISA

Estudos realizados por Minnis (2011), nos Estados Unidos evidenciaram que empresas com demonstrações financeiras auditadas, naquele país, têm significativamente um menor custo da dívida em relação média de empresas europeias. Verificou-se, também, que demonstrações financeiras auditadas são altamente associadas com taxas de juros, sugerindo que os credores usam essa informação intensamente no processo de precificação da dívida, além de evidenciar que os credores dão importância à opinião, de um terceiro habilitado, sobre as demonstrações financeiras das empresas.

Nesse mesmo sentido, Lennox e Pittman (2011), em sua pesquisa sobre auditoria obrigatória e voluntária, fornecem fortes evidências de que empresas que deixam de ser obrigadas, por força de regulamentação, a contratarem auditorias e que continuam contratando-as desfrutam significativamente de altas classificações de crédito após a mudança, pois a decisão de ser examinada voluntariamente transmite uma informação adicional para os analistas de créditos. Isso sugere que a imposição de auditoria remove um importante mecanismo a qual as empresas são capazes de comunicar suas qualidades

E, Niemi *et al.* (2012), por sua vez, em seu estudo na Finlândia, com foco em pequenas empresas de capital fechado, encontrou evidências de que as empresas com dificuldades financeiras são mais propensas a contratarem um auditor externo. Sinalizou-se, com isso, a consonância desses dados ao pensamento de que o

aconselhamento de um auditor externo é útil para clientes angustiados financeiramente. Durante a pesquisa, também foram encontradas evidências de que empresas que terceirizam sua contabilidade se sentem com mais necessidade de contratarem serviços de auditoria independente.

Além disso, não se pode deixar de citar que, nesse mesmo estudo, foi entendido que os bancos cobram taxas mais elevadas tanto na abertura quanto sobre os empréstimos contratados após mudanças de auditor e, ainda, que são mais propensos a imporem exigências de garantia sobre esses empréstimos. Porém, a mesma pesquisa indicou que não houve mudança nas taxas de crédito fornecidas pelos bancos às empresas que mudaram de auditor em virtude do desaparecimento da Arthur Andersen, um das BIG da época. Entende-se, portanto, que os bancos parecem ser capazes de discriminar entre as mudanças de auditorias voluntárias e involuntárias.

Por outro lado, Johnson *et. al* (1983), em seu estudo empírico realizado nos EUA sobre o papel da auditoria na decisão de concessão de créditos pelos bancos, por meio de uma pesquisa realizada com os agentes de créditos bancários para responder, entre outras hipóteses, a influência da auditoria das demonstrações financeiras na determinação da taxa de juros, apontaram que nem a decisão de conceder empréstimos e nem a decisão de definição de taxas de juros diferem entre os grupos de empresas não auditadas e auditadas voluntariamente.

Nesse mesmo sentido, Wright e Davidson (2000), em sua pesquisa, voltada ao modelo de tomadas de decisões pelos agentes de crédito bancário, realizada por meio de questionários, a vice-presidentes de instituições financeiras de seis distritos do Canadá, sugerem que o fato de demonstrações financeiras estarem auditadas, não afeta a avaliação de risco de crédito.

Cabe destacar que estudos relacionados à governança corporativa evidenciaram que boas práticas de governança corporativa, entre elas auditoria independente, podem reduzir o custo da dívida e alavancagem financeira, além de aumentar o valor de mercado das empresas. Porém, sinalizam que não há um modelo de governança corporativa padrão a ser implementado para todos os países, visto que cada país tem suas próprias culturas, leis e regulamentos (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; ARAS, 2015).

Diante da sinalização de pesquisadores supramencionados, então, e no intuito de verificar se há, no ambiente brasileiro, associação entre auditoria voluntária e custo na dívida, este estudo investiga a seguinte hipótese:

H1: O custo da dívida é menor para as empresas que realizam auditoria voluntária do que para as empresas, também não obrigadas, que não contratam auditoria.

Nessa perspectiva, mas incluindo resultados sobre o tamanho das empresas que realizam a auditoria voluntária, Kim *et al.* (2011), em sua pesquisa sobre auditoria voluntária e custo de capital de empresas fechadas, realizado no Korea, evidenciaram que empresas fechadas que contrataram auditorias voluntárias pagam taxas de juros significativamente mais baixas do que as empresas fechadas também não obrigadas, porém sem auditoria. E que, entre as empresas fechadas com auditorias voluntárias, a taxa de juros sobre o empréstimo é significativamente menor para aquelas que contrataram auditoria com uma Big 4 internacionalmente reconhecida em relação àquelas que não contrataram uma Big 4.

Já na Finlândia, estudo realizado pelo pesquisador Karjalainen (2011) mostram que as empresas privadas auditadas por uma Big 4 possuem um menor custo de dívida frente às empresas que não foram auditadas por uma Big 4,

evidenciando que a qualidade da auditoria é percebida pelos credores durante a avaliação de crédito das empresas.

Lennox e Pittman (2011), por sua vez, explicitam que as empresas que optaram por continuar com a auditoria, mesmo deixando de ser obrigatório, são menos propensas a contratarem uma das Big 4, e que as empresas pagam, significativamente, contratos de auditorias mais baratos durante o período obrigatório do que empresas que permanecem auditadas após deixarem de ser obrigatórias. Essa evidência sugere que as empresas auditadas obrigatoriamente cumpriram somente o que era exigido pela auditoria e que essas empresas foram objetos de um controle menos rigoroso do que as empresas que teriam escolhidas voluntariamente serem auditadas.

Já estudos de Francis *et al.* (2016), no EUA, sobre os efeitos da mudança de auditor sobre o custo da dívida de empréstimos bancários, evidenciaram que, independentemente da qualidade do auditor ou de quem interrompeu o contrato, auditor ou auditado, os spreads aumentaram significativamente com a mudança, do mesmo.

Recentemente, Cobo *et al.*, (2017), sobre determinantes na continuidade de contratação da auditoria de forma voluntária, na Espanha, indicam que há uma percepção de melhora na qualidade dos relatórios financeiros e de controle dos registros contábeis, por parte dos auditados, e que esse fato aumenta a probabilidade das empresas continuarem contratando o serviço de forma voluntária.

E mais, os resultados dessa pesquisa também demonstram que os serviços de auditoria oferecidos por uma das BIG-4 às pequenas e médias empresas possuem melhor qualidade, e que isso pode ser explicado pelo fato de que as BIG-4 sabem da grande probabilidade dessas empresas continuarem voluntariamente

contratando os seus serviços, quando estes são fornecidos por grandes empresas de auditoria. Em contrapartida, destaca-se que empresas que já possuem uma boa relação com os seus credores, principalmente instituições financeiras, têm menor probabilidade de contratarem auditoria voluntária. E por fim, sinalizam que as empresas que possuem uma maior reputação no mercado e que são auditadas por uma Big 4 percebem importantes vantagens em seus relacionamentos com terceiros.

Assim, os estudos supracitados levam ao desenvolvimento da seguinte hipótese a ser testada no ambiente brasileiro:

H2: Entre as empresas que contratam auditoria voluntária, o custo da dívida é menor para aquelas com auditor big-four do que para aquelas com auditor, não big-four.

Capítulo 3

3. METODOLIGA DE PESQUISA

3.1. AMOSTRA, SELEÇÃO E TRABALHO DOS DADOS

A amostra inicial desta pesquisa foi extraída do banco de dados da empresa EMIS, especialista em coletas de dados em todo mundo, a qual possui informações de mais de 330 mil empresas brasileiras no seu banco dados. A base EMIS conta com informações cadastrais, financeiras e de risco, de empresas de sociedade aberta listadas, deslistadas, não listadas, empresas reguladas por órgãos do governo, bem como empresas de sociedade de responsabilidade limitada de grande, médio e pequenos portes.

A amostra pesquisada cobre demonstrações financeiras de empresas, sediadas no Brasil, entre os anos de 2014 e 2018, período disponível na base EMIS até o momento da coleta dos dados. Entende-se também que, nesse período, as pequenas e médias empresas brasileiras, principalmente as auditadas, já estariam adaptadas ao padrão IFRS⁸, aprovado no Brasil mediante Pronunciamento Técnico, CPC – PME⁷, que foi transformado em norma de contábil no final do ano de 2009, mediante Resolução CFC n. 1.255/2009.

Assim, como no trabalho de Kim *et al.* (2011), foram excluídas da amostra inicial as empresas de grande porte, de serviços financeiros (banco comercial, os serviços privados de crédito, corretagem de investimentos, seguros e etc.), visto

⁸ International Financial Reporting Standards

que a natureza dos relatórios de contabilidade para empresas perfil de atividades difere da natureza das demais atividades.

Também, foram excluídas todas as empresas com atividades operacionais relacionadas à administração pública e aos serviços de utilidade pública, obrigadas por lei a contratarem auditorias externas. Dessa forma, a amostra é composta apenas por empresas desobrigadas a realizarem auditoria voluntária.

A partir dessa primeira triagem, iniciou-se o tratamento da amostra com informações somente de empresas não obrigadas a contratarem serviços de auditoria. Assim, para amenizar potenciais problemas de *outliers*, de forma semelhante a Kim *et al.* (2011), foram excluídas observações com dados insuficientes para medir custo da dívida; isto é, saldo de dívida, no passivo, e de despesas financeiras, na demonstração de resultado, sem informações ou com valor igual a zero.

Além disso, visando eliminar os possíveis efeitos de variação cambial no valor total da despesa financeira, também foram excluídas observações de empresas cuja atividade fosse especificamente de importação e exportação.

Dessa forma, similarmente ao trabalho dos pesquisadores Kim *et al.* (2011) e Minnis (2011), conforme pode ser observado no Painel A, da Tabela 1, após exclusões de todas as observações que pudessem de alguma forma distorcer o resultado da pesquisa, restaram 989 empresas e um total final de 1.659 observações para análise das variáveis e modelo da pesquisa.

Tal como descrito no Painel B da Tabela 1, foram obtidas um total de 1.659 observações durante o período de 2014 e 2018 após a aplicação dos critérios de seleção supramencionados. Das 1.659 observações, 265 referem-se a empresas

que contrataram voluntariamente serviços de auditoria e 1.394 de empresas que não sofreram processo de auditoria.

TABELA 1: SELEÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA

Painel A : Seleção da amostra

Total inicial de observações em empresas não obrigadas a auditoria	=	11.397
Observações de Empresas Importadoras e Exportadoras	=	(1.515)
Observações que impossibilitam o cálculo do Custo da Dívida	=	(8.223)
Total de observações entre 2014 a 2018	=	1.659

Fonte: Elaborado pelo autor.

Painel B : Distribuição da amostra por ano

Amostra	2014	2015	2016	2017	2018	Total por categoria
Auditadas	64	66	74	42	19	265
Não Auditadas	346	346	360	258	84	1.394
Total anual	410	412	434	300	103	1.659

Fonte: Elaborado pelo autor.

É interessante notar que o número de observações, tanto das empresas que foram auditadas quanto das que não contrataram o serviço, permaneceram praticamente os mesmos entre os períodos de 2014 e 2016, sofrendo quedas nos dois próximos anos. Vale mencionar que essa queda, com potencial de ser objeto

de futuros estudos, pode sinalizar por exemplo que, por retração da economia, entre os anos de 2017 e 2018, as empresas não tinham incentivos para publicar oficialmente suas demonstrações e/ou contratar serviços de auditoria.

Agora, ao analisar o Painel C da Tabela 1, que segrega a amostra por estados, é possível verificar que, dos 27 estados brasileiros, apenas quatro não aparecem na amostra, sendo dois da região Norte, Amapá e Rondônia, e outros dois da região Nordeste, Paraíba e Piauí. Isso faz com que a amostra seja bem representada a nível nacional.

Ademais, apenas os estados de Roraima e Alagoas não reportaram informação oficial sobre contratação de auditoria voluntária. Um ponto interessante, do ponto de vista concentração de publicação de demonstrações financeiras e contratação de serviços de auditoria, é que os estados das Regiões Sul e Sudeste foram os que mais tiveram observações. Outra informação que chama a atenção é o fato de que, no estado do Mato Grosso, localizado na Região Centro Oeste, 50% do total de observações foram de empresas que contrataram serviços de auditoria.

Painel C : Distribuição da amostra por estados

Estado (UF)	Não Auditoria	Auditoria	Total
Acre	3	1	4
Alagoas	3	0	3
Amazonas	14	4	18
Bahia	49	9	58
Ceara	74	2	76
Distrito Federal	18	7	25
Espirito Santo	40	8	48
Goiás	24	4	28
Maranhao	4	1	5
Mato Grosso	27	24	51
Mato Grosso do Sul	6	1	7
Minas Gerais	149	14	163
Para	13	3	16
Parana	103	34	137
Pernambuco	31	4	35
Rio Grande do Norte	7	5	12
Rio Grande do Sul	141	38	179
Rio de Janeiro	150	29	179
Roraima	1	0	1
Santa Catarina	102	12	114
Sao Paulo	427	61	488
Sergipe	3	1	4
Tocantins	5	3	8
Total	1.394	265	1.659

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em seguida, o Painel D apresenta a distribuição da amostra por atividades de negócios. Exceto para atividade de mineração e extração de petróleo e gás, nota-se que todas as demais atividades da amostra possuem observações de empresas que contrataram e não contrataram serviços de auditoria. Outro ponto curioso é o fato de as atividades de serviços profissionais, técnicos e científicos representarem 23% do total da amostra sendo que entre o total de observações de empresas auditadas, 21% pertencem a essa atividade.

Painel D : Distribuição da amostra por atividade principal

Atividade Principal	Não Auditadas	Auditadas	Total por Atividade
Seviços Adm., Suportes,I e Gerenc. de Resíduos	93	21	114
Agricultura, silvicultura	79	27	106
Alojamento e Alimenta	43	5	48
Comercio Varejista	73	8	81
Comércio Atacadista	55	5	60
Construção em Geral	134	18	152
Imóveis e Locação	136	16	152
Industrial	141	16	157
Informação	44	2	46
Mineração, Pedreiras e Extração de Petròleo e Gás	15	0	15
Outros serviços (exceto administração pública)	40	12	52
Saúde e Assistência Social	69	29	98
Serviços Profissionais, Científicos e Técnicos	329	56	385
Serviços de artes, entretenimento e recreação	5	4	9
Serviços educacionais	17	22	39
Transporte e Armazenagem	121	24	145
Total Geral	1.394	265	1.659

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, o Painel E da tabela1, de distribuição da amostra, apresenta observações segredadas em dois grupos econômicos, pequenas e médias empresas, conforme classificação de porte⁹ apresentada pela Receita Federal e suas alterações. Nesse painel, observa-se uma preponderância de observações para médias empresas e, que do total de observações referente a empresas que publicaram suas demonstrações, 23% são de empresas que contrataram serviços de auditoria. Enquanto que, no caso das pequenas empresas, 27% do total da amostra, apenas 10% optaram por contratar voluntariamente auditoria.

⁹ Pequeno Porte – Empresas com Faturamento até R\$4,8 milhões
Médio Porte Empresas com Faturamento entre R\$ 4,8 e R\$ 300 milhões

Painel E: Distribuição da amostra por porte econômico

Porte Empresarial	Não Auditadas	Auditadas	Observações por Porte
Médias	988	223	1.211
Pequenas	406	42	448
Total	1.394	265	1,659

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2. MODELO DE REGRESSÃO E DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para testar as hipóteses H1 e H2, a pesquisa utiliza variáveis e modelo de regressão utilizados por alguns dos pesquisadores do tema, mais especificamente dos estudos de Kim *et. al* (2011) e Minnis (2011):

$$Kd_{ij} = \beta_0 + \beta_1 AUDIT_{ij} + \beta_2 AUDIT_{ij} * BIG4 + \beta_3 TAM + \beta_4 ICR_{ij} + \beta_5 ALAV_{ij} + \beta_6 ROA_{ij} + \beta_7 TEMPO + \beta_8 NEGPL Dummy + \epsilon_{ij}$$

Onde:

A variável a ser explicada, Kd , é a estimativa de despesas de juros, calculada a partir de despesas financeiras e dívidas das empresas. Ou seja, custo da dívida é o resultado de despesa financeira no ano t , dividido pelo saldo da dívida do final do ano t . Cabe destacar, assim, que tal estimativa difere da estimativa de juros de Karjalainen (2011), Minnis (2011) e Kim, *et al.* (2011), os quais dividiam despesas de juros no ano t pela média de dívida entre o início e final do ano t .

A principal variável explicativa, $AUDIT$, representando auditoria voluntária, indicará 1 se a empresa contratou serviços de auditoria no ano t , e 0 caso não tenha contratado voluntariamente auditoria. $BIG-4$ é uma variável *dummy*, representada por 1 se as demonstrações financeiras da empresa são auditadas por uma das

empresas de auditoria Big-4 e o caso contrário (KIM *et al.*, 2011; MINNIS, 2011; FRANCIS *et al.*, 2016).

Ao estimar a equação sem o termo de interação, $AUDIT*BIG-4$, o coeficiente β_1 captura a diferença no custo da dívida entre empresas com auditorias voluntária e aqueles sem uma auditoria. Nesse caso, caso o coeficiente β_1 seja negativo tal situação valida a H1, implicando inferir que as auditorias voluntárias têm valor informativo positivo para as empresas que ofertam crédito.

Ao estimar a equação com o termo de interação $AUDIT*BIG-4$, então, o coeficiente sobre $AUDIT$, β_1 , capta a diferença de juros entre as empresas com auditorias voluntárias realizadas por não BIG-4 e aquelas com nenhuma auditoria, enquanto o coeficiente de $AUDIT*BIG-4$, β_2 , captura uma diferença gradual na taxa de juro de empresas auditadas por BIG-4 em relação à taxa juros para empresas auditadas por uma não Big-four.

Assim, a diferença de taxa de juros entre empresas auditadas por BIG-4 e empresas com nenhuma auditoria é capturada pela soma dos coeficientes β_1 e β_2 . E, caso o coeficiente de β_2 seja negativo e a soma dos coeficientes de β_1 e β_2 , seja também negativa ($\beta_1 + \beta_2 < 0$) tal situação será consistente com H2, implicando inferir que auditorias voluntárias realizadas por BIG-4 possuem maior valor informativo para os credores do que as auditorias voluntárias realizadas por empresas não BIG-4, reduzindo ainda mais o custo da dívida.

Na mesma linha de outros pesquisadores que estudam a interferência da auditoria voluntária no custo da dívida, com objetivo de isolar o efeito de auditoria voluntária dos efeitos de outros fatores financeiros que também podem influenciar a análise de crédito e, conseqüentemente, o custo da dívida, o modelo de regressão desse estudo utiliza as seguintes variáveis de controle:

- (I) TAM, tamanho da empresa, visto que empresas maiores tendem a possuir maiores movimentações operacionais e, por isso, exigirem mais controles e melhores níveis de governança corporativa, o que pode influenciar na variação positiva ou negativa do custo da dívida. Tal variável é calculada como logaritmo do ativo total da empresa (BLACKWELL *et al.*, 1998; HAW, QI, WU, 2008; NIEMI *et al.*, 2012);
- (II) ICR, índice de cobertura de juros, que consiste no resultado da divisão de lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, EBITDA, pelo total da despesa financeira do mesmo ano. Pelo fato de essa variável ter a atribuição de mensurar a capacidade operacional que cada empresa possui para arcar com a despesa de juros, esse indicador pode ser levado em consideração durante a análise de risco e de definição de taxa de juros pelas empresas que ofertam crédito (MINNIS, 2011; KIM *et al.*, 2011; LENNOX, PITTMAN, 2011);
- (III) ALAV, alavancagem, mensurada pela relação entre o passivo total do ano t , dividido pelo total de ativos do ano t , tem como objetivo identificar a capacidade da empresa de pagar suas dívidas. De acordo com estudos anteriores, empresas mais endividadas podem resultar em maior risco financeiro e, com isso, uma maior taxa de juros (MINNIS, 2011; KIM, 2011; LENNOX, PITTMAN, 2011; ARAS, 2015; FRANCIS *et al.*, 2016);
- (IV) ROA, retorno sobre o ativo, mensurado pela divisão do lucro operacional (EBIT) pelo ativo total do mesmo ano. Essa relação mostra o quão eficiente uma empresa, independentemente de tamanho, está usando os seus ativos. Isso pode ser levado em consideração durante a definição

da taxa de juros, pelas instituições que ofertam crédito (MINNIS, 2011; ARAS. 2015);

- (V) TEMPO, mensurado pela diferença entre a data de constituição da empresa e o último ano fiscal por ela apresentado. O tempo de vida de uma empresa possibilita que instituições financeiras e demais credores analisem, em maior ou menor quantidade, o histórico de suas transações financeiras, o que pode influenciar na definição da taxa de juros;
- (VI) NEGPL, passivo a descoberto, uma variável dummy que equivale a 1, se os passivos totais excedem os ativos totais, ou seja, patrimônio líquido negativo, como um controle adicional considerado no risco de crédito (MINNIS, 2011; KIM, 2011).

Capítulo 4

4.RESULTADO

4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A tabela 2 apresenta estatísticas descritivas para amostra de 989 empresas que publicaram suas demonstrações financeiras em pelo menos um ano, entre o período de 2014 e 2018. Ressalta-se que, para eliminar *outliers*, previamente analisadas, foi utilizada a técnica de *winsorização*¹⁰ para todas as variáveis analisadas.

As variáveis Kd, ALAV e TAM foram *winsorizadas* no 5º e 95º percentis, já as variáveis ROA e ICR, no 10º e 90º percentis, ou seja, os registros com valores acima e abaixo dos percentis, inferiores, nesse caso 5º e 10º percentis, e superiores, 95º e 90º percentis, foram substituídos, respectivamente, pelo maior e menor valor remanescente dos limites estabelecidos.

Além disso, a Tabela 2 é composta de quatro painéis, A, B, C e D, em seguida, painel é apresentado uma breve análise dos valores apresentando-nos mesmos.

¹⁰ Consiste na substituição dos registros com valores acima ou abaixo de determinados limites, inferiores ou superiores, pelo maior e menor valor remanescente do limite estabelecido.

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA AMOSTRA

Painel A : Estatística descritiva de todas observações				
Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Obs
Kd	0,2035	0,1434	0,1882	1659
TAM	3,2676	3,3607	1,1439	1659
ICR	0,1892	0,0599	0,5547	1659
ALAV	0,5588	0,5233	0,3201	1659
ROA	0,0632	0,0489	0,1217	1659
TEMPO	2,9611	2,9957	0,7807	1659

Painel B : Estatística descritiva Auditadas				
Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Obs
Kd	0,23	0,17	0,19	265
TAM	3,81	3,95	1,08	265
ICR	0,21	0,07	0,60	265
ALAV	0,55	0,49	0,32	265
ROA	0,05	0,04	0,11	265
TEMPO	3,13	3,33	0,74	265

Fonte: Elaborado pelo autor.

Painel C : Estatística descritiva Não Auditadas				
Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Obs
Kd	0,1993	0,1397	0,1873	1394
TAM	3,1653	3,2185	1,1267	1394
ICR	0,1859	0,0560	0,5463	1394
ALAV	0,5611	0,5276	0,3209	1394
ROA	0,0663	0,0499	0,1230	1394
TEMPO	2,9288	2,9444	0,7845	1394

Fonte: Elaborado pelo autor.

Painel D : Estatística descritiva Auditadas por BIG-4

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Obs
Kd	0,11	0,07	0,14	8
TAM	3,72	4,37	1,70	8
ICR	0,11	0,04	0,14	8
ALAV	0,37	0,31	0,27	8
ROA	0,10	0,12	0,16	8
TEMPO	2,41	2,28	0,45	8

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Painel A da Tabela 2 apresenta 1.659 observações entre 989 de empresas que publicaram voluntariamente suas demonstrações financeiras. Nesse painel observa-se que, apesar da mediana da variável dependente, Kd, apresentar-se em 14%, a sua média é mais alta, 20%, levando a inferir que o valor de 19% de desvio padrão é influenciado pela quantidade de observações, com valores de custo da dívida (Kd) superior a 14%

No mesmo sentido de Kd, as variáveis explicativas ICR, ALAV e ROA, apresentam medianas com valores menores do que os valores das médias, isto é, os valores de desvio padrão são influenciados pela metade de observações, superiores à mediana das variáveis em análise.

Já variáveis explicativas TAM e TEMPO apresentam valores de medianas, bem próximos aos valores das médias apresentadas. Assim, pode-se inferir que não há diferença significativa para essas variáveis, entre os valores observados.

Ainda conforme o painel A, a variável ROA indica que seus ativos geram, em média, 6% de lucro, sendo que, conforme pode ser constatado pela mediana, o grupo que corresponde à metade superior das observações, reportam valores bem

maiores do que o grupo de observações da metade inferior, que não ultrapassa 4,89%, que pode ser confirmado pelos 12% de desvio padrão, para a variável.

Já a variável ICR apresenta que, em média, o lucro das empresas é capaz de cobrir apenas 19% dos juros, e que essa média é superior à metade das observações da amostra, que não ultrapassa a 5,9%, conforme mediana constatada.

Assim, o painel A da Tabela 2, que retrata o total de observações da pesquisa, viabiliza a inferência de que variáveis do modelo, com exceção das variáveis, TAM e TEMPO, apresentam-se de forma heterogênea.

O Painel B da Tabela 2 apresenta 265 observações do grupo de empresas, que, além de publicarem voluntariamente suas demonstrações financeiras, contrataram serviços de auditoria. Conforme pode ser observado no Painel B, apesar da mediana da variável dependente, Kd, apresentar-se em 17%, a sua média é de 23%. Desse modo, como o desvio padrão é de 19%, pode-se inferir que mais da metade das observações possuem valores superiores a 17%.

Ainda no painel B, é possível verificar que as variáveis TAM e TEMPO, apesar de apresentarem respectivamente medianas 3,95 e 3,33, valores superiores às médias 3,81 e 3,13, pode-se inferir, da mesma forma que o Painel A, que os valores da amostra para essas variáveis estão bem próximos. Já as variáveis ICR, ALAV e ROA, no Painel B, apresentam respectivamente medianas 0,07, 0,49 e 0,04, valores inferiores às suas médias, 0,21, 0,55 e 0,05, porém, com desvios padrões proporcionalmente elevados. Isso aponta que a média é influenciada por valores acima da mediana.

Um dado relevante a ser analisado no Painel B é que, de acordo com o ICR apresentado, em média, as empresas dependem da obtenção de lucros para quitar custo da dívida. E que o ativo operacional da empresa retorna, basicamente, apenas 5% de lucro, para as empresas estudadas. Conclui-se, desse modo, que o retorno bruto das instituições de créditos é 18% (23% - 5%) maior que lucro operacional das empresas auditadas.

Já o Painel C da Tabela 2 apresenta 1.394 observações do grupo de empresas que publicaram voluntariamente suas demonstrações financeiras, mas que não contrataram serviços de auditoria. Nesse painel, observa-se que, apesar da mediana da variável dependente, Kd, apresentar-se em 14%, a sua média é de 20%, levando a inferir que o valor de 19% de desvio padrão é influenciado pelo grupo de observações com valores de custo da dívida (Kd) superior à 14,34%

No mesmo sentido de Kd, as variáveis explicativas ICR, ALAV e ROA, apresentam medianas com valores menores que os valores das médias, ou seja, os valores de desvio padrão são influenciados pela quantidade de observações que pertencem à parte superior das medianas, referentes às variáveis analisadas.

Já variáveis explicativas TAM e TEMPO, apresentam valores de medianas, bem próximos aos valores das médias apresentadas. Assim pode-se inferir, que, para essas variáveis, não há tanta diferença entre os valores observados.

A variável ROA indica que seus ativos geram em média 7% de lucro, para o período apresentado, sendo que, conforme pode ser constatado pela mediana, metade superior das observações reportam valores bem maiores que a metade inferior, que não ultrapassa 5%, coerente com os 12% de desvio padrão. Já a variável ICR, apresenta que, em média, 19% do lucro das empresas são para quitar

dívidas de juros, e que essa média é superior à metade das observações da amostra, não ultrapassando 6%.

Pode-se observar que o resultado dos dados apresentados no Painel C, referente às empresas que não contrataram auditoria é praticamente o mesmo do Painel A, total de observações da amostra. Entende-se, portanto, que as inferências sobre as variáveis do modelo, referente ao grupo de empresas que não contrataram serviços de auditoria, prevalecem sobre o total de empresas observadas.

Por sua vez, o Painel D da Tabela 2 apresenta 8 observações de empresas que, além de publicarem voluntariamente suas demonstrações financeiras, contrataram serviços de auditoria por uma das BIG-4. Nesse painel, observa-se que a mediana da variável dependente K_d é de 7%, e que a sua média, influenciada pela metade superior de observações da mediana, é de 11%. Porém, observa-se que, mesmo a média do grupo de empresas auditadas por BIG-4 sendo influenciada pela metade superior da mediana, ainda assim é menor que a média de K_d do Painel A, que contempla todas as observações da pesquisa.

Ainda referente ao Painel D, a média da variável ROA, influenciada pela metade inferior da mediana de 12% apresenta-se em 10%. Ou seja, os ativos operacionais desse grupo de observações geram aproximadamente 10% de lucro. Superior aos 5% e 4%, respectivamente, que a média de ROA do Painel A, que contempla todas as observações da amostra, e do Painel B, referente às empresas que optaram por contratar os serviços de auditoria, independentemente de serem BIG-4.

E a variável ALAV, cuja média e mediana são praticamente as mesmas, apresenta um nível de endividamento de 37%, sendo inferior a 19% e 18%, respectivamente, que a média de ALAV dos Painéis A e B.

4.2. TESTES MULTIVARIADOS

Diante da percepção de heterogeneidade da amostra apresentadas na tabela 2, da mesma forma que os pesquisadores Kim *et. al* (2011) e Minnis (2010), este estudo apresenta, na Tabela 3, dois painéis, A e B, com testes de diferenças de médias e medianas sendo que Painel A compara as variáveis de empresas com e sem auditoria, e o Painel B, empresas com auditoria BIG-4 e sem auditoria. As comparações de diferenças de variáveis entre as sub-amostras, são realizadas por intermédio do teste t Student, e teste z Wilcoxon, para as variáveis do modelo de regressão,

No Painel A da Tabela 3, a amostra foi segregada em dois grupos de empresas, não auditadas e aquelas com auditoria voluntária. Verifica-se que a variável dependente Kd, taxa de juros, é significativamente maior para a amostra de empresas auditadas, AUDIT, do que para a amostra de empresas não auditadas. Isso indica ser, assim como na matriz correlação Pearson, inconsistente com H1.

TABELA 3: RESULTADOS DAS COMPARAÇÕES MULTIVARIADAS

Painel A : Teste de Diferença de médias e medianas entre empresas Auditadas e Não Auditadas

Variáveis	(A) Auditada N=265	(B) (-) Não Auditada N=1394	(=)	Teste t (z) das Difs de Médias e Medianas (H0: A-B= 0)
Dependente:				
Kd	0,23	0,20		0,03 **
	-0,17	-0,14		-0,03 **
Explicativas:				
TAMANHO	3,81	3,17		0,64 ***
	3,95	3,22		0,73 ***
ICR	0,21	0,19		0,02
	0,07	0,06		0,01
ALAVANCAGEM	0,55	0,56		-0,01
	0,49	0,53		-0,04
TEMPO	3,13	2,93		0,20 ***
	3,33	2,94		0,39 ***
ROA	0,05	0,07		-0,02 **
	0,04	0,05		-0,01 **

Fonte: Elaborado pelo autor. Legenda: *, **, *** indicam a diferença estatisticamente significativa entre médias em 'Não Auditadas' e 'Auditadas' em 10%, 5%, 1% (respectivamente)

Os resultados de ambos os testes, t Student e z Wilcoxon, sinalizam claramente que, com exceção das variáveis ICR e ALAV, tanto a média e a mediana, das variáveis, TAM e TEMPO, ao nível de 1%, bem como Kd e ROA, ao nível de 5%, diferem significativamente, entre as amostras de empresas auditadas, AUDIT, e não auditadas.

Painel B : Teste de Diferença de médias entre empresas auditadas por BIG-4 e Não BIG-4

Variáveis	(A) BIG-4 N=8	(-)	(B) Não BIG-4 N= 1651	(=)	Teste t (z) das Difs de Médias e Medianas (H0: A-B= 0)
Dependente:					
Kd	0,11 (0,07)		0,20 (0,14)		-0,09 (-0,07) *
Explicativas:					
TAMANHO	3,72 (4,37)		3,27 (3,36)		-0,46 (1,01)
ICR	0,11 (0,04)		0,19 (0,06)		-0,08 (-0,02)
ALAV	0,37 (0,31)		0,56 (0,52)		-0,19 * (-0,21) *
TEMPO	2,41 (2,28)		2,96 (3,04)		-0,56 ** (-0,76) **
ROA	0,10 (0,12)		0,06 (0,05)		-0,04 (0,07)

Fonte: Elaborado pelo autor. Legenda: *, **, *** indicam a diferença estatisticamente significativa entre médias em 'Não Auditadas' e 'Auditadas' em 10%, 5%, 1% (respectivamente)

No Painel B da Tabela 3, segregamos a amostra em dois grupos de empresas, auditadas por BIG-4, e sem auditoria. Os resultados apresentam uma diferença pouca significativa, ao nível dos 10%, para mediana, mas que não há diferença significativa para a média de taxa de juros, Kd, entre as empresas auditadas por BIG-4, e aquelas sem contratação de auditoria, sinalizando, também, que a amostra é inconsistente para H2.

Por outro lado, as variáveis explicativas ALAV e TEMPO sinalizam que existe diferença significativa, aos níveis de 10% e 5%, respectivamente, tanto para média como para mediana, entre os dois grupos da amostra, empresas auditadas por BIG-

4 e, empresas sem contratação de auditoria. A Tabela 4 traz a relação entre as variáveis por meio dos coeficientes da matriz de correlação do teste de Pearson. O objetivo desta tabela é apresentar o nível de relação entre duas variáveis, para todas as variáveis pesquisadas e utilizadas no modelo de regressão, bem como o nível de significância entre elas. Assim, quanto mais próxima de 1, maior será a relação, positiva ou negativa entre as variáveis.

TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON

Variáveis	AUDIT	Kd	TAM	ICR	ALAV	ROA	NEGPL
Kd	0,0509 0,3800						
TAM	0,2052*** 0,0000	-0,0189 0,4412					
ICR	0,0137 0,5762	0,1316*** 0,0000	0,1058*** 0,0000				
ALAV	-0,0163 0,5068	0,0367 0,1346	-0,0833*** 0,0007	0,04207* 0,0871			
ROA	-0,0585** 0,0173	0,0186 0,4498	-0,0090 0,7142	0,2131*** 0,0000	-0,2755*** 0,0000		
NEGPL	0,0030 0,9027	-0,0004 0,9861	-0,1359*** 0,0000	-0,0968*** 0,0001	0,6517*** 0,0000	-0,2877*** 0,0000	
TEMPO	0,0949*** 0,0001	0,1581*** 0,0000	0,1696*** 0,0000	0,0593** 0,0157	-0,0278 0,2584	-0,0707*** 0,0040	0,0426* 0,0831

Fonte: Elaborado pelo autor. Legenda: *, **, *** indicam a diferença estatisticamente significativa das médias, respectivamente à 10%, 5% e 1%

A variável AUDIT, que indica 1 se a empresa é auditada e 0 se a empresa não contratou serviços de auditoria, apresenta uma associação positiva, porém abaixo de 50%, ao nível de 1% significância com as variáveis explicativas, TAM e TEMPO, e negativa, também baixa, ao nível de 5% com o ROA, sinalizando que empresas que contratam serviços de auditoria, em média, possuem maiores ativos, maior tempo de constituição e menores retornos sobre os ativos operacionais.

Nota-se também que a variável Kd apresenta uma baixa relação positiva com a variável, AUDIT, porém sem significância, indicando, num primeiro momento, de forma contrária a Kim *et. al* (2011) e Minnis (2010), porém no mesmo sentido de Jonhson *et al* (1983), Weright e Davidson (2000), Alle e Yohn, (2009) e Cassar *et al.* (2015), que não há diferença no custo da dívida entre empresas que contratam e não contratam auditoria.

Ainda tratando-se de Kd, observa-se que ICR e TEMPO, apresentam uma baixa, inferior a 50%, associação positiva ao nível de 1% de significância. Indica-se, com isso, que empresas com maior tempo de constituição, bem como com maior capacidade de pagamento de juros, possuem um maior custo da dívida.

Ao analisar a correlação da variável TAM com as demais variáveis do modelo, observa-se associação positiva com as variáveis ICR e TEMPO, porém negativa com as variáveis ALAV e NEGPL, todas ao nível de 1% de significância, indicando que, quanto maior a capacidade de pagamento, assim como de tempo de constituição das empresas, maior é o seu tamanho. E que empresas maiores são menos endividadas, bem como possuem menores passivos a descoberto.

A variável ALAV é associada negativamente, por sua vez, às variáveis ROA e NEGLP, ao nível de 1% de significância, sinalizando que empresas com menor retorno sobre ativos operacionais, bem como com menor passivo a descoberto, são mais endividadas.

Quanto à variável ROA, observa-se sua associação às variáveis NEGPL e TEMPO, o que indica que os ativos operacionais de empresas com menores passivos a descobertos, bem como de empresas com menor tempo de constituição, apresentam maior retorno, para amostra analisada.

4.3. RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO

Nas seções anteriores, as estatísticas descritivas, matriz correlação de Pearson e testes de diferenças de médias e medianas, utilizadas para analisar individualmente cada variável, sinalizaram rejeição para as duas hipóteses investigadas.

Já nesta seção, as variáveis são analisadas como parte integrante de um todo. Assim, cada uma das variáveis que compõem a regressão dará o valor da sua participação, por meio de coeficientes de inclinação na variável resposta, que nesse caso trata-se de custo da dívida, KD.

Ressalta-se que, como apenas 8 das 1659 observações, são auditadas por BIG-4, o termo de interação, $AUDIT*BIG-4$, apresentado inicialmente no Modelo de Regressão da pesquisa, não mais será utilizado. Dessa forma não será possível investigar a H2, também objeto inicial da pesquisa.

Na tabela 5 são apresentados os resultados da regressão pelos métodos Mínimo Quadrado Ordinários - MQO, Efeito Fixo - EF e Efeito Aleatório - EA.

Cabe mencionar que os dados se encontram desbalanceados no painel, ou seja, entre o período de 2014 e 2018 a amostra não contém observações em todos os anos para todas as empresas. Assim, uma empresa pode ter observações em apenas um ano, dois, três, quatro ou em todos os cinco anos, referente ao período pesquisado.

TABELA 5: RESULTADOS E COMPARAÇÃO ENTRE OS MODELOS MQO, EF, EA.

Variáveis Explicativas	Sinal Esp.	MQO		EF		EA	
		Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
AUDIT	-	0,025 (0,013)	0.055*	0,018 (0,025)	0.475	0,012 (0,014)	0.395
TAM	-	-0,011 (0,004)	0.008 ***	-0,032 (0,021)	0.131	-0,011 (0,005)	0.030 **
ICR	-	0,040 (0,009)	0.000 ***	0,028 (0,011)	0.009 ***	0,033 (0,008)	0.000 ***
ALAV	+	0,037 (0,020)	0.070*	-0,014 (0,050)	0.778	0,033 (0,022)	0.131
ROA	-	0,024 (0,040)	0.545	0,084 (0,082)	0.309	0,053 (0,045)	0.233
TEMPO	-	0,040 (0,006)	0.000***	OMITIDO		0,043 (0,007)	0.000***
NEGPL	+	-0,0271 (0,022)	0.224	-0,024 (0,036)	0.498	-0,019 (0,023)	0.405
INTERCEPTO		0,067 (0,024)	0.007***	0,262 (0,077)	0.001***	0,058 (0,028)	0.041**
Nº de Obs		1.659		1659		1659	
Nº Empresas		989		989		989	
Adj R-sq		0,0537		0,537		0,463	
Test F				3,46 ***			
				0.0000			
Teste Breusch and Pagan				207.69***			
				0.0000			
Teste Hausman				10,02			
				0.4391			

*, **, *** indicam a diferença estatisticamente significativa entre médias em 'Não Auditadas' e 'Auditadas' em 10%, 5%, 1% (respectivamente). Em parênteses encontram-se Erro Padrão Robusto com agrupamento por empresa.

Observa-se, nos resultados da regressão pelo método MQO, que o coeficiente sobre a variável AUDIT, isto é, β_1 , além de ser positivo, é significativo ao nível de 10%. Tal coeficiente indica que o custo da dívida, K_d , de uma empresa que contrata auditoria voluntaria, após controle de outros fatores que podem influenciar no custo, é, em média, maior do que para empresas que não contratam

auditoria. Sinaliza-se, então, que o resultado nesse modelo é inconsistente com a H1.

Tal resultado é contrário aos estudos de Blackwell *et al.* (1998), que apresentaram uma redução de 25% de juros de dívida para empresas que contrataram auditoria, bem como contrária a pesquisa de Minnis (2010), cuja redução informada foi de 60% dos spreads da dívida.

Contudo, no intuito de solucionar possíveis problemas de omissões de variáveis e, conseqüentemente, resultados enviesados, visto que além da amostra ser formada por empresas de vários setores e regiões do Brasil e, com isso, terem grande probabilidade de possuírem características diferentes, também foram rodadas e apresentados na tabela 5, regressões pelo método de dados em painéis, EF e EA.

O método de dados em Painel, com Efeito Fixo, EF, é um método utilizado para controlar variáveis não observadas, em virtude das características particulares de cada empresa e, que também são constantes ao longo do tempo, de forma que essas diferenças não observadas sejam captadas pelo intercepto.

Observa-se nesse modelo, EF, que o coeficiente sobre a variável AUDIT, isto é, β_1 , é positivo, porém não significativo. Tal coeficiente indica que não há diferença no custo da dívida, K_d , entre empresas que contratam auditoria e aquelas sem auditoria, sinalizando assim, como no modelo MQO, que o resultado é inconsistente com a H1.

A Tabela 5 apresenta também o resultado da regressão, pelo método de dados em Painel com Efeito Aleatório, EA, cujo objetivo é de controlar as variáveis não observadas, referentes às características particulares de cada empresa, mas

que não são constantes ao longo do tempo, de modo que essas diferenças não observadas sejam captadas pelo intercepto. Esse método pressupõe que os dados analisados sejam referentes a amostras aleatórias de uma população maior, o que é condizente com amostra da pesquisa.

Nesse modelo, EA, observa-se que o coeficiente referente à variável AUDIT, isto é, β_1 , é menor do que o apresentado pelo Painel de Efeito Fixo, EF, porém também é positivo e não significativo. Indica-se também, nesse modelo que não há diferença no custo da dívida, K_d , entre empresas que contratam auditoria e aquelas sem auditoria.

Ainda assim, com objetivo de dirimir possíveis dúvidas quanto ao método mais adequado para analisar os coeficientes das variáveis do modelo apresentado, a Tabela 5 apresenta: (i) o Teste F, responsável por sinalizar se as empresas pesquisadas possuem características diferentes, rejeitando-se o modelo OLS, caso o p-valor seja significativo; (ii) o Teste Breuch Pagan, responsável por verificar se as empresas possuem características diferentes, e que são as mesmas ao longo do tempo, rejeitando-se o modelo de EF, caso o p-valor seja significativo; e o (iii) Teste de Hausman, responsável por verificar se as características diferentes das empresas não são correlacionadas com todas as variáveis explicativas, rejeitando o modelo de EA, caso o p-valor seja significativo.

Isso exposto, verifica-se que o resultado significativo para o Teste Breuch Pagan, ao nível de 1%, e não significativo para o Teste de Hausman, sugere que o modelo de regressão para dados em painel de Efeitos Aleatórios, EA, é o mais apropriado para testar a hipótese estudada. Isso indica que as variáveis omitidas no modelo, que se encontram no intercepto, β_0 , não estão correlacionadas às variáveis

explicativas da regressão, ou seja, existem outras variáveis também responsáveis por explicar custo da dívida, K_d .

Finalmente, certo de que o modelo de EA é o mais apropriado para amostra estudada, pode se observar na Tabela 5 que há associação positiva, ao contrário do esperado, porém não significativa aos níveis de 1%, 5% e 10% da variável dependente AUDIT. Verifica-se, desse modo, que não há diferença significativa de custo da dívida, K_d , entre empresas que contratam serviços de auditoria e aquelas que não contratam auditores para emitir parecer independente sobre suas demonstrações financeiras. Confirmam-se, assim, as análises preliminares de que os resultados são inconsistentes com a H1.

Ao continuar a análise das demais variáveis do modelo de EA, evidencia-se que TAM apresenta coeficiente negativo, conforme esperado, e significativa ao nível de 5% tendo em vista que, mantidas constantes todas as demais variáveis do modelo, se o tamanho da empresa aumentar em um ponto percentual, a taxa de juros reduz em 0,01% do seu valor.

Já as variáveis ICR e TEMPO apresentam-se com coeficientes positivos, diferente do esperado, porém significativa ao nível de 1%. Entende-se, portanto, que mantidas constantes todas as demais variáveis, quanto maior: (i) a capacidade de absorção de despesas de juros; (ii) bem como de tempo de constituição das empresas, maior será a taxa de juros de juros.

Por fim, como análise adicional, este estudo apresenta a Tabela 6, que traz observações de forma consolidada e, também, segregada entre pequenas e médias empresas.

Nessa tabela, pode-se observar que o coeficiente da principal variável explicativa do modelo, AUDIT, conforme já verificado na tabela 6, não é significativa quando apresentada de forma consolidada. Mesmo quando há segregação, os coeficientes não são significativos nem para o grupo das pequenas e nem para o grupo das médias empresas.

TABELA 6 COMPARAÇÃO ENTRE MÉDIAS E PEQUENAS EMPRESAS PELO MODELO EA

Variáveis Explicativas	Sinal Esp.	Geral		Médias Empresas		Pequenas Empresas	
		Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
AUDIT	-	0,012 (0,014)	0.395	0,018 (0,015)	0,244	-0,010 (0,029)	0,738
TAM	-	-0,011 (0,005)	0.030 **	-0,022 (0,007)	0,002***	-0,016 (0,010)	0,073 *
ICR	-	0,033 (0,008)	0.000 ***	0,037 (0,010)	0,000***	0,013 (0,018)	0,493
ALAV	+	0,033 (0,022)	0.131	0,040 (0,026)	0,123	-0,043 (0,041)	0,290
ROA	-	0,053 (0,045)	0.233	0,001 (0,052)	0,989	0,092 (0,087)	0,289
TEMPO	-	0,043 (0,007)	0.000***	0,042 (0,009)	0,000***	0,026 (0,012)	0,035**
NEGPL	+	-0,019 (0,023)	0.405	-0,015 (0,028)	0,593	0,022 (0,038)	0,557
INTERCEPTO		0,058 (0,028)	0.041**	0,110 (0,042)	0,008***	0,123 (0,045)	0,006***
Nº de Obs		1659		1211		448	
Adj R-sq		0,0463		0.0611		0.0811	
Test F		3,46 *** 0.0000		3.76*** 0.0000		2,04*** 0.0000	
Teste Breusch and Pagan		207.69*** 0.0000		197,92*** 0.0000		21,79*** 0.0000	
Teste Hausman		10,02 0.4391		11,64 0.3100		10,02 0.4391	

*, **, *** indicam a diferença estatisticamente significativa entre médias em 'Não Auditadas' e 'Auditadas' em 10%, 5%, 1% (respectivamente). Em parênteses encontram-se Erro Padrão Robusto com agrupamento por empresa.

Outro ponto curioso a ser observado é que o coeficiente da variável ICR, apesar de apresentar-se significativo ao nível de 1%, para amostra consolidada e de empresas de médio porte, não é significativa para a de pequenas empresas, ou seja, ICR não influencia o custo da dívida de empresas de pequeno porte, independentemente de contratarem ou não serviços de auditoria.

Já os coeficientes das variáveis explicativas TAM e TEMPO apresentaram-se como significativos, porém, ao contrário do que se esperava, com relação positiva com custo da dívida, K_d para as três amostras da Tabela 6. Ou seja, mantidas as demais variáveis constantes, empresas com maiores ativos, bem como com maior tempo de constituição, possuem também maior custo de dívida.

Capítulo 5

5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa analisa 1.659 observações entre 989 empresas que publicaram voluntariamente, ao menos uma vez, entre os anos de 2014 e 2018, suas demonstrações financeiras. E seu resultado, para os três métodos estudados, MQO, Efeito Fixo e Efeito Aleatório, sendo esse último o mais adequado para a amostra pesquisada, de acordo com Teste Breuch Pagan, indica que a contratação de auditoria independente não agrega valor, no que se refere ao custo da dívida, para empresas desobrigadas a contratá-la. Ou seja, ao contrário do que se esperava, empresas que contratam voluntariamente serviços de auditoria não pagam menos juros que as empresas que não contratam auditoria de forma voluntária.

É possível, então, inferir que empresas que contratam auditoria voluntária devem ter outros benefícios, que não o custo dívida, para contratá-la, como conflito de agência, evidenciado nos estudos de Haw; Qi e Wu, (2008), e Carey e Tanewski (2013).

Também, pode-se inferir, assim como evidenciado na pesquisa de Niemi *et. al* (2012), sobre como o mercado entende o processo de troca de empresas de auditorias pelas contratantes, que as instituições financeiras devem exigir grandes valores em garantias, ao invés de solicitarem demonstrações financeiras auditadas para avaliarem a real situação econômica financeira das empresas e, conseqüentemente, sua capacidade de arcar com os compromissos assumidos, o que pode ser evidenciado nessa pesquisa durante análise das variáveis ICR e ROA,

as quais, ao contrário do que se esperava, tinham associação positiva com o custo da Dívida, ROA.

Por outro lado, visto que auditoria independente é uma das boas práticas de governança corporativa e, de acordo com os indicadores do estudo de Claessens, Yurtoglu (2013), o Brasil, diferentemente da Korea, Finlândia e dos EUA, onde, inclusive, pesquisas evidenciaram que auditoria voluntária influencia na redução da taxa de juros, possui um sistema de governança fraco, sendo inferível que o resultado está coerente com o fato de que mecanismos voluntários de governança não influenciam no custo da dívida, quando realizados por empresas que se encontram sediadas em países com sistema de governança fraco diante da sua realidade cultural, comercial, territorial e legal (CLAESSENS E YURTOGLU, 2013; ARAS, 2015).

Ressalte-se, no entanto, que este estudo não é isento de limitações, pois além das demonstrações financeiras, seria extremamente enriquecedor ter acesso às cláusulas contratuais entre as empresas que obtiveram financiamentos e empréstimos e os credores que deram origem às observações pesquisadas, de forma a captar exigências que deixem os credores mais confortáveis que não a real capacidade operacional e financeira das empresas, ratificada por pareceres de auditoria.

REFERÊNCIAS

ALLEE, Kristian D.; YOHN, Teri Lombardi. The demand for financial statements in an unregulated environment: An examination of the production and use of financial statements by privately held small businesses. **The accounting review**, v. 84, n. 1, p. 1-25, 2009.

ARAS, Guler. The effect of corporate governance practices on financial structure in emerging markets: evidence from BRICK countries and lessons for Turkey. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 51, n. sup2, p. S5-S24, 2015.

BLACKWELL, David W.; NOLAND, Thomas R.; WINTERS, Drew B. The value of auditor assurance: Evidence from loan pricing. **Journal of accounting research**, v. 36, n. 1, p. 57-70, 1998.

CAREY, Peter; TANEWSKI, George. Voluntary demand for auditing by farm businesses: An Australian perspective. **Accounting and management information systems**, v. 12, n. 2, p. 213-234, 2013.

CASSAR, Gavin; ITTNER, Christopher D.; CAVALLUZZO, Ken S. Alternative information sources and information asymmetry reduction: Evidence from small business debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 59, n. 2-3, p. 242-263, 2015.

CLAESSENS, Stijn; YURTOGLU, B. Burcin. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

COBO, Estefanía Palazuelos; DEL CORTE, Javier Montoya; CRESPO, Ángel Herrero. Determinantes de la continuidad en la contratación de la auditoría de forma voluntaria: evidencia para el caso de España. **Revista de Contabilidad**, v. 20, n. 1, p. 63-72, 2017.

COLLIS, Jill; JARVIS, Robin; SKERRATT, Len. The demand for the audit in small companies in the UK. **Accounting and business research**, v. 34, n. 2, p. 87-100, 2004.

DA SILVA, André Luiz Carvalhal; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

FRANCIS, B. B., Hunter, D. M., Robinson, D. M., Robinson, M. N., & Yuan, X. (2016). Auditor changes and the cost of bank debt. **The Accounting Review**, 92(3), 155-184, 2016

HAW, In-Mu; QI, Daqing; WU, Woody. The economic consequence of voluntary auditing. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 23, n. 1, p. 63-93, 2008.

KARJALAINEN, Jukka. Audit quality and cost of debt capital for private firms: Evidence from Finland. **International journal of auditing**, v. 15, n. 1, p. 88-108, 2011.

KIM, Jeong-Bom, SIMUNIC, Dan A., STEIN, Michael T., YI, Cheong H. . Voluntary audits and the cost of debt capital for privately held firms: Korean evidence. **Contemporary accounting research**, v. 28, n. 2, p. 585-615, 2011.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL - IBRACON

Disponível em <http://www.ibracon.com.br/ibracon/Portugues/detNoticia.php?cod=506>> Acesso em 30 Set, 2018.

JOHNSON, Douglas A.; PANY, Kurt; WHITE, Richard. Audit report and the loan decision: actions and perceptions. **Auditing: Journal of Practice and Theory**, v. 2, n.2, 38-51, 1983.

LENNOX, Clive S.; PITTMAN, Jeffrey A. Voluntary audits versus mandatory audits. **The Accounting Review**, v. 86, n. 5, p. 1655-1678, 2011.

MERINO, Barbara D.; MAYPER, Alan G.; SRIRAM, Ram S. Voluntary audits in New York markets in 1927: a case study. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 21, n. 5, p. 619-642, 1994.

MINNIS, Michael. The value of financial statement verification in debt financing: Evidence from private US firms. **Journal of accounting research**, v. 49, n. 2, p. 457-506, 2011.

NIEMI, Lasse; KINNUNEN, Juha; OJALA, Hannu; TROBERG, Pontus. Drivers of voluntary audit in Finland: to be or not to be audited?. **Accounting and Business Research**, v. 42, n. 2, p. 169-196, 2012.

RIVA, Enrico Dalla; SALOTTI, Bruno Meirelles. Adoção do padrão contábil internacional nas pequenas e médias empresas e seus efeitos na concessão de crédito. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 304-316, 2015.

WRIGHT, Michael E.; DAVIDSON, Ronald A. The effect of auditor attestation and tolerance for ambiguity on commercial lending decisions. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 19, n. 2, p. 67-81, 2000.