



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

DENIS LEITE CARVALHO

IMPACTO DA OPINIÃO DO AUDITOR NO PREÇO DAS AÇÕES DE COMPANHIAS
BRASILEIRAS

Brasília, DF
2018

DENIS LEITE CARVALHO

IMPACTO DA OPINIÃO DO AUDITOR NO PREÇO DAS AÇÕES DE COMPANHIAS
BRASILEIRAS

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial de obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Responsável:
Prof. Dr. José Alves Dantas

Linha de pesquisa:
Auditoria e Mercado de capitais

Área:
Auditoria

Brasília, DF
2018

CARVALHO, Denis Leite

Impacto da opinião do auditor no preço das ações de companhias brasileiras – Denis Leite Carvalho – Brasília, 2018. 40 f.

Orientador(a): Prof. Dr. José Alves Dantas.

Trabalho de Conclusão de curso (Monografia - Graduação) – Universidade de Brasília, Primeiro Semestre de 2018.

1. Relatório de Auditoria 2. Mercado de Capitais 3. Preço das Ações I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília. II. Título.

CDD –

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva
Vice-reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador de Pós-Graduação do Curso de Ciências Contábeis

Professor Doutor José Antônio de França
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis

Professor Doutor Paulo Augusto Petenuzo Britto
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

DENIS LEITE CARVALHO

IMPACTO DA OPINIÃO DO AUDITOR NO PREÇO DAS AÇÕES DE COMPANHIAS
BRASILEIRAS

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia)
apresentado ao Departamento de Ciências
Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de Brasília como requisito parcial
de obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Contábeis.

Prof. Dr. José Alves Dantas
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Prof. Dr. Otávio Ribeiro de Medeiros
Examinador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade de Brasília (UnB)

BRASÍLIA
2018

Dedico este trabalho à minha família, especialmente aos meus pais, José de Assis e Maria das Dores, a quem devo tudo, e por quem busco me tornar uma pessoa melhor a cada dia.

AGRADECIMENTOS

Deixo os meus sinceros agradecimentos ao professor José Alves Dantas, que além dos valiosos ensinamentos de sala de aula mostrou-me os caminhos que tive de trilhar na realização desta pesquisa, contribuindo muito com a minha formação acadêmica e profissional.

Agradeço ao meu colega de pesquisa Leonardo Oliveira, que na realização de seu trabalho, convergente com a proposta apresentada por este, dividiu a tarefa de coletar dados junto a mim, o que permitiu a nossa colaboração na formação de uma fonte de informações formidável para as nossas respectivas conclusões.

Deixo ainda o meu muito obrigado a todos os meus amigos que me apoiaram e fomentaram discussões inspiradoras nessa jornada da graduação, à minha família (em especial para os meus pais, irmãs e irmãos) pela paciência e apoio em todas as minhas decisões, a Deus, à sorte e à vida, de onde surgem as oportunidades, e que eu agradeço com meu esforço.

RESUMO

Considerada a relevância da informação contábil aliada ao processo de auditoria, o presente estudo pretende observar o comportamento do mercado financeiro em relação a esse tipo de informação, especificamente no tocante ao relatório emitido pela auditoria independente. Assim, o objetivo do estudo é analisar como a emissão de um relatório com opinião modificada impacta o valor de mercado das ações de companhias brasileiras. Adicionalmente, torna-se pertinente avaliar se a emissão de parágrafo de ênfase impacta o preço das ações, ainda que tal parágrafo não represente, necessariamente, problemas com a entidade. Os testes empíricos realizados valeram-se do modelo de Ohlson (1995), que atrela o valor de mercado de uma empresa às informações contábeis absorvidas pelo mercado, e consideraram relatórios e cotações de 195 empresas entre 2009 e 2017. Os resultados não apontaram significância estatística na relação entre a opinião modificada e o preço das ações, e impacto negativo significativamente relevante no preço das ações na existência de parágrafo de ênfase, revelando que os investidores tratam a ênfase como uma informação adicional em suas análises. Essa pesquisa contribui com a literatura sobre o potencial informativo da contabilidade e da auditoria, explorando uma metodologia ainda não utilizada e um período que alcançasse um número significativo de relatórios. As evidências encontradas permitem a discussão sobre como os agentes do mercado financeiro trabalham as informações disponíveis no relatório de auditoria, e apontam que a presença de ênfase não é encarada como uma notícia favorável pelo mercado, mesmo que isso não represente uma opinião modificada.

Palavras-chaves:

Relatório de Auditoria. Mercado de capitais. Preço das ações. Opinião modificada. Parágrafo de ênfase.

ABSTRACT

Considering the relevance of accounting information in connection with the audit process, the present study aims to observe the financial market behavior with respect to this information, particularly regarding the qualified audit reports. Thus, the purpose of the study is to analyze how the issuance of a report with modified audit opinion impacts on the market value of the share of Brazilian companies. In addition, it seems pertinent to assess whether the “emphasis of matter” paragraph emission impact on the stock price, although the inclusion of this paragraph doesn’t represent necessarily problems with the entity. The empirical tests involved the methodology of Ohson (1995), that links the market value of a company’s financial information absorbed by the market and considered reports from 195 companies between 2009 and 2017. The results did not show statistical significance in the relation slump between the modified audit report and the stock price, and significant negative impact on the stock price in the existence of “emphasis of matter” paragraph, revealing that the investors treat the “emphasis of matter” as additional information in their analyzes. This Research contributes to the literature on the informational potential of accounting and auditing, exploring a methodology that has not yet been used and a period that presents a significant number of reports. The evidence found supports discussions of how shareholders uses the available information in the qualified audit report and point out that the presence of “emphasis of matter” is not regarded as good news for them, even if it doesn’t represent a modified opinion.

Keywords:

Qualified Audit Report. Capital Market. Share Prices. Modified Audit Opinion. “Emphasis of Matter” Paragraph.

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 - Seleção da amostra | 22 |
| Tabela 2 - Estatísticas gerais sobre a pesquisa | 23 |
| Tabela 3 - Estatísticas descritivas do modelo (3.2) | 24 |
| Tabela 4 - Matriz de correlação de Pearson entre os regressores do modelo (3.2) | 26 |
| Tabela 5 - Estimação do modelo (3.2) para identificação da relação entre a emissão de opinião modificada e o impacto no preço das ações (valor de mercado das ações) | 27 |

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| 1 INTRODUÇÃO | 10 |
| 2 REFERENCIAL TEÓRICO | 12 |
| 2.1 Utilidade da Informação no Mercado de Capitais | 12 |
| 2.2 O Papel da Auditoria na Divulgação das Informações Contábeis..... | 13 |
| 2.3 O Impacto do Relatório de Auditoria no Preço das Ações..... | 15 |
| 3 PROCEDER METODOLÓGICO | 19 |
| 3.1 Hipóteses de Pesquisa..... | 19 |
| 3.2 Modelo..... | 20 |
| 3.3 Amostra | 21 |
| 4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO | 23 |
| 4.1 Estatísticas Gerais..... | 23 |
| 4.2 Estatísticas descritivas | 24 |
| 4.3 Matriz de Correlação | 25 |
| 4.4 Estimação do Modelo de Ohlson (1995) | 26 |
| 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 29 |
| REFERÊNCIAS | 31 |
| APÊNDICE - LISTA DE EMPRESAS UTILIZADAS NOS TESTES | 34 |

1 INTRODUÇÃO

Desde quando a contabilidade passou a ser reconhecida como instrumento fundamental para o processo de tomada de decisões daqueles que estão envolvidos direta ou indiretamente com uma organização, houve a necessidade de se estabelecer critérios, princípios e mecanismos de padronização e harmonização que permitissem o cumprimento da sua função de forma plena, que é a de fornecer informação relevante de maneira fidedigna.

E sendo a contabilidade “a linguagem de comunicação dos agentes econômicos” (NIYAMA e SILVA, 2013, p.34), é preciso haver uma sistemática que garanta que aquilo que está sendo anunciado pela empresa traduz a sua real situação financeira e patrimonial, e que todos os usuários possam ter acesso às mesmas informações. Nessa situação a auditoria encontra sua área de atuação, reduzindo assimetrias e dando credibilidade aos demonstrativos, ao constatar que as práticas contábeis estão de acordo com o *framework* aplicável à entidade.

Desse modo, é válido afirmar que o processo de auditoria é fundamental para agregar credibilidade e confiabilidade às demonstrações financeiras, elementos fundamentais para um bom funcionamento de qualquer mercado de capital (DANTAS, 2012), pois espera-se que os agentes de tais mercados reúnam o máximo de informações possíveis para realizar a melhor escolha, e o relatório de auditoria visa assegurar que tais informações sejam de boa procedência.

Ao cumprir a função de promover confiabilidade para os demonstrativos financeiros, a auditoria faz com que o mercado crie expectativas em relação ao processo de realização dos trabalhos da auditoria independente no qual as empresas são submetidas. Tais expectativas giram em torno do fato dos agentes esperarem que os auditores sejam capazes de detectar qualquer anormalidade que possa acontecer numa empresa. Daí a importância do relatório de auditoria para reduzir assimetrias de informações entre gestores e investidores.

Alguns estudos já comprovaram a relevância da divulgação das demonstrações contábeis nas decisões de investidores, como observado por Bernardo (2001). Contudo são poucos os estudos que buscam verificar o impacto da opinião do auditor sobre as demonstrações no mercado de capitais. Isto pode ser explicado pelo fato de diversas variáveis serem responsáveis por impactos notados nos preços das ações, por exemplo, que é um dos meios de se verificar como os investidores estão reagindo às informações que têm acesso. Variáveis essas que podem ser o próprio resultado apresentado, forma como a empresa passa a financiar suas operações, notícias de troca de diretores e executivos, decisões administrativas divergentes do esperado pelo acionista ou, até mesmo, boatos, que dificultam a observância do impacto no preço da ação por conta da empresa ter recebido um relatório de auditoria com opinião modificada (BERNARDO, 2001).

Al-Thuneibat *et al* (2007) ressalta o consenso que existe na literatura contábil sobre a importância e relevância tanto da informação contábil quanto do processo de auditoria para o processo de tomada de decisão de diversos usuários, e destaca que se não há qualquer reação do mercado em relação ao trabalho realizado pelo auditor, então o seu processo de auditoria passa a ser questionado.

Sendo assim, um estudo que visa observar o nível de importância que os investidores brasileiros dão às informações contábeis e mais especificamente ao conteúdo do relatório de auditoria contribui com a literatura sobre a sensibilidade e relevância da informação contábil para seus usuários.

Nesse contexto, este estudo se propõe a verificar se a emissão de um relatório de auditoria com opinião modificada pode impactar na formação do valor de mercado das ações de companhias brasileira, e se a existência de parágrafo de ênfase também exerce tal influência.

Para esse fim, o trabalho buscou observar essa reação pelo possível impacto sobre o preço de mercado das ações da empresa auditada, sabendo que o relatório de auditoria é o documento que “revela a relevância e fidedignidade das informações apresentadas pela azienda”, como destaca Sobral (2014).

A metodologia utilizada para a realização dos testes baseia-se no modelo de Ohlson (1995), que considera a informação contábil como fator relevante na formação de valor de mercado das ações de uma companhia.

As seções seguintes apresentarão o referencial teórico que serviu de base para o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa (Seção 2); a elucidação do modelo utilizado em atendimento aos objetivos propostos (Seção 3); a análise e discussão de resultados (Seção 4); e as considerações finais (Seção 5), confrontando os fundamentos teóricos aos resultados empíricos encontrados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Utilidade da Informação no Mercado de Capitais

A informação é elemento fundamental para manter o bom funcionamento do sistema de distribuição de valores mobiliários, o chamado mercado de capitais, como define Barreto (2016). Isso porque o alto volume de negociações, a magnitude dos montantes investidos e a diversidade de oportunidades de investimentos são fatores que dependem da confiança do investidor naqueles que administram as companhias, e transmitir informações sobre a capacidade de geração de valor, a evolução das operações de uma entidade e as principais decisões tomadas pelos gestores é o que possibilita esses investidores tomarem suas decisões de comprar, vender ou manter títulos mobiliários.

Os estudos positivos sobre decisões financeiras estão ligados à denominada Teoria Moderna de Finanças, e expõem de forma explícita e tácita a necessidade de possuir informações fidedignas sobre o negócio para servir de *inputs* no processo de tomada de decisões. Esses estudos são constituídos de modelos financeiros formados a partir da década de 50, com Modigliani e Miller (1958), Markowitz (1952), Ross (2010), Sharpe (1964), dentre outros que contribuíram para o entendimento do mercado de capitais que conhecemos atualmente.

Quando Modigliani e Miller (1958) escreveram que o valor de uma empresa é determinado pela capacidade de geração de fluxos de caixa dos seus ativos, ou seja, por uma consequência intrínseca da qualidade de seus ativos, depreende-se que a melhor maneira de se projetar seus fluxos de caixa futuros é conhecendo as informações sobre esses ativos como capacidade produção, estimativas de desgastes, custos e gastos envolvidos na operação, e quando possível, um histórico para avaliar o comportamento ao longo do tempo. Isto reforça a ideia de que manter uma sistemática de troca de informações é fundamental para qualquer projeto de investimento e em qualquer etapa, de maneira geral.

Essa ideia também fica evidente na Teoria de Mercado Eficiente, como destaca Assaf Neto (2015) ao explicar que nessa teoria a eficiência do mercado de capitais fica caracterizada por incorporar imediatamente toda nova informação no preço dos ativos, sendo que para se chegar ao efetivo valor de uma empresa faz-se necessário ter todas as informações imprescindíveis para o estabelecimento das tendências futuras dos resultados econômicos. Assaf destaca, ainda, que caso a informação não seja de boa qualidade, há um distanciamento entre o valor obtido e o valor real da empresa, não refletindo sua riqueza agregada (ou destruída).

Nessa linha de raciocínio, a informação é fundamental para a base das avaliações financeiras, e a contabilidade é o meio de ligação entre os agentes econômicos do mercado, ou como definido por Niyama e Silva (2013), é a linguagem de comunicação entre os agentes econômicos do mercado.

A contabilidade mostra-se, então, como principal meio de fornecer as informações sobre o patrimônio e os resultados financeiros de um empreendimento para os investidores, através dos demonstrativos contábeis. Isto acontece porque no mercado de capitais espera-se que o tomador de decisão busque informações adequadas e confiáveis antes de agir, justamente o objetivo da informação contábil divulgada por uma entidade.

Partindo do consenso teórico de que a contabilidade influencia na tomada de decisões dos usuários, pesquisas como as de Beaver (1968) e Ball e Brown (1968), que usaram a metodologia do estudo do evento descrita por MacKinlay (1997) para verificar se há associação entre as informações contidas nos lucros com os retornos das ações, trouxeram a abordagem empírica para a contabilidade, analisando o potencial informativo dos demonstrativos financeiros.

No Brasil, Bernardo (2001) procurou testar empiricamente qual seria o impacto da divulgação de relatórios contábeis sobre o valor das ações, exatamente uma análise sobre como o mercado reage aos informativos contábeis. Em seu trabalho, Bernardo (2001) buscou examinar a maneira pela qual os investidores que atuam no mercado brasileiro de capitais reagem às divulgações trimestrais de resultado observando o comportamento do preço de 32 empresas em datas próximas da divulgação dos demonstrativos trimestrais entre 1995 e 2001, totalizando 584 eventos. Sua constatação foi que a divulgação desses demonstrativos leva informação relevante para os investidores, que a depender do resultado (lucro líquido por ação) reage de maneira a afetar no preço das ações pelo comportamento das massas de investidores, interpretando os resultados apresentados de forma conjunta entre notícias “boas”, “neutras” ou “más”. A conclusão de Bernardo (2001) vai ao encontro com o tipo de pesquisa dos pioneiros Beaver (1968) e Ball e Brown (1968).

Constatada a relevância da informação e o impacto que a contabilidade pode exercer no ambiente de negócios, há de se questionar o quão sensível está o mercado em relação à peça fundamental que proporciona a confiabilidade e credibilidade discorridas nesta seção aos demonstrativos, que é o relatório de auditoria.

2.2 O Papel da Auditoria na Divulgação das Informações Contábeis

A auditoria definida como o “processo sistemático de obtenção e avaliação objetiva de evidências relacionadas a afirmações a respeito de ações e eventos econômicos, para aferir a correspondência e critérios estabelecidos e a comunicação dos resultados a usuários interessados”, pelo *Auditing Concepts Committee (1972)*, traz consigo uma clara noção do seu papel no mercado de capitais. Isso porque a função de coletar evidências suficientes para confirmar que as demonstrações apresentadas estão adequadas é o que leva confiabilidade ao investidor.

Nesse sentido, o relatório que consolida os trabalhos realizados pelo auditor independente torna-se peça importante da informação divulgada pelas empresas, podendo exercer influência significativa na tomada de decisões do investidor, como sugere Al-Thuneibat *et al* (2007).

O processo de auditoria independente passa a ser visto, então, como peça capaz de fornecer informações para os investidores, desmitificando o entendimento de alguns investidores de que a auditoria seja apenas mais um exercício burocrático que a entidade deva manter por convenção.

Esforços para melhorar o produto ofertado pelos auditores estão constantemente sendo realizados, justamente para fazer frente às críticas que a profissão enfrenta. No Brasil, o destaque é a adoção do novo relatório de auditoria, proposto pelos pronunciamentos em auditoria do IFAC (*International Standards on Auditing - ISA*), em 2016 pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) através das Normas Brasileiras de Contabilidade Técnicas de Auditoria (NBC TA 701), que entre as mudanças traz:

- a) a introdução dos principais assuntos de auditoria (assuntos comunicados aos administradores, que exigiram atenção significativa e que o auditor julgar relevante adicionar nesta seção)
- b) a reordenação do relatório, onde a opinião passa a vir na primeira seção do relatório;
- c) conclusão do auditor em relação a continuidade operacional da entidade;
- d) descrição da responsabilidade da administração; e
- e) declaração explícita de independência do auditor.

Isso colabora com a perspectiva de que a auditoria possa fornecer base suficiente para o investidor fazer seu próprio julgamento sobre a entidade, dado que com esses elementos no relatório é possível verificar o escopo, as limitações, e as áreas de maior significância durante a execução dos trabalhos.

A iniciativa brasileira é influenciada pelas práticas do *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB), sendo que a experiência do Reino Unido é a que melhor

promove tal formatação do chamado relatório ampliado (*expanded auditor's reports*), que além de trazer as mudanças apontadas, permite verificar o nível de materialidade adotado pelo auditor, o que estabelece uma franca transparência nos trabalhos realizados (KPMG, 2016).

E é partindo do potencial do relatório de auditoria de gerar informações relevantes para o investidor que alguns estudos buscaram verificar sua influência observando o comportamento do preço das ações na sua divulgação, como é o caso do trabalho de Souza e Nardi (2016), que analisou essa relação nas companhias brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2014, usando a metodologia de correlação de Spearman (1904). Contudo, o estudo não conseguiu encontrar significância estatística na influência exercida por relatórios modificados nos preços das ações.

Assim, o papel de auditoria fica definido no âmbito do mercado de capitais, cumprindo sua função de verificar a conformidade das práticas contábeis e podendo fornecer informações relevantes complementarmente às demonstrações contábeis aos investidores, como ressalta Sá (2002) ao falar que o público que utiliza um parecer técnico “busca uma opinião sobre o que desconhece, e sendo leigo precisa que a linguagem a ele transmitida esteja de acordo com a cultura do mesmo”.

2.3 O Impacto do Relatório de Auditoria no Preço das Ações

A importância atribuída ao processo de auditoria para o mercado está na sua capacidade de reduzir assimetrias das informações, fornecendo credibilidade para as demonstrações contábeis e contribuindo para uma maior transparência e organização de tal mercado (IBRACON, 2015).

Contudo, essa importância atribuída ao trabalho de auditoria atualmente só pôde ser notada depois de marcos históricos no âmbito contábil e de finanças, que expuseram as necessidades do processo, seja pelo crescimento exacerbado das empresas, o aumento do número de sociedades abertas, a utilização de capital de terceiros, seja pelo estabelecimento de subsidiárias de multinacionais, como aponta o IBRACON (2006). E assim como os acontecimentos trouxeram a tona o surgimento de uma profissão, também vieram consigo o questionamento de diversos pesquisadores sobre a relevância efetiva do seu trabalho para o mercado financeiro de capitais.

Beaver (1968), Ball e Brown (1968) e Firth (1978) são nomes pioneiros que buscaram verificar a relevância da informação contábil e auditoria, respectivamente, em uma época que ainda se discutia uma harmonização dos procedimentos contábeis que pudessem reduzir

assimetrias de informação, fase marcada principalmente pela criação do *Financial Accounting Standards Board (FASB)* nos Estados Unidos.

Na pesquisa de Firth (1978), que envolveu a categorização do conteúdo da opinião dos auditores nos relatórios divulgados no Reino Unido para aferir a influência que estes poderiam exercer nas decisões de investimentos, concluiu-se que a opinião divulgada pelos auditores leva informação relevante aos investidores, mas apenas alguns tipos, onde o auditor destaca um trecho específico da empresa. Porém, não foi possível relacionar a opinião divulgada às ocorrências de retornos anormais.

Na análise teórica sobre a reação do mercado à opinião dos auditores, Melumad e Ziv (1997) classificam as empresas entre “boas” e “ruins” em relação ao desempenho operacional para duas situações onde a opinião do auditor é evitável pela administração e onde ela é inevitável, levando ao mercado “a expressão sincera do que foi encontrado durante o processo de auditoria”.

A conclusão dos pesquisadores foi de que só pode ser notada uma reação do mercado em relação a opinião do auditor quando é possível observar uma opinião negativa com uma aceitação da empresa em divulgar suas demonstrações com esse tipo de opinião (ou quando acaba sendo inevitável), destacando que um dos modos de se verificar o quão importante é a empresa possuir um relatório de auditoria com opinião limpa é usando abordagem de pesquisa de Chow e Rice (1982), que constataram ter relação entre o tipo de opinião e a ocorrência de troca de auditores, informação que também pode gerar uma reação do mercado.

O trabalho de Menon e Williams (2010) explorou uma amostra de 1.194 empresas submetidas à SEC, excetuando as ADRs, verificando se a opinião modificada por conta do posicionamento do auditor em relação a continuidade das operações (o chamado *Going Concern Audit Report, GCAR*) impacta negativamente o retorno das ações, entre 1995 e 2006.

O *Going Concern Audit Report (GCAR)* foi um advento da década de 80, quando o *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)* passou a exigir que o auditor concluísse sobre a continuidade das operações da empresa e divulgasse opinião adversa quando isto acontecesse, através da SAS nº 59 (1988).

O andamento das pesquisas envolveu analisar um período de grandes mudanças na área de governança corporativa, fase moldada por esforços para evitar grandes escândalos empresariais, como os que aconteceram no Banco Barings em 1995, Enron, WorldCom, Parmalat e Siemens no início dos anos 2000, e pelas crescentes mudanças na área de tecnologia, que influenciou o mundo dos negócios pela adaptação das formas como as empresas traçam suas estratégias de crescimento e consolidação no mercado.

Estes são fatores que ajudam a entender em que contexto o mercado pode ter passado a dar uma maior atenção ao trabalho do auditor, que tem o potencial de fornecer informações não levadas em consideração apenas nas demonstrações, como ressaltam Menon e Williams (2010) ao indicar que o conteúdo do *GCAR* que relata problemas sobre como a empresa vem se financiando gera nova informação para os investidores, ao passo que um *GCAR* contendo assuntos sobre dificuldade nas operações e desempenho ruins sucessivos no resultado, não. Isso porque se espera que o mercado já venha acompanhando tais aspectos pelos demonstrativos, como apontam os autores.

Sendo assim, a conclusão que Menon e Williams (2010) foi a de que a opinião do auditor sobre a continuidade da empresa influencia nas decisões dos investidores apenas quando são capazes de gerar informações que o mercado não pôde acompanhar/projetar (novas informações), em outras palavras, que o impacto nos retornos observados depende do conteúdo do *GCAR*.

Alguns estudos com o propósito similar ao que é apresentado por este trabalho tiveram resultados que corroboram a afirmação de que a opinião do auditor gera informação relevante e influencia nas decisões dos investidores, impactando no preço das ações, como Ianniello e Galloppo (2015) que examinaram a reação dos investidores a opinião dos investidores quanto à continuidade ou risco financeiro, na Itália, entre o período de 2007 a 2010, utilizando a metodologia do estudo do evento e encontrando um impacto negativo nas ações quando a opinião era desfavorável.

Robu e Robu (2015) também constataram que havia influência da opinião dos auditores nos retornos das ações, analisando empresas listadas na bolsa de valores da Romênia no ano de 2012, utilizando o método da regressão com análise de covariância.

Outros pesquisadores que identificaram impacto da auditoria no valor das ações foram Lee e Lee (2010) em Taiwan, ao utilizar a regressão múltipla em um período de 1996 a 2009, examinando se havia relação entre a qualidade do processo de auditoria com o valor das medidas contábeis e, conseqüentemente, no valor das ações.

No Brasil, Sobral (2014) e Souza e Nardi (2016) foram responsáveis por pesquisas nesse mesmo sentido, com o uso de modelos estatísticos e períodos de análises diferentes, e resultados inconclusivos, pela falta de relevância dos parâmetros estatísticos.

Sobral (2014) analisou empresas listadas na B3, de todos os setores, no período de 2010 a 2012, com o uso do teste de hipóteses *T-Sudent* para verificar se haveria presença ou não de retornos anormais após a publicação do parecer com ressalva ou abstenção de opinião.

Souza e Nardi (2016) fizeram testes em todas as empresas de capital aberto brasileiras, no período de 2010 a 2014, através do teste U de Mann e Whitney (1947), correlação Spearman (1904) e a regressão dos dados dispostos em painel.

Dado esse apanhado de pesquisas que procuraram estudar o impacto da opinião do auditor nas decisões dos agentes do mercado financeiro de capitais, este trabalho buscará responder se essa é uma realidade vivida na bolsa de valores brasileira, utilizando o modelo de Ohlson (1995) e dados extraídos do Economatica e B3.

3 PROCEDER METODOLÓGICO

Este estudo pode ser classificado de diversos modos no que diz respeito às tipologias existentes na literatura sobre pesquisa na área de ciências sociais aplicadas. Quanto à abordagem metodológica, é respaldado pela teoria empírico-positiva, sendo considerado analítico e quantitativo, em razão da análise e tratamento de dados econômico-financeiros e de preços de ações, conforme propõe Martins e Theóphilo (2016) – ao definirem a abordagem quantitativa como aquelas pesquisas em que os dados e as evidências coletados podem ser quantificados, mensurados. Os dados são filtrados, organizados e tabulados, enfim, preparados para serem submetidos a técnicas e/ou testes estatísticos.

Em relação à estratégia de pesquisa e coleta de dados, foi utilizada a técnica de pesquisa documental, já que segundo Gil (2002), o trabalho que envolve o uso de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos de pesquisa, é classificado de tal maneira.

Através desse arcabouço metodológico, foi possível estabelecer o modelo para os testes empíricos, analisar e selecionar os dados relevantes.

3.1 Hipóteses de Pesquisa

Haja vista o objetivo de pesquisa, foram formuladas duas hipóteses fundamentadas teoricamente no que dispõe a Seção 2, na busca de identificar se de fato a emissão de opinião modificada impacta o preço das ações.

A primeira hipótese tem como base estudos abordados na Seção 2.3, que tiveram um objetivo similar de identificar se o relatório de auditoria seria capaz de fornecer informação relevante aos agentes do mercado financeiro a ponto de impactar nas decisões de compra e venda, com destaque para o trabalho de Ball e Brown (1968), que foi um dos pioneiros em abordar sobre este assunto, e Sobral (2014), que avaliou se existia impacto entre a opinião do auditor e o preço das ações no Brasil.

Esse tipo de pesquisa procura confirmar se a premissa do mercado eficiente sobre o valor de mercado de uma empresa ser composto por todo tipo de informação disponível, se aplica na prática, especificamente se o relatório de auditoria com opinião modificada pode representar uma notícia má para os agentes do mercado, influenciando negativamente no valor de mercado de tal empresa. Assim, a seguinte hipótese é formulada para ser testada empiricamente:

H1: Há associação negativa significativa entre a divulgação de relatório de auditoria com opinião modificada e o preço das ações de companhias brasileiras não financeiras.

Considerando o potencial informacional do relatório de auditoria abordado na Seção 2.2, foi formulada, complementarmente, a segunda hipótese a ser testada, que atende o objetivo de analisar como o mercado reage à existência do parágrafo de ênfase pelo preço das ações, ainda que este parágrafo não represente a existência de problemas com a entidade, uma vez que a opinião não é modificada em razão da sua existência.

A ênfase em algum assunto é exclusivamente uma questão de julgamento do auditor, que geralmente considera para a sua emissão as transações significativas com partes relacionadas, eventos subsequentes importantes que envolvam a venda de segmento importante de uma empresa, riscos e incertezas associadas a contingências ou estimativas significantes, como explica Gramling *et al* (2012). Como os assuntos geralmente abordados nesse tipo de parágrafo trazem informações sobre acontecimentos que fogem da normalidade, é possível que o mercado reaja negativamente a sua existência, mesmo que isso não represente uma modificação de opinião. Assim, a hipótese dois fica definida da seguinte maneira:

H2: Há associação negativa significativa entre a divulgação de relatório de auditoria com parágrafo de ênfase e o preço das ações de companhias brasileiras não financeiras.

3.2 Modelo

Para testar as hipóteses de pesquisa, que avaliam o impacto do relatório de auditoria com opinião modificada (**H1**) ou com parágrafo de ênfase (**H2**) no preço das ações de companhias brasileiras, será utilizado, como referência, o modelo de Ohlson (1995) modificado por Collins, Maydew e Weiss (1997).

Esse modelo relaciona o valor de mercado de uma companhia com suas informações contábeis, considerando como premissa a hipótese de eficiência do mercado em relação às novas informações recebidas pelos acionistas, sendo recorrente sua utilização para avaliar os efeitos de informações contábeis no preço das ações, como, por exemplo, Cupertino e Lustosa (2006), que analisou a aplicabilidade do modelo para o mercado de capitais, chegando a conclusão sobre a possibilidade de extensões ao modelo e uma série de contribuições na literatura acadêmica sobre mercado de capitais através disso, e Cioffi (2009), que utilizou o modelo de Ohlson (1995) para testar o efeito de sinalização dos dividendos no valor das empresas e na projeção de analistas, constatando uma influência da política de distribuição de

dividendos no valor de mercado e uma melhor previsibilidade dos analistas para empresas com menor assimetria na informação.

O modelo de Ohlson (1995), modificado por Collins, Maydew e Weiss (1997) resume o valor de mercado de uma companhia conforme o modelo (3.1).

$$VME_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLA_{i,t} + \beta_2 LLA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Sendo:

$VME_{i,t}$: Valor de mercado por ação da companhia i , ao final do exercício t ;

$PLA_{i,t}$: Patrimônio Líquido por ação da companhia i , ao final do exercício t ;

$LL_{i,t}$: Lucro líquido por ação da companhia i , ao final do exercício t ;

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro da regressão $\sim (0, \sigma^2)$.

Como o objeto deste trabalho trata o relatório de auditoria como peça informacional importante para o mercado, foram inseridas duas variáveis adicionais com a finalidade de testar se relatórios de auditoria com opinião modificada ou parágrafos de ênfase são capazes de influenciar no preço das ações de companhias brasileiras, o que é sintetizado no modelo (3.2).

$$VME_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLA_{i,t} + \beta_2 LLA_{i,t} + \beta_3 MOD_{i,(t-1)} + \beta_4 ENF_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Sendo:

$VME_{i,t}$: Valor de mercado por ação da companhia i , ao final do exercício t ;

$PLA_{i,t}$: Patrimônio Líquido por ação da companhia i , ao final do exercício t ;

$LL_{i,t}$: Lucro líquido por ação da companhia i , ao final do exercício t ;

$MOD_{i,(t-1)}$: Relatório de auditoria com opinião modificada da companhia i , do exercício anterior ($t-1$);

$ENF_{i,(t-1)}$: Relatório de auditoria com parágrafo de ênfase da companhia i , do exercício anterior ($t-1$);

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro da regressão $\sim (0, \sigma^2)$.

De cada uma dessas variáveis, espera-se que haja relação positiva entre $VME_{i,t}$ e o $PLA_{i,t}$ e $LLA_{i,t}$, enquanto para as variáveis de interesse do estudo – as variáveis *dummy* $MOD_{i,(t-1)}$ e $ENF_{i,(t-1)}$ – a relação esperada é negativa, representando um impacto negativo no valor de mercado da entidade.

3.3 Amostra

A realização do estudo contou inicialmente com a coleta de dados econômico-financeiros e histórico de cotações anuais dos preços das ações de 371 empresas não financeiras listadas na B3, do período de 2009 a 2017.

Os testes consideram apenas empresas que possuíam os dados das demonstrações, relatórios de auditoria e o histórico de cotação dos preços no período de 2009 a 2017, excluídas as empresas que tinham dias de movimentação inferiores a 126 dias negociação, que é a metade dos dias úteis para negociação do mercado, em média, e incluídas todas as empresas que tiveram modificação de opinião, ainda que não possuíssem o nível de negociação das ações abordado.

A análise abrangeu o preço de ações ordinárias e preferenciais que foram consideradas como as mais líquidas no mercado. Desse modo, do total de empresas que tiveram seus dados coletadas, foi possível estabelecer um rol de 195 empresas, entre 2009 e 2017, onde foi considerado que o efeito do relatório com modificação de opinião tem teria impacto no valor de mercado do ano seguinte. A Tabela 1 resume o tratamento dado a essas empresas:

Tabela 1: Seleção da amostra.

| Descrição | Quantidade | Percentual |
|---|-------------------|-------------------|
| Total de empresas pesquisadas | 371 | 100,0% |
| (-) Empresas com baixa negociação na bolsa ¹ | 66 | 17,8% |
| (-) Empresas com PL negativo em algum exercício <i>t</i> | 110 | 29,6% |
| = Total de empresas utilizadas nos testes | 195 | 52,6% |
| Total de empresas/ação utilizadas nos testes ² | 231 | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Do total de 371 empresas não financeiras listadas na B3, 195 empresas por espécie de ação obedeciam aos critérios estabelecidos para a aplicação dos testes. Dessas, 66 não apresentaram dias de movimentação no mercado financeiro superior a 126 dias e outras 110 possuíam patrimônio líquido negativo em alguns dos períodos, o que compromete a análise do impacto da opinião modificada do auditor no preço das ações, uma vez que esse tipo de informação por si só já impacta negativamente o preço de mercado das ações, como constatado por Bernardo (2001).

¹ Foram consideradas empresas com alta negociação na Bolsa aquelas com dias de movimentação igual ou superior a 126 dias, que é a metade dos dias úteis para negociação do mercado, em média.

² É a observação que relaciona o número de empresas aos tipos de ações mais líquidas, sendo que algumas das 195 empresas possuíam liquidez nos dois tipos de ação – ON e PN – resultando em 231 empresas/ação a ser utilizadas nos testes.

4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO

O principal objetivo deste trabalho foi verificar se o relatório de auditoria com opinião modificada influencia no preço de mercado das ações de companhias brasileiras não financeiras, além de analisar se a existência do parágrafo de ênfase na opinião também pode ter algum efeito.

Adicionalmente, foram observados os efeitos de informações contábeis na formação do preço das ações, como a composição do patrimônio líquido e o lucro/prejuízo líquido. Tudo em decorrência da aplicação do modelo de Ohlson (1995) descrito na seção 3.2.

4.1 Estatísticas Gerais

A primeira etapa de pesquisa permitiu o levantamento de dados econômico-financeiros e relatórios de auditoria das 371 empresas no período de 2009 a 2017, além da definição do número de empresas que possuem nível de negociação de suas ações relevante para o objetivo deste trabalho. A Tabela 2 resume as estatísticas gerais sobre essas informações:

Tabela 2: Estatísticas gerais sobre a pesquisa.

| Descrição | Quantidade | Percentual |
|---|------------|------------|
| Total de histórico de cotação por empresa (ON e PN) | 2.162 | 100,0% |
| Ações ordinárias | 1.407 | 65,1% |
| Ações preferenciais | 755 | 34,9% |
| Total de relatórios de auditoria | 2.162 | 100,0% |
| Demonstrações auditadas por <i>Big Four</i> | 1.618 | 74,8% |
| Demonstrações auditadas por Não <i>Big Four</i> | 544 | 25,2% |
| Relatórios contendo parágrafo de ênfase | 1.129 | 52,2% |
| Sem Ressalva | 2.063 | 95,4% |
| Com Ressalva | 88 | 4,1% |
| Abstenção de Opinião | 11 | 0,5% |
| Opinião Adversa | 0 | 0,0% |

Fonte: Dados da pesquisa.

Através dessas 231 empresas/ação, 2.162 dados de cotações de preços de ações em todo o período de análise foram utilizados nos testes, sendo observado como critério o preço do tipo de ação mais líquida.

Por ação mais líquida, entende-se aquele tipo de ação que possui um número maior de dias de negociação no mercado. Assim, 1.407 representa o número de ações ordinárias para o estudo, e 755 preferenciais.

Das empresas utilizadas nos testes, nota-se que 74.8% são auditadas por firmas *Big Four*, uma parcela bastante significativa que comprova a predominância das maiores firmas de auditoria do mundo no mercado de capitais brasileiro. Além disso, boa parte das companhias analisadas são classificadas em algum dos seguimentos de governança da B3 - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1 – 64.5% das empresas.

Sobre os 2.162 relatórios de auditoria utilizados como uma das variáveis nos testes, 52.2% possuíam parágrafo de ênfase e 95% deles possuíam opinião não modificada. Foram constatados 88 relatórios com ressalvas, representando 4.1% do total, e 11 com abstenção de opinião, 0.5% do total.

4.2 Estatísticas descritivas

Para a apuração dos resultados de pesquisa, serão apresentadas inicialmente as estatísticas descritivas da variável dependente *VMEA*, que representa o valor de mercado por ação das empresas, e das variáveis independentes do *PLA*, patrimônio líquido por ação, *LLA*, representando o lucro/prejuízo líquido por ação, *MOD*, que indica a existência ou não de modificação de opinião, e *ENF*, que representa a existência ou não de parágrafo de ênfase. A Tabela 3 resume tais estatísticas:

Tabela 3: Estatísticas descritivas do modelo (3.2).

| | <i>VMEA</i> | <i>PLA</i> | <i>LLA</i> | <i>MOD(-1)</i> | <i>ENF(-1)</i> |
|---------------|-------------|------------|------------|----------------|----------------|
| Média | 27,1153 | 18,3849 | 1,3725 | 0,0485 | 0,5580 |
| Mediana | 11,6400 | 9,1356 | 0,6091 | 0,0000 | 1,0000 |
| Máximo | 1590,0000 | 698,9537 | 382,2429 | 1,0000 | 1,0000 |
| Mínimo | 0,0000 | 0,0004 | -44,9063 | 0,0000 | 0,0000 |
| Desvio Padrão | 73,6266 | 40,0858 | 10,3910 | 0,2149 | 0,4967 |
| Observações | 1731 | 1731 | 1731 | 1731 | 1731 |

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a tabela 3, a variável *VMEA* demonstra uma grande variabilidade, tendo como valor mínimo um preço por ação muito próximo do zero e um valor máximo em R\$ 1.590,00, com um desvio padrão de R\$ 73,63 de uma média de R\$ 27,11. Alguns fatores podem explicar essa grande variabilidade, como a existência de empresas de setores muito diferentes na amostra e a presença de empresas que nos últimos anos estão em processo de recuperação judicial, explicando o valor mínimo muito próximo de zero.

Para a variável *PLA*, o comportamento dos dados é parecido com o que foi observado pelo valor de mercado por ação: existe uma grande variabilidade, sendo o máximo representado

pelo valor de R\$ 698,95 e o mínimo de R\$ 0,0004, com uma média de R\$ 18,38 e desvio padrão de R\$ 40,08. Os motivos para tamanha variabilidade acompanham o que acontece no caso da variável *VMEA*.

Já para a variável *LLA*, nota-se um desvio padrão menor que as outras duas: R\$ 10,39, para uma média de R\$ 1,37. Isso indica que o desempenho das empresas pelo resultado líquido tem uma variabilidade menor que o valor de mercado por ação e o patrimônio líquido por ação, apesar da diversidade de setores na amostra.

As variáveis $MOD_{i,(t-1)}$ e $ENF_{i,(t-1)}$, são do tipo *dummy* e expressam a existência ou não de relatório com modificação de opinião e existência ou não de parágrafo de ênfase, respectivamente. O comportamento médio de cada uma delas foi de 0,0485 para $MOD_{i,(t-1)}$, o que indica uma baixa existência de relatórios com opinião modificada na amostra, e de 0,5580 para $ENF_{i,(t-1)}$, o que representa um número mais significativo de ocorrências de parágrafos de ênfase na amostra.

4.3 Matriz de Correlação

De forma preliminar à estimação do modelo (3.2), foi elaborada a matriz de correlação entre as variáveis para se observar o comportamento pela análise univariada, que detalha as interações entre elas de forma distinta, além de prevenir do risco de multicolinearidade, ao observar se há alto grau de correlação entre os pares de regressores.

Pela regra sugerida por Gujarati (2006), a correlação entre as variáveis independentes não deve ser maior que 0,8 pois representa o problema de multicolinearidade, que compromete a aplicação de testes mais robustos. A tabela 4 apresenta a matriz de correlação.

Tabela 4: Matriz de correlação de Pearson entre os regressores do modelo (3.2)

| | $VMEA_{i,t}$ | $PLA_{i,t}$ | $LLA_{i,t}$ | $MOD_{i,(t-1)}$ | $ENF_{i,(t-1)}$ |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-----------------|-----------------|
| $VMEA_{i,t}$ | 1,0000 | | | | |
| $PLA_{i,t}$ | 0,2682 | 1,0000 | | | |
| $LLA_{i,t}$ | 0,1310 | 0,4603 | 1,0000 | | |
| $MOD_{i,(t-1)}$ | 0,0008 | -0,0360 | -0,0294 | 1,0000 | |
| $ENF_{i,(t-1)}$ | 0,0043 | -0,0569 | -0,0342 | 0,0672 | 1,0000 |

Onde: $VMEA_{i,t}$ é a variável dependente que representa o valor de mercado por ação de uma empresa i ao final do período t ; $PLA_{i,t}$ é a variável independente que demonstra o patrimônio líquido de uma empresa i ao final do período t ; $LLA_{i,t}$ é a variável independente representando o lucro/prejuízo líquido por ação de uma empresa i ao final do período t ; $MOD_{i,(t-1)}$ é a variável *dummy* que assume 1 para a existência de opinião modificada nos relatórios analisados de uma empresa i no período $t-1$, e 0 para opinião sem modificação; e $ENF_{i,(t-1)}$ é outra variável *dummy*, onde 1 representa a existência de parágrafo de ênfase no relatório de auditoria, e 0 a inexistência de parágrafo de ênfase no período $t-1$ da empresa i .

Fonte: Dados da pesquisa.

Destaca-se as seguintes evidências na análise univariada, como o comportamento positivo entre a variável de interesse $VMEA_{i,t}$ e as variáveis independentes $PLA_{i,t}$ e $LLA_{i,t}$. Esse comportamento é um dos resultados esperados, pois o modelo (3.2) parte da premissa de que essas informações são fundamentais na formação do valor de mercado de uma entidade.

Para as variáveis $MOD_{i,(t-1)}$ e $ENF_{i,(t-1)}$, diferentemente do que se esperava pelas hipóteses formuladas na seção 3.1, a análise univariada apresentou correlação positiva para ambas. Isso significa que, preliminarmente, essas duas variáveis não exercem grande influência na formação do preço das ações das entidades analisadas.

Contudo, a matriz de correlação tem como um de seus objetivos principais verificar indícios de multicolinearidade entre as variáveis do modelo de Ohlson (1995), antes de se aplicar a análise multivariada. Assim, verifica-se que nos resultados da matriz não há existência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis do modelo (3.2).

4.4 Estimação do Modelo de Ohlson (1995)

Para testar as hipóteses propostas na seção 3.1 foram realizadas estimações do modelo (3.2), com o uso de dados em painel. Para fins de análise de sensibilidade dos resultados, são promovidas estimações com os métodos pooled, efeitos fixos seccionais, efeitos fixos no período e duplo efeitos fixos, com e sem a incorporação do parágrafo de ênfase, resultando em oito estimações. Considerando as evidências de risco de autocorrelação nos resíduos, as estimações foram realizadas com o método SUR PCSE, que gera parâmetros robustos mesmo

na presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos. A Tabela 5 consolida os resultados encontrados.

Tabela 5: Estimação do modelo (3.2) para identificação da relação entre a emissão de opinião modificada e o impacto no preço das ações (valor de mercado das ações)

| Modelo testado: | | | | | | | | |
|---|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| $VME_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PLA_{i,t} + \beta_2 LLA_{i,t} + \beta_3 MOD_{i,(t-1)} + \beta_4 ENF_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$ | | | | | | | | |
| | Pooled | | Efeitos Fixos no Período | | Efeitos Fixos Seccionais | | Duplo Efeitos Fixos | |
| | Sem ênfase | Com ênfase | Sem ênfase | Com ênfase | Sem ênfase | Com ênfase | Sem ênfase | Com ênfase |
| C | 16,0477 (0,0000) *** | 16,2879 (0,0000) *** | 15,9389 (0,0000) *** | 15,6359 (0,0003) *** | 24,8042 (0,0000) *** | 27,8741 (0,0000) *** | 24,4043 (0,0000) *** | 28,1398 (0,0000) *** |
| $PLA_{i,t}$ | 0,5670 (0,0000) *** | 0,5674 (0,0000) *** | 0,5794 (0,0000) *** | 0,5796 (0,0000) *** | 0,0610 (0,0000) *** | 0,0723 (0,6794) | 0,0865 (0,6216) | 0,1015 (0,5573) |
| $LLA_{i,t}$ | -0,2453 (0,4256) | -0,2473 (0,4256) | -0,3123 (0,3297) | -0,3105 (0,3090) | 0,1390 (0,6036) | 0,1273 (0,6317) | 0,0678 (0,7979) | 0,0567 (0,8298) |
| $MOD_{i,(t-1)}$ | 11,38501 (0,1894) | 11,4938 (0,1927) | 10,7724 (0,2149) | 10,7864 (0,2291) | 11,7765 (0,1765) | 11,4268 (0,1801) | 12,2866 (0,1630) | 11,7545 (0,1690) |
| $ENF_{i,(t-1)}$ | | -0,4943 (0,9020) | | 0,4177 (0,9496) | | -5,4453 (0,0104) ** | | -6,6547 (0,2220) |
| Nº empresas: | 231 | 231 | 231 | 231 | 231 | 231 | 231 | 231 |
| Nº observações: | 1597 | 1591 | 1597 | 1591 | 1597 | 1591 | 1597 | 1591 |
| Período | 2010/2017 | 2010/2017 | 2010/2017 | 2010/2017 | 2010/2017 | 2010/2017 | 2010/2017 | 2010/2017 |
| R^2 | 0,0858 | 0,0861 | 0,0926 | 0,0927 | 0,5132 | 0,5135 | 0,5190 | 0,5190 |
| R^2 ajustado | 0,0841 | 0,0838 | 0,0869 | 0,0864 | 0,4300 | 0,4296 | 0,4339 | 0,4339 |
| F Estatística | 49,8574 | 37,3601 | 16,2036 | 14,6718 | 6,1677 | 6,1184 | 6,0973 | 6,0973 |
| F (p-valor) | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) | (0,0000) |
| Durbin-Watson | 0,4004 | 0,4004 | 0,3982 | 0,3982 | 0,7631 | 0,7631 | 0,7628 | 0,7628 |

Onde: $VME_{i,t}$ é a variável dependente que representa o valor de mercado por ação de uma empresa i ao final do período t ; $PLA_{i,t}$ é a variável independente que demonstra o patrimônio líquido de uma empresa i ao final do período t ; $LLA_{i,t}$ é a variável independente representando o lucro/prejuízo líquido por ação de uma empresa i ao final do período t ; $MOD_{i,(t-1)}$ é a variável *dummy* que assume 1 para a existência de opinião modificada nos relatórios analisados de uma empresa i no período $t-1$, e 0 para opinião sem modificação; e $ENF_{i,(t-1)}$ é outra variável *dummy*, onde 1 representa a existência de parágrafo de ênfase no relatório de auditoria, e 0 a inexistência de parágrafo de ênfase no período $t-1$ da empresa i .

$\varepsilon_{i,t}$: Termo de erro da regressão.

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Pelos dados contidos na Tabela 5, foi possível constatar a relação positiva e relevante das informações sobre o patrimônio líquido por ações, a variável independente $PLA_{i,t}$, e a variável dependente $VME_{i,t}$. Isso confirma a teoria de que as informações contábeis sobre o

PL influenciam no valor de mercado das ações das empresas, pois a composição do patrimônio líquido serve de referência para que analistas possam estimar valores, taxas de remuneração e resultados futuros, como destaca Cupertino e Lustosa (2006).

Contudo, não foi constatada significância entre a relação das informações sobre o lucro/prejuízo líquido das empresas, a variável $LLA_{i,t}$, e o valor de mercado das ações, $VMEA_{i,t}$. O que contraria o modelo teórico de Ohlson (1995) de que o mercado absorve informações de resultados esperados. Essa mesma constatação foi feita por Guia (2018), que também não identificou relevância significativa entre essas duas variáveis, no seu estudo sobre a relevância informacional dos ativos fiscais diferidos para os bancos brasileiros, e Cioffi (2009), na pesquisa que relacionou a sinalização dos dividendos e a avaliação do valor das empresas.

Para as variáveis de interesse, não foi encontrada significância estatística na relação entre a variável independente $MOD_{i,(t-1)}$ e a variável dependente que representa o valor de mercado das ações das empresas, $VMEA_{i,t}$. Isso significa que a existência de opinião modificada não exerce influência significativa nos preços das ações.

Esse resultado é o mesmo encontrado por Sobral (2014) e Souza e Nardi (2016), e traz à tona a inferência de diversos pesquisadores da área de que a informação contábil pode assumir uma posição complementar, não substituta, das informações que de fato têm um peso na formação de valor de mercado das ações. Em suma, a falta de relevância estatística para a relação entre as variáveis $MOD_{i,(t-1)}$ e $VMEA_{i,t}$, não permite a confirmação da hipótese H_1 .

Ainda de acordo com as informações da Tabela 5, o resultado da estimação do modelo que considera a existência de parágrafo de ênfase no relatório de auditoria revela que não há associação com significância estatística entre a variável dependente $VMEA_{i,t}$ e as variáveis independentes $LLA_{i,t}$ e $MOD_{i,(t-1)}$, assim como os achados na primeira aplicação dos testes.

Porém, ao observar a variável independente que representa a existência do parágrafo de ênfase no relatório do auditor na análise, foi constatada relação negativa e relevante entre a divulgação de tal parágrafo e a composição do valor de mercado das ações, quando observado os testes de efeitos fixos seccionais.

Esse resultado revela que o mercado fica em alerta quando há a existência do parágrafo de ênfase, interpretando como uma má notícia a sua existência, apesar de não representar, necessariamente, que a empresa possui problemas. Desse modo, a hipótese que envolve a divulgação do parágrafo de ênfase pelo auditor, H_2 é confirmada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de analisar os possíveis impactos da divulgação do relatório de auditoria independente com opinião modificada no preço das ações das companhias brasileiras listadas na B3, este trabalho trouxe uma reflexão sobre a relevância informacional do trabalho de auditoria, que tem como objetivo promover a credibilidade às demonstrações financeiras.

Além de analisar a influência que um relatório de auditoria com opinião modificada exerceria no mercado de capitais através da observação do comportamento do preço das ações, o estudo também envolveu observar se a divulgação do parágrafo de ênfase pelo auditor em seu relatório, também exerceria alguma influência no valor de mercado das ações da empresa em análise.

Para testar as hipóteses formuladas na seção 3.1 foram analisadas características de 231 empresas/ação, no período de 2009 a 2017, onde foram consideradas aquelas que apresentavam nível significativo de negociação na bolsa e todas as ocorrências de opinião modificada nesse período.

As hipóteses foram testadas pela estimação do modelo de Ohlson (1995) que tem como premissa a teoria de mercado eficiente para a formação do valor de mercado das ações. Assim, o impacto informacional do relatório de auditoria foi adicionado ao modelo com o raciocínio de que seu efeito na formação do valor de mercado de uma empresa seria em período posterior à sua divulgação.

A falta de relevância estatística para a relação entre a divulgação de opinião modificada e o preço das ações rejeita a hipótese H_1 . Compreende-se, desse modo, que o mercado de capitais é influenciado por diversas variáveis que tornam difícil a conclusão sobre o valor informacional dos achados pelo processo de auditoria, representado pelo relatório de auditoria divulgado.

Notícias diversas de fontes de fora à companhia, que podem ser interpretadas de maneiras distintas por perfis diferentes de investidores, como ressalta Bernardo (2001), a divulgação de indicadores de desempenho operacional e informações contábeis trimestrais, que permitem projeções dos investidores, são algumas das variáveis que podem possuir um peso maior na composição do preço de mercado das ações.

Já na hipótese H_2 , que considera o parágrafo de ênfase como relevante para as decisões de compra e venda dos investidores, influenciando no preço das ações, encontrou-se relevância estatística que confirma a hipótese. Isso pode indicar que o parágrafo de ênfase, apesar de não necessariamente indicar problemas com a entidade, desperta o interesse de investidores que

procuram extrair alguma informação para projetar os possíveis rumos da empresa, e daí tomar suas decisões.

As limitações do estudo envolveram a baixa negociação existente no mercado de ações brasileiro, o que reduziu bastante o número de relatórios considerados para os testes, uma vez que considerar empresas com baixa movimentação comprometeria a análise dos retornos diários e anuais, pois gerariam *outliers* que não representariam com fidedignidade a formação do valor de mercado pelo volume de negociação dos ativos numa bolsa de valores.

Empresas com PL negativo também foram desconsideradas, pois a situação crítica de prejuízos constantes não permite concluir se a emissão de relatório com opinião modificada ou divulgação de parágrafo de ênfase traria uma piora significativa no valor de mercado das ações. Além disso, a pesquisa limitou-se às empresas não financeiras listadas na B3.

O estudo nessa área ainda possui aspectos a serem explorados. É possível que a opinião modificada possa refletir algum impacto no mercado de capitais se observado a percepção de risco dos agentes do mercado. Há também a possibilidade de analisar esses efeitos para empresas da área financeira, que possuem peculiaridades na sua contabilidade e poderiam oferecer um bom material de pesquisa. E retomando a questão do potencial informacional do novo relatório de auditoria destacado na seção 2.2, é possível verificar se a divulgação do parágrafo sobre a continuidade operacional da empresa pode impactar no mercado de capitais, seja no preço ou na percepção de risco dos agentes envolvidos.

REFERÊNCIAS

- ALI A. Al-Thuneibat; KHAMEES, Basheer Ahmad; AL-FAYOUMI, Nedal A. The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan. **Managerial Auditing Journal**, Vol. 23, Issue: 1, p. 84-101, 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7ª Ed. São Paulo: Atlas. 2014.
- AUDITING CONCEPTS COMMITTEE. Report of the Committee on Basic Auditing Concepts. **The accounting Review**, 47, Supp, 1972.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An Empirical Evaluation Of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, Vol. 6, p.159-177, 1968.
- BARRETO, Renata. **Você sabe a importância do mercado de capitais?**. InfoMoney, 2016. Disponível em: < <http://www.infomoney.com.br/blogs/economia-e-politica/economia-com-renata-barreto/post/5454164/voce-sabe-importancia-mercado-capitais>>. Acesso em: 01 de outubro de 2017.
- BEAVER, William H. Empirical Accounting Research. **Journal of Accounting Research**, Vol. 6, p. 67-92, 1968.
- BERNARDO, Heloísa Pinna. Dissertação de Mestrado. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais de resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**. São Paulo: USP, 2001.
- CAMPBELL, John Y., LO, Andrew W.; MacKinlay, A. Craig. **The Econometric of Financial Markets**. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1997.
- CIOFFI, Patrícia Leite de Moraes. Dissertação de Mestrado. **O Modelo de Ohlson Aplicado ao Mercado de Capitais Brasileiro para Verificar a Sinalização dos Dividendos no Valor e na Avaliação das Empresas Abertas**. São Paulo: PUC, 2009.
- CUPERTINO, César Medeiros; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. O Modelo Ohlson de Avaliação de empresas: tutorial para utilização. **Contabilidade Vista e Revista**. Vol. 6, p. 47-68, 2006.
- CHOW, Chee W.;RICE, Steven J. Qualified Audit Opinion and Share Prices: An Investigation. Auditing. **A Journal of Practice and Theory**. Vol. 57, p. 326-335, 1982.
- DANTAS, José Alves. Tese de Doutorado. **Auditoria em instituições financeiras: determinantes de qualidade no mercado brasileiro**. Brasília: UnB, 2012.
- FELTHAM, G. A.; OHLSON, J. A. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. **Contemporary accounting research**, Vol. 11, p. 689-731, 1995.
- FIRTH, Michael. Qualified Audit Reports: Their Impact on Investment Decisions. United King. **The Accounting Review**, Vol. 53, p. 642-650, 1978.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6º Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GIROTTI, Maristella. **Normas do novo relatório do auditor**. CFC, 2016. Disponível em: <<http://cfc.org.br/noticias/normas-do-novo-relatorio-do-auditor-independente-sao-publicadas-pelo-cfc/>>. Acesso em: 11 de novembro de 2017.

GRAMLING, Audrey A; RITTENBERG, Larry E. JOHNSTONE, Karla M. **Auditing**. 7ª Ed. [tradução] São Paulo: Cengage Learning, 2012.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2006.

GUIA, Leandro Dias. Dissertação de Mestrado. **Relevância informacional dos ativos fiscais diferidos na indústria bancária brasileira**. Brasília. UnB. 2018.

IBRACON. **Auditoria: Registros de uma profissão**. 2006. Disponível em: <<http://www.ibracon.com.br/ibracon/Portugues/detInstitucional.php?cod=2>>. Acesso em: 07 de março de 2018.

IANNIELLO, Giuseppe; GALLOPPO, Giuseppe . Stock market reaction to auditor opinions. Italian Evidence. **Managerial Auditing Journal**, Vol. 30, p. 610-632, 2015.

JORNAL O ESTADO DE SÃO PAULO. **A importância da auditoria independente para empresas**. Disponível em: <<http://www.ibracon.com.br/ibracon/Portugues/detNoticia.php?cod=2995>>. Acesso em: 07 de março de 2018.

KPMG. **O novo relatório do auditor**. 2016. Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/servicos/auditoria-asseguracao/novo-relatorio-auditor.html>>. Acesso em: 11 de novembro de 2017.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**. Vol. 35, p.13-39, 1997.

LEE, Hsien; LEE, Hua. Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity? **Managerial Auditing Journal**. Vol. 28, p. 628-646, 2010.

MANN, H. B.; Whitney, D. R. On a Test of Whether one of Two Random Variables is Stochastically Larger than the Other. **Ann. Math. Statist**, N° 1, p. 50-60, 1947.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, Vol. 7, p. 77-91, 1952.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 3. Rio de Janeiro Atlas. 2016.

MELUMAD, Nahum D.; ZIV, Amir. A theoretical examination of the market reaction to auditors' qualifications. Chicago. University of Chicago. **Journal of Accounting Research**, Vol. 35, Autumn, p. 239-256, 1997.

MENON, Krishnagopal; WILLIAMS, David D. Investor Reaction to Going Concern Audit. **The Accounting Review**, Vol. 85, p. 2075-2105, 2010.

MODIGLIANI, F.; MILLER, Merton. The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, p. 411-433, 1958.

NIYAMA, Jorge Katsumi. SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Teoria da Contabilidade**. 3ª Ed. São Paulo: Atlas. 2013.

ROBU, Mihaela A.; ROBU, Ioan B. The influence of the audit report on the relevance of accounting information reported by listed Romanian companies. **Procedia Economics and Finance**. Vol. 20, p. 562-570, 2015.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Corporate Finance**. 9ª Ed. New York: McGraw Hill, 2010.

SÁ, A. Lopes de. **Curso de auditoria**. 6ª Ed. São Paulo, SP: Atlas 432 p.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, Vol. 19, N° 3, p. 425-442, 1964.

SOBRAL, Paulo Ricardo Barreto. Dissertação de Mestrado. **Impacto do parecer da auditoria com ressalva ou abstenção de opinião no preço das ações das companhias listadas na BM&FBOVESPA**. Curitiba: UFPR, 2014.

SOUZA, Beatriz Facchini de; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. **Influência da opinião do auditor independente no retorno das ações das empresas brasileiras de capital aberto**. Anais. Brasília: UnB, 2016.

SPEARMAN, C. The Proof and Measurement of Association between Two Things. **The American Journal of Psychology**, 31 p, 1904.

APÊNDICE - LISTA DE EMPRESAS UTILIZADAS NOS TESTES

| CNPJ | EMPRESA | SETOR |
|--------------------|---|-------------------------------|
| 02.541.982/0001-54 | ABRIL EDUCA | MÍDIA |
| 01.917.705/0001-30 | AES ELPA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 02.998.609/0001-27 | AES TIETE | ENERGIA ELÉTRICA |
| 02.387.241/0001-60 | ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A./ RUMO S.A | TRANSPORTE |
| 61.079.117/0001-05 | ALPARGATAS | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 08.364.948/0001-38 | ALUPAR | ENERGIA ELÉTRICA |
| 07.526.557/0001-00 | AMBEV S/A | BEBIDAS |
| 33.050.071/0001-58 | AMPLA ENERG | ENERGIA ELÉTRICA |
| 04.310.392/0001-46 | ANHANGUERA | DIVERSOS |
| 16.590.234/0001-76 | AREZZO | COMÉRCIO |
| 02.919.555/0001-67 | ARTERIS | TRANSPORTE |
| 75.315.333/0001-09 | ATACADÃO S.A | COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO |
| 09.305.994/0001-29 | AZUL S.A | TRANSPORTE AÉREO |
| 00.776.574/0001-56 | B2W DIGITAL | COMÉRCIO |
| 60.851.615/0001-53 | BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 61.374.161/0001-30 | BAUMER S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 82.373.077/0001-71 | BEMATECH | COMPUTADORES E EQUIPAMENTOS |
| 08.723.106/0001-25 | BHG | HOTEIS E RESTAURANTES |
| 56.992.423/0001-90 | BIC MONARK | VIAGENS E LAZER |
| 03.847.461/0001-91 | BRADESPAR S.A | MINERAÇÃO |
| 08.613.550/0001-98 | BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 07.628.528/0001-59 | BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS | AGROPECUÁRIA |
| 42.150.391/0001-70 | BRASKEM S.A. | QUÍMICOS |
| 61.084.984/0001-20 | BRASMOTOR | UTILIDADES DOMÉSTICAS |
| 01.838.723/0001-27 | BRF SA | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 07.700.557/0001-84 | BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 64.904.295/0001-03 | CAMIL ALIMENTOS S.A | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 82.508.433/0001-17 | CASAN | ÁGUA E SANEAMENTO |
| 02.846.056/0001-97 | CCR SA | TRANSPORTE |
| 00.070.698/0001-11 | CEB | ENERGIA ELÉTRICA |
| 92.715.812/0001-31 | CEEE-GT | ENERGIA ELÉTRICA |
| 83.878.892/0001-55 | CELESC | ENERGIA ELÉTRICA |
| 04.895.728/0001-80 | CELPA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 92.791.243/0001-03 | CELULOSE IRANI S.A. | MADEIRA E PAPEL |
| 06.272.793/0001-84 | CEMAR | ENERGIA ELÉTRICA |
| 03.467.321/0001-99 | CEMAT | ENERGIA ELÉTRICA |
| 17.155.730/0001-64 | CEMIG | ENERGIA ELÉTRICA |
| 60.933.603/0001-78 | CESP | ENERGIA ELÉTRICA |
| 47.508.411/0001-56 | CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO | COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO |
| 15.141.799/0001-03 | CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA | SIDERURGIA E METALURGIA |
| 78.876.950/0001-71 | CIA HERING | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 76.500.180/0001-32 | CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO | MATERIAIS DIVERSOS |
| 33.042.730/0001-04 | CIA SIDERURGICA NACIONAL | SIDERURGIA E METALURGIA |

| CNPJ | EMPRESA | SETOR |
|--------------------|--|---------------------------------|
| 07.047.251/0001-70 | COELCE | ENERGIA ELÉTRICA |
| 61.856.571/0001-17 | COMGAS | GÁS |
| 46.014.635/0001-49 | CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 89.723.993/0001-33 | CONSTRUTORA SULTEPA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 71.476.527/0001-35 | CONSTRUTORA TENDA S.A | CONSTRUÇÃO CIVIL |
| 17.281.106/0001-03 | COPASA | ÁGUA E SANEAMENTO |
| 76.483.817/0001-20 | COPEL | ENERGIA ELÉTRICA |
| 50.746.577/0001-15 | COSAN | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 08.887.330/0001-52 | COSAN LTD | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 22.677.520/0001-76 | COTEMINAS | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 02.429.144/0001-93 | CPFL ENERGIA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 08.439.659/0001-50 | CPFL RENOVAV | ENERGIA ELÉTRICA |
| 07.820.907/0001-46 | CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 82.641.325/0001-18 | CREMER | SAÚDE |
| 15.115.504/0001-24 | CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A | QUÍMICOS |
| 01.896.779/0001-38 | CSU CARDSYSTEM S.A. | SERVIÇOS |
| 73.178.600/0001-18 | CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 61.486.650/0001-83 | DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A | SERVIÇOS MÉDICOS E HOSPITALARES |
| 92.665.611/0001-77 | DIMED | COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO |
| 16.614.075/0001-00 | DIRECIONAL ENGENHARIA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 84.683.408/0001-03 | DOHLER | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 11.423.623/0001-93 | DUFREY AG | COMÉRCIO |
| 04.149.454/0001-80 | ECORODOVIAS | TRANSPORTE |
| 82.643.537/0001-34 | ELECTRO ACO ALTONA S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 13.788.120/0001-47 | ELEKEIROZ S.A. | QUÍMICOS |
| 00.001.180/0001-26 | ELETROBRAS | ENERGIA ELÉTRICA |
| 01.104.937/0001-70 | ELETROPAR | ENERGIA ELÉTRICA |
| 61.695.227/0001-93 | ELETROPAULO | ENERGIA ELÉTRICA |
| 02.302.101/0001-42 | EMAE | ENERGIA ELÉTRICA |
| 07.689.002/0001-89 | EMBRAER S.A. | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 02.558.124/0001-12 | EMBRATEL PAR | TELEFONIA FIXA |
| 01.971.614/0001-83 | ENCORPAR | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 03.983.431/0001-03 | ENERGIAS BR | ENERGIA ELÉTRICA |
| 00.864.214/0001-06 | ENERGISA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 04.423.567/0001-21 | ENEVA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 03.220.438/0001-73 | EQUATORIAL | ENERGIA ELÉTRICA |
| 08.807.432/0001-10 | ESTÁCIO | DIVERSOS |
| 61.092.037/0001-81 | ETERNIT S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 56.643.018/0001-66 | EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO | MADEIRA E PAPEL |
| 43.470.988/0001-65 | EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 91.820.068/0001-72 | ÉVORA S.A. | EMBALAGENS |
| 95.426.862/0001-97 | EXCELSIOR | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 08.312.229/0001-73 | EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 22.266.175/0001-88 | FERTILIZANTES HERINGER S.A. | QUÍMICOS |
| 60.643.228/0001-21 | FIBRIA CELULOSE S.A. | MADEIRA E PAPEL |

| CNPJ | EMPRESA | SETOR |
|--------------------|-------------------------------------|---------------------------------|
| 60.840.055/0001-31 | FLEURY | SAÚDE |
| 88.610.126/0001-29 | FRAS-LE S.A. | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 01.545.826/0001-07 | GAFISA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 02.950.811/0001-89 | GER PARANAP - RIO PARANAPANEMA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 33.611.500/0001-19 | GERDAU S.A. | SIDERURGIA E METALURGIA |
| 92.012.467/0001-70 | GRAZZIOTIN | COMÉRCIO |
| 89.850.341/0001-60 | GRENDENE | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 00.649.881/0001-76 | GTD PART | ENERGIA ELÉTRICA |
| 08.402.943/0001-52 | GUARARAPES | COMÉRCIO |
| 49.263.189/0001-02 | HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 10.629.105/0001-68 | HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A. | PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS |
| 02.932.074/0001-91 | HYPERMARCAS | DIVERSOS |
| 08.936.792/0001-12 | IMC HOLDINGS | HOTEIS E RESTAURANTES |
| 56.720.428/0001-63 | INDUSTRIAS ROMI S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 02.258.422/0001-97 | INEPAR EQUIPAMENTOS E MONTAGENS S/A | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 61.156.113/0001-75 | IOCHPE MAXION S.A. | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 02.916.265/0001-60 | JBS | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 60.543.816/0001-93 | JEREISSATI | TELEFONIA FIXA |
| 08.294.224/0001-65 | JHSF PARTICIPACOES S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 33.035.536/0001-00 | JOAO FORTES ENGENHARIA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 91.983.056/0001-69 | KEPLER WEBER S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 89.637.490/0001-45 | KLABIN S.A. | MADEIRA E PAPEL |
| 02.800.026/0001-40 | KROTON | DIVERSOS |
| 49.669.856/0001-43 | LE LIS BLANC | COMÉRCIO |
| 03.378.521/0001-75 | LIGHT S/A | ENERGIA ELÉTRICA |
| 06.948.969/0001-75 | LINX | PROGRAMAS E SERVIÇOS |
| 16.670.085/0001-55 | LOCALIZA | DIVERSOS |
| 10.215.988/0001-60 | LOCAMERICA | DIVERSOS |
| 33.014.556/0001-96 | LOJAS AMERIC | COMÉRCIO |
| 61.189.288/0001-89 | LOJAS MARISA | COMÉRCIO |
| 92.754.738/0001-62 | LOJAS RENNER | COMÉRCIO |
| 56.806.656/0001-50 | M G POLIESTER S.A. | QUÍMICOS |
| 07.206.816/0001-15 | M.DIASBRANCO | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 08.684.547/0001-65 | MAGNESITA REFRACTORIOS S.A. | MATERIAIS DIVERSOS |
| 60.476.884/0001-87 | MAHLE-METAL LEVE S.A. | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 88.611.835/0001-29 | MARCOPOLO S.A. | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 03.853.896/0001-40 | MARFRIG | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 04.821.041/0001-08 | METALFRIO SOLUTIONS S.A. | EQUIPAMENTOS ELÉTRICOS |
| 80.227.184/0001-66 | METALGRAFICA IGUACU S.A. | EMBALAGENS |
| 92.690.783/0001-09 | METALURGICA GERDAU S.A. | SIDERURGIA E METALURGIA |
| 86.375.425/0001-09 | METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 67.620.377/0001-14 | MINERVA | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 08.343.492/0001-20 | MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 61.067.161/0001-97 | NADIR FIGUEI | UTILIDADES DOMÉSTICAS |

| CNPJ | EMPRESA | SETOR |
|--------------------|---|--------------------------------------|
| 71.673.990/0001-77 | NATURA | PRODUTOS DE USO PESSOAL E DE LIMPEZA |
| 97.191.902/0001-94 | ODERICH | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 76.535.764/0001-43 | OI | TELEFONIA FIXA |
| 09.149.503/0001-06 | OMEGA GERAÇÃO S.A | ENERGIA ELÉTRICA |
| 60.398.369/0004-79 | PARANAPANEMA S.A. | SIDERURGIA E METALURGIA |
| 33.000.167/0001-01 | PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS | PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS |
| 83.475.913/0001-91 | PORTOBELLO S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 81.243.735/0001-48 | POSITIVO INF | COMPUTADORES E EQUIPAMENTOS |
| 45.453.214/0001-51 | PROFARMA | COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO |
| 08.741.499/0001-08 | PRUMO | TRANSPORTE |
| 11.669.021/0001-10 | QGEP PARTICIPAÇÕES S.A. | PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS |
| 11.992.680/0001-93 | QUALICORP | SAÚDE |
| 61.585.865/0001-51 | RAIADROGASIL | COMÉRCIO E DISTRIBUIÇÃO |
| 89.086.144/0001-16 | RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 61.584.140/0001-49 | REDE ENERGIA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 12.126.500/0001-53 | REDENTOR | ENERGIA ELÉTRICA |
| 08.534.605/0001-74 | RENOVA | ENERGIA ELÉTRICA |
| 67.010.660/0001-24 | RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A. - RNI | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 61.065.751/0001-80 | ROSSI RESIDENCIAL S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 43.776.517/0001-80 | SABESP | ÁGUA E SANEAMENTO |
| 76.484.013/0001-45 | SANEPAR | ÁGUA E SANEAMENTO |
| 21.255.567/0001-89 | SANTANENSE | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 02.762.121/0001-04 | SANTOS BRP | TRANSPORTE |
| 51.466.860/0001-56 | SAO MARTINHO | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 62.002.886/0001-60 | SÃO PAULO TURISMO | VIAGENS E LAZER |
| 60.500.139/0001-26 | SARAIVA LIVR | MÍDIA |
| 84.693.183/0001-68 | SCHULZ S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 04.065.791/0001-99 | SENIOR SOL | PROGRAMAS E SERVIÇOS |
| 33.161.340/0001-53 | SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 89.096.457/0001-55 | SLC AGRICOLA | AGROPECUÁRIA |
| 15.912.764/0001-20 | SMILES | DIVERSOS |
| 33.009.911/0001-39 | SOUZA CRUZ | FUMO |
| 92.929.520/0001-00 | SPRINGER | UTILIDADES DOMÉSTICAS |
| 07.718.269/0001-57 | SPRINGS | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 60.651.809/0001-05 | SUZANO HOLDING S.A. | MADEIRA E PAPEL |
| 16.404.287/0001-55 | SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. | MADEIRA E PAPEL |
| 09.295.063/0001-97 | TECHNOS | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 08.065.557/0001-12 | TECNISA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 33.111.246/0001-90 | TECNOSOLO ENGENHARIA S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 02.351.144/0001-18 | TEGMA | TRANSPORTE |
| 02.558.157/0001-62 | TELEF BRASIL | TELEFONIA FIXA |
| 06.977.739/0001-34 | TEMPO PART | SAÚDE |
| 11.566.501/0001-56 | TEREOS | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 02.558.115/0001-21 | TIM PART S/A | TELEFONIA MÓVEL |

| CNPJ | EMPRESA | SETOR |
|--------------------|--|-------------------------------|
| 53.113.791/0001-22 | TOTVS | PROGRAMAS E SERVIÇOS |
| 02.474.103/0001-19 | TRACTEBEL | ENERGIA ELÉTRICA |
| 02.998.611/0001-04 | TRAN PAULIST | ENERGIA ELÉTRICA |
| 07.859.971/0001-30 | TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTR. S.A | ENERGIA ELÉTRICA |
| 08.811.643/0001-27 | TRISUL S.A. | CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA |
| 03.014.553/0001-91 | TRIUNFO PART | TRANSPORTE |
| 84.683.374/0001-49 | TUPY S.A. | MATERIAL DE TRANSPORTE |
| 33.958.695/0001-78 | UNIPAR CARBOCLORO S.A. | QUÍMICOS |
| 60.894.730/0001-05 | USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS | SIDERURGIA E METALURGIA |
| 05.799.312/0001-20 | V-AGRO | AGROPECUÁRIA |
| 33.592.510/0001-54 | VALE S.A. | MINERAÇÃO |
| 33.113.309/0001-47 | VALID SOLUÇÕES S.A. | SERVIÇOS |
| 33.041.260/0652-90 | VIAVAREJO | COMÉRCIO |
| 13.324.184/0001-97 | VIGOR FOOD | ALIMENTOS PROCESSADOS |
| 50.926.955/0001-42 | VULCABRAS | TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS |
| 84.429.695/0001-11 | WEG S.A. | MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 59.105.999/0001-86 | WHIRLPOOL | UTILIDADES DOMÉSTICAS |
| 05.721.735/0001-28 | WILSON SONS | TRANSPORTE |
| 33.228.024/0001-51 | WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A. | COMÉRCIO |