



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE (FACE)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS (CCA)  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

LEONARDO OLIVEIRA CARVALHO

**IMPACTO DA OPINIÃO DO AUDITOR NA VOLATILIDADE DO PREÇO DAS  
AÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS**

BRASÍLIA, DF  
2018

LEONARDO OLIVEIRA CARVALHO

**IMPACTO DA OPINIÃO DO AUDITOR NA VOLATILIDADE DO PREÇO DAS  
AÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso 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, Leonardo Oliveira

Impacto da opinião do auditor na volatilidade do preço das ações de companhias brasileiras – Leonardo Oliveira Carvalho – Brasília, 2018.

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. Volatilidade 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 Eduardo Tadeu Vieira  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

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

LEONARDO OLIVEIRA CARVALHO

**IMPACTO DA OPINIÃO DO AUDITOR NA VOLATILIDADE DO PREÇO DAS  
AÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS**

Trabalho de Conclusão de Curso 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, DF  
2018

Dedico este trabalho, primeiramente, a Deus, que me deu forças para vencer todas as dificuldades. Também dedico este trabalho aos meus pais, Claudio Carvalho e Joelma Oliveira, por acreditarem nos meus sonhos e sempre me apoiarem.

## **AGRADECIMENTOS**

Deixo os meus sinceros agradecimentos ao professor José Alves Dantas, por acreditar na minha capacidade e pelo total auxílio e orientação no desenvolvimento desta pesquisa, contribuindo muito com a minha formação acadêmica e profissional.

Agradeço ao meu colega de pesquisa Denis Leite, 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.

Agradeço imensamente minha família, que me apoiou, me auxiliou e sempre acreditou em mim durante toda minha caminhada, aos meus amigos por estarem sempre ao meu lado e por dividirem seus conhecimentos durante a graduação, e a Deus pela força que colocou no meu coração para lutar até alcançar esta grande meta na minha vida.

## RESUMO

A opinião da auditoria independente tem a função primordial de proporcionar a validação da veracidade e confiabilidade das informações contábeis apresentadas pelas companhias, reduzindo a assimetria informacional existente entre os controladores e investidores, de modo a contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse contexto, o presente estudo tem como objetivo verificar se o relatório de auditoria com opinião modificada influencia a volatilidade dos preços das ações das companhias abertas brasileiras. Também foi analisada a relação da divulgação do parágrafo de ênfase e de relatório de auditoria emitido por firma *big four* com a volatilidade dos preços das ações dessas companhias. Foram analisadas 195 empresas do período de 2009 a 2017, mediante análise de correlação e regressão estatística, utilizando estimação de dados em painel, com efeitos fixos no período, efeitos fixos seccionais e duplos efeitos fixos. Os resultados encontrados concluem que o relatório da auditoria com modificação de opinião e com parágrafo de ênfase apresentam associação positiva e estatisticamente significativa com a volatilidade do preço das ações das companhias brasileiras. Também verificou-se o relatório emitido por membros *big four* apresentam uma correlação negativa e estatisticamente relevante com o indicador de risco das ações. De maneira geral conclui-se que o relatório de auditoria altera a percepção de risco dos investidores, evidenciando a eficiência do mercado no processamento de informações relevantes para a precificação de ações.

### **Palavras-chaves:**

Auditoria. Mercado de capitais. Relatório de auditoria. Volatilidade. Opinião modificada. B3.



## ABSTRACT

The independent auditor's opinion has the primary function of providing validation of the veracity and reliability of the accounting information presented by the companies, reducing the informational asymmetry existing between the controllers and investors, in order to contribute to the development of the capital market. In this context, the present study aims to verify if the audit report with modified opinion affects the stock price volatility of Brazilian public companies. Also discussed was the disclosure of the emphasis and audit report issued by big four firms with the volatility of the stock prices of these companies. We analyzed 195 companies from 2009 to 2017, using correlation analysis and statistical regression, using panel data estimation, with fixed effects in the period, fixed sectional effects and double fixed effects. The results found that the audit report with modification of opinion and with an emphasis paragraph have a positive and statistically significant association with the stock price volatility of Brazilian companies. Also analyzed was whether the report issued by big four members present a negative and statistically relevant correlation with the stock risk indicator. In general, it is possible to conclude that the audit report changes the investors' perception of risk, evidencing the efficiency of the market in the processing of information relevant to the pricing of shares.

**Keywords:**

Audit. Capital market. Audit report. Volatility. Modified opinion. B3.

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Seleção da amostra	22
<b>Tabela 2:</b> Estatísticas gerais das empresas analisadas	23
<b>Tabela 3:</b> Estatísticas descritivas das empresas analisadas	24
<b>Tabela 4:</b> Matriz de correlação de Pearson entre os regressores do modelo (3.1)	25
<b>Tabela 5:</b> Estimação do modelo (3.1) para identificação da volatilidade das ações das empresas com as demais variáveis explicativas definidas no modelo 3.1	26

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>12</b>
2.1	A Informação Contábil e o Mercado de Capitais .....	12
2.2	A Auditoria Independente e o seu Relatório .....	13
2.3	O Impacto da Opinião do Relatório de Auditoria na Volatilidade das Ações.....	14
<b>3</b>	<b>PROCEDER METODOLÓGICO .....</b>	<b>18</b>
3.1	Hipóteses de Pesquisa.....	18
3.2	Modelo e Testes Estatísticos.....	19
3.3	Amostra do Estudo .....	21
<b>4</b>	<b>RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO .....</b>	<b>23</b>
4.1	Estatísticas Gerais.....	23
4.2	Estatísticas Descritivas .....	24
4.3	Matriz de Correlação .....	25
4.4	Estimação do Modelo e Teste das Hipóteses.....	26
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>30</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>32</b>
	<b>APÊNDICE - LISTA DE EMPRESAS UTILIZADAS NOS TESTES .....</b>	<b>35</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Com a expansão da economia globalizada, e o desenvolvimento dos mercados de capitais dos diversos países, torna-se crescente a demanda dos investidores por informação relevante e confiável, de modo a auxiliá-los em suas tomadas de decisões.

Niyama (2005) define a contabilidade como a linguagem dos negócios, sendo de fundamental importância para que os principais agentes econômicos busquem informações sobre a situação da empresa e avaliação de riscos para realizar seus investimentos.

Torna-se essencial que a informação contábil divulgada pelas empresas represente fidedignamente o que se propõe a apresentar, proporcionando confiança aos investidores e possibilitando o crescimento do mercado de capitais.

A auditoria das demonstrações contábeis têm exercido uma função importante no fortalecimento desses mercados, pois, por meio de sua opinião, exerce o papel de proteger o investidor e dar credibilidade a informação contábil da empresa que está sendo divulgada (NYAMA; SILVA, 2013, p. 10), uma vez que, nos mercados financeiros, investidores e administradores possuem informações assimétricas (LOPES; MARTINS, 2005, p. 32).

Portanto, supõe-se que o relatório da auditoria independente proporciona uma informação relevante ao usuário da demonstração contábil, principalmente aos investidores, sobre a fidedignidade, relevância e confiabilidade dos dados contábeis divulgados pelas companhias, devendo ser considerada em sua tomada de decisões frente a investimentos ou venda de ações. Assim, espera-se que uma opinião modificada aumente a percepção de risco por parte dos investidores, refletindo em uma maior volatilidade no preço das ações, dada a incerteza atribuída à situação econômico-financeira da entidade.

Nesse cenário, surge a seguinte questão de pesquisa: o tipo de relatório de auditoria altera a percepção do usuário quanto às demonstrações contábeis e conseqüentemente o retorno das ações? Portanto, define-se que o objetivo desse estudo é verificar se o relatório de auditoria com opinião modificada influencia a variabilidade do retorno das ações, isto é, a volatilidade dos preços dos títulos negociados das companhias abertas brasileiras.

Buscando encontrar evidências de que o relatório da auditoria independente possui impacto no preço das ações das empresas abertas brasileiras Arruda, Sousa, Pena, Paulo e Paulo (2012) identificaram que o tipo de relatório de auditoria não alterou a variação no preço das ações. Resultados semelhantes são encontrados por Sobral (2014), concluindo que o relatório de auditoria não influenciou significativamente o preço das ações.

No âmbito internacional, Robu e Robu (2015) identificaram que a opinião da auditoria influencia o retorno das ações, assim como se empresa foi auditada por firmas *big four*.

Corroborando com esses resultados, Lee e Lee (2013) concluíram que a qualidade da auditoria afeta a relevância dos rendimentos e valor das ações, ressaltando que os retornos eram maiores nas empresas auditadas por membros *big four*.

Apesar de possuírem estudos na área, a maioria apresenta resultados inconsistentes e inconclusivos, principalmente na esfera nacional, tornando-se importante a verificação e aumento de pesquisas nesse campo. Esse estudo busca ampliar o conhecimento nessa área, aplicando a teoria positiva da contabilidade, sob a perspectiva da influência da opinião do auditor na volatilidade das ações, tendo em vista que esse aspecto ainda não foi explorado na esfera nacional.

Para atingir o objetivo desse estudo será feita uma análise de regressão estatística das demais variáveis de interesse, utilizando estimação dos dados dispostos em painel, com efeitos fixos no período, efeitos fixos seccionais e duplos efeitos fixos. Serão examinadas as demonstrações contábeis anuais das companhias abertas não financeiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, atualmente chamado de Brasil, Bolsa, Balcão (B3), assim como o preço de fechamento das ações cotadas da empresas, considerando o período dos anos de 2009 a 2017.

Para atingir o objetivo proposto, o restante deste trabalho está organizado da seguinte maneira: a segunda seção apresenta o referencial teórico sobre a utilidade da informação contábil e a importância da auditoria independente e trabalhos realizados acerca do tema; a terceira parte descreve a metodologia empregada; a quarta apresenta e discute os resultados encontrados; e na quinta expõe as considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 A Informação Contábil e o Mercado de Capitais

Segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, o objetivo das demonstrações contábeis consiste em fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica (CPC, 2008).

Desse modo, o CPC 00 também destaca que para a informação contábil ser útil ao usuário, ela precisa ser relevante e representar com fidedignidade o que se propõe a apresentar. A informação é relevante quando tem a capacidade de influenciar nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários, ajudando-os a avaliar o impacto de eventos passados ou corrigindo as suas avaliações anteriores (valor confirmatório), ou ajudando-os nos processos para prever resultados futuros (valor preditivo).

A informação contábil também representa uma ferramenta capaz de reduzir os efeitos da assimetria de informação (BUSHMAN; SMITH, 2001), inclusive via veiculação de relatórios contábeis fidedignos, capazes de reduzir a alteridade de conteúdo informacional e mediar o conflito de agência (CHUNG; JUDGE; LI, 2015).

Nesse sentido, o conceito de *Information Approach* (abordagem da informação) considera a contabilidade como um meio de transmissão de informação, em que as variáveis contábeis, como o Patrimônio Líquido e o Resultado (Lucro ou Prejuízo) possuem capacidade informacional, de modo a influenciar as expectativas dos demais usuários em suas decisões econômicas (SARLO NETO; LOPES; LOSS; TEIXEIRA, 2005).

Sobre esse contexto, Beaver (1968, p. 68) sustenta a ideia de que um relatório de resultado de uma empresa é dito ter “conteúdo informacional” se conduzir a alguma mudança na avaliação do investidor da distribuição de probabilidades dos retornos futuros (ou preços), de tal forma que haja uma mudança no valor de equilíbrio do preço de mercado corrente.

A Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente proposta por Fama (1976, p. 133), supõe que um mercado de capitais eficiente é um mercado eficiente no processamento das informações. Desse modo, num mercado eficiente os preços das ações observados a qualquer momento estão fundamentados na correta avaliação de todas as informações disponíveis. Diversos estudos buscaram avaliar a eficiência informacional do mercado acionário brasileiro, dentre os quais destacam-se:

Bernardo (2001) buscou examinar a forma pela qual os investidores brasileiros reagem às divulgações trimestrais de resultados, analisando a reação subsequente pela alteração nos

preços das respectivas ações. Encontrou evidências que sustentam a suposição de que as divulgações trimestrais de resultado conduzem informação útil para a avaliação de empresas, de modo que tais resultados demonstraram ter "conteúdo informacional".

Sarlo Neto (2004) propôs a verificar se os resultados contábeis representam uma fonte de informação para a construção das expectativas dos investidores em relação aos preços das ações. Por meio da análise de retornos e lucros anormais, constatou, no geral, que os resultados contábeis divulgados representam uma importante fonte de informação para os investidores, demonstrando que a contabilidade exerce o seu papel de redutora da assimetria informacional no mercado acionário brasileiro.

Lopes (2001) analisou o papel da informação contábil como variável explicativa do comportamento dos títulos na Bolsa de Valores de São Paulo, atualmente B3, utilizando como estrutura teórica o modelo de Ohlson. O autor encontrou as seguintes evidências sobre o mercado brasileiro: a) a informação contábil é mais significativa do que os dividendos para a explicação dos preços correntes, b) os valores do patrimônio explicam grande parte do comportamento dos preços enquanto os resultados não parecem ser relevantes, c) a informação contábil no Brasil não é tão conservadora como em países cuja legislação é baseada em Lei comum.

Pode-se concluir dessas pesquisas que o mercado de capitais brasileiro possui evidências de atuação na forma semiforte, de modo que todas as informações publicamente disponíveis devem estar incorporadas nos preços dos ativos.

## **2.2 A Auditoria Independente e o seu Relatório**

O Auditing Concepts Committee define auditoria como um 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 (AAA, 1972, p. 18).

Damascena, Firmino e Paulo (2011) afirmam que a auditoria desempenha um importante papel na economia, no desenvolvimento de uma empresa e seus negócios, no governo e na prestação de informações para usuários internos e externos. Nesse contexto, Dutra, Alberton e Van Bellen (2007) mencionam que um dos motivos para a existência da auditoria independente está relacionado à credibilidade e confiança na consistência e comparabilidade das informações entre as diversas entidades que compõem o mercado.

Segundo Dantas e Medeiros (2015), a confiabilidade das informações financeiras se configura como condição primordial para o funcionamento do mercado de capitais. Nesse

contexto, a opinião da auditoria independente, ao propiciar a validação da veracidade e confiabilidade das informações contábeis apresentadas pelas companhias, também viabiliza o desenvolvimento do mercado de capitais.

Conforme as afirmações de Watts e Zimmerman (1986) e Santos e Grateron (2003), o processo de auditoria configura um mecanismo de monitoramento que ajuda a reduzir a assimetria de informação, ao assegurar que as demonstrações estão livres de distorções materiais, promovendo o funcionamento eficiente do mercado de capitais e contribuindo para a redução dos custos de agência.

Depreende-se assim que o propósito essencial da auditoria é aumentar a confiabilidade da informação contábil, reduzindo a assimetria informacional entre o preparador e os usuários das demonstrações, em particular os participantes dos mercados de capitais (DANTAS, 2012).

Segundo Boynton, Johnson e Kell (2002), o relatório de auditoria é a principal comunicação das descobertas da auditoria sobre as demonstrações contábeis. Sobral (2014) também destaca que relatório da auditoria é o documento pelo qual o auditor expressa a autenticidade e veracidade das informações financeiras e patrimoniais apresentadas pela organização ao público, sendo este documento íntegro e objetivo.

Portanto, por ser o meio de comunicação entre o auditor e os usuários da informação, depreende-se que é de suma importância sua aceitação pelos usuários como uma fonte relevante de informações da empresa auditada (AL-THUNEIBAT; KHAMEES; AL-FAYOUMI, 2007). Pode-se inferir que o relatório de auditoria possui conteúdo informacional relevante ao investidores.

### **2.3 O Impacto da Opinião do Relatório de Auditoria na Volatilidade das Ações**

Segundo Balilini e Maciel (2017) a volatilidade é uma variável-chave na alocação de ativos, no apereamento de derivativos, em decisões de investimento e na análise de risco, representando um indicador de segurança e confiabilidade do preço das ações cotadas das companhias.

Múrcia, Souza, Dill e Costa (2010) defendem a ideia de que a divulgação de melhores informações diminui a incerteza acerca do futuro da companhia, de modo reduzir a assimetria informacional existente entre controladores e acionistas. Nesse contexto, a publicação do relatório de auditoria com opinião modificada provoca incerteza quanto às informações contábeis divulgadas pela entidade, o que implica em maior risco de investir nessas empresas, refletindo em uma alta volatilidade de seus títulos negociados.



Ainda assim, são poucos os estudos que buscam analisar a relevância do relatório de auditoria sob esse aspecto. No entanto, é importante apresentar as pesquisas que analisaram o impacto relatório de auditoria no preço das ações das empresas.

Arruda et al. (2012) buscou verificar se o tipo de relatório de auditoria, opinião não modificada e opinião com ressalva influencia a precificação das ações das companhias abertas brasileiras. Analisando o período de 2010, por meio de testes de médias e regressão, verificou que o tipo de relatório ou tamanho da empresa de auditoria não alterou a variação no preço das ações. Com o mesmo propósito Sobral (2014), utilizando a metodologia de estudo de evento de retornos anormais e testes estatísticos como t-Student e regressão linear, verificou que o relatório de auditoria modificado não influenciou significativamente o preço das ações, durante o período de 2010 a 2012.

Souza e Nardi (2016), avaliaram companhias brasileiras no período de 2010 a 2014 e por meio de testes estatísticos, como o Teste U de Mann-Whitney e regressão múltipla, sendo que por esse último encontraram evidências de que o relatório limpo e o com ressalvas tem relação positiva com o retorno das ações, e o relatório com parágrafo de ênfase possui relação negativa com este, mas em nenhum dos testes houve significância estatística.

Buscando avaliar se o relatório de auditoria possui conteúdo informacional para o usuário da informação contábil, Al-Thuneibat et al. (2007), avaliaram o mercado acionário da Jordânia, no período de 2000 a 2005, e identificaram que não havia um padrão de reação do preços frente aos relatórios de auditoria com ressalva, concluindo que o mesmo não influenciava os retornos das ações.

Firth (1978) investigou se o conteúdo do relatório de auditoria com ressalvas influenciava o preço das ações negociadas no Reino Unido, durante o período de 1974 à 1975. Utilizando a metodologia de estudo de evento dos retornos anormais, verificou que as ressalvas referentes ao valor dos ativos e continuidade da entidade tiveram impacto negativo significativo no retorno das ações, indicando que o relatório de auditoria proporciona informação relevante para os investidores.

Robu e Robu (2015) analisaram a influência da opinião do auditor no mercado de ações da Romênia, no ano de 2012. Utilizando de variáveis quantitativas contábeis e modelos de regressão, identificaram que opinião da auditoria financeira influencia o retorno das ações, a depender do tipo de relatório, bem como se a empresa foi auditada por membros da *big four*, concluindo que uma opinião limpa provoca a consolidação da confiança dos investidores. Utilizando metodologia análoga, Lee e Lee (2013) examinaram a relação entre qualidade de auditoria e valores contábeis como lucros e valor contábil do patrimônio líquido. Observando

o mercado de Taiwan, durante o período de 1996 a 2009, identificaram que a qualidade da auditoria afeta a relevância dos rendimentos e valor das ações, sendo que os retornos eram e significativamente maiores por empresas auditadas por membros *big four*.

Ianniello e Galloppo (2015) examinaram a reação dos investidores a opinião do auditor quanto à continuidade ou risco financeiro no mercado italiano. Analisando o período de 2007 a 2010, por meio de estudo de evento, concluíram que o relatório de auditoria é relevante para decisões de investimento, tendo em vista que a opinião modificada tem impacto negativo no retorno da ação. Também identificaram que o relatório sem ressalvas e com parágrafo de ênfase tem uma relação positiva com o mercado.

Buscando verificar se a opinião do auditor impacta o preço das ações, Dood, Dopuch, Holthausen, Leftwich e Khotari (1984), examinaram o mercado de capitais dos Estados Unidos, durante o período de 1976 a 1980. Utilizando a metodologia de diferença de média, identificaram que, dependendo do tipo de ressalva apontada no relatório, há uma relação negativa com o retorno das ações. Também nos EUA, Krishnagopal e Williams (2010) analisaram se o parágrafo do relatório de auditoria referente a continuidade operacional da entidade influencia a decisão dos investidores. Avaliando o período de 1995 a 2006, concluíram que os retornos são mais negativos, quando citam-se problemas de financiamento e quando a empresa viola um compromisso de dívida. Também verificaram que quando o parágrafo é mencionado por uma *big four* o impacto é mais adverso e que a reação também é mais negativa quando a participação institucional nas entidades auditadas é alto.

Gómez-Guillmón (2003) buscaram avaliar se o relatório de auditoria possui utilidade para os usuários como instituições de crédito e analistas de empresas de corretagem. Por meio de aplicação de questionários, concluíram que a apresentação do relatório de auditoria é fundamental para concessão de crédito e que uma opinião modificada altera o montante a ser emprestado ou investido na entidade. Também verificaram que ressalvas referentes a erros de avaliação de ativos e incertezas quanto a continuidade e entre outras são as mais relevantes, sendo assim, a informação dada pela opinião do auditor tem impacto nas decisões de financiamento e de investimento.

Conforme se verifica, os estudos acima apresentam resultados contraditórios na proposição da relação entre a opinião do auditor e o impacto no retorno das ações. No Brasil as conclusões são ainda mais diversas, fazendo-se necessário um aprofundamento em relação a esse tema. Este estudo propõe uma visão diferente e uma abordagem metodológica inovadora, posto que ainda não foram encontrados estudos que analisam o impacto do relatório de auditoria

com opinião modificada na volatilidade do preço das ações, pois a maioria das pesquisas limitam-se apenas a verificar se há impacto negativo no preço das ações.

### 3 PROCEDER METODOLÓGICO

Este estudo apresenta uma abordagem metodológica empírica-positiva, pois está voltado para a pesquisa aplicada na qual há tratamento analítico e quantitativo dos dados obtidos, posto que utiliza de dados econômico-financeiros e a volatilidade dos preços das ações das companhias analisadas, baseando-se em testes estatísticos para a avaliação final dos resultados. A partir da pesquisa bibliográfica, buscou-se obter fundamentação conceitual para a formulação das hipóteses de pesquisa e interpretação dos resultados. A pesquisa também é descritiva, pois o estudo buscou observar, registrar, analisar e correlacionar fatos e fenômenos (variáveis) sem manipulá-los (CERVO; BERVIAN, 2002).

A descrição dos aspectos metodológicos deste trabalho está dividida em três partes: a primeira apresenta as hipóteses de pesquisa; a segunda apresenta o modelo utilizado e testes estatísticos e a terceira com a amostra do estudo.

#### 3.1 Hipóteses de Pesquisa

Tendo em vista os objetivos da pesquisa, são levantadas algumas hipóteses, baseadas nos fundamentos teóricos da Seção 2, para compreender se um relatório com modificação de opinião pode impactar na volatilidade do preço das ações e conseqüente maior percepção de risco atribuído as empresas pelos investidores.

Conforme já exposto na Seção 2.3, a volatilidade é um indicador de risco atrelado ao preço das ações relacionado a incerteza futura das companhias. Al-Thuneibat et al. (2007) argumentam que o relatório de auditoria é uma fonte relevante de informações da empresa auditada, devendo ser considerado pelos usuários na tomada de decisões. Portanto, o relatório com opinião modificada tende impactar a percepção de risco por parte dos investidores, pois esse tipo de opinião conclui que há incerteza relevante quanto aos dados econômico-financeiros divulgados pela entidade, e, portanto, deve aumentar a percepção de risco por parte dos investidores quanto ao futuro da entidade. Assim, com base nesse fundamento, é formulada a primeira hipótese de pesquisa, a ser testada empiricamente:

*H<sub>1</sub>: No mercado de capitais brasileiro, a emissão de relatório de auditoria com opinião modificada aumenta a percepção de risco dos investidores e, conseqüentemente, tem-se uma maior volatilidade do preço das ações das companhias não financeiras.*

Como forma de ampliar e complementar a pesquisa, foram explorados outras hipóteses relacionadas ao conteúdo e forma do relatório de auditoria. O parágrafo de ênfase do relatório de auditoria configura uma preocupação do auditor quanto à incerteza em relação a fato

relevante, que poderá afetar significativamente a posição patrimonial e financeira da entidade, bem como o resultado das suas operações, embora a sua menção no relatório justifique a não modificação de opinião. Ainda assim, espera-se que a menção desse parágrafo também altere a percepção de risco por parte dos investidores, representando um fato significativo a ser observado pelo mercado, conforme evidências encontradas por Souza e Nardi (2016). Com base no exposto, é formulada a segunda hipótese de pesquisa:

*H<sub>2</sub>: No mercado de capitais brasileiro, a emissão de relatório de auditoria com parágrafo de ênfase aumenta a percepção de risco dos investidores e, conseqüentemente, tem-se uma maior volatilidade do preço das ações das companhias não financeiras.*

Outro fator a ser considerado diz respeito ao relatório de auditoria emitido por uma das maiores firmas de auditoria membros *big four* – PricewaterhouseCoopers (PWC), KPMG, Deloitte e Ernst & Young (E&Y). DeAngelo (1981) argumenta que a qualidade da auditoria está positivamente relacionada com o tamanho firma de auditoria, pois elas estão mais bem capacitadas para identificar problemas nas demonstrações e são mais independentes para relatar os seus achados. Desse modo, quando a auditoria possui maior qualidade ou maior reputação, é esperado que o investidor associe as informações contábeis divulgadas pelas empresas são fidedignas. Portanto, presume-se uma expectativa positiva vista pelo mercado, refletindo em uma maior confiança e menor volatilidade do preço das ações. Baseado nesses preceitos, é formulada a terceira hipótese de pesquisa:

*H<sub>3</sub>: No mercado de capitais brasileiro, a emissão de relatório de auditoria por big four diminui a percepção de risco dos investidores e, conseqüentemente, tem-se uma menor volatilidade do preço das ações das companhias não financeiras.*

### 3.2 Modelo e Testes Estatísticos

Para testar as hipóteses de pesquisas, foi desenvolvido o modelo (3.1), contemplando como variáveis explicativas da volatilidade das ações não apenas as variáveis de interesse, mas também variáveis de controle definidas com base na literatura prévia.

$$VOL_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOD_{it-1} + \beta_2 ENF_{it-1} + \beta_3 B4_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 GOV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Em que:

$VOL_{i,t}$ : representa a volatilidade do preço das ações da empresa  $i$ , no período  $t$ , calculado pelo desvio padrão anual dos retornos diários das empresas. Os retornos diários foram calculados mediante  $R_{it} = LN \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$ , em que  $P$  é o preço de fechamento da ação.

$MOD_{i,(t-1)}$ : variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa  $i$ , no período  $t-1$ , teve o relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário.

$ENF_{i,(t-1)}$ : variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa  $i$ , no período  $t-1$ , teve o relatório com ênfase do auditor e 0, caso contrário.

$B4_{i,(t-1)}$ : variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa  $i$ , no período  $t-1$ , foi auditada por *big four* e 0, caso contrário.

$TAM_{i,t}$ : refere-se ao tamanho da empresa  $i$ , no período  $t$ , dado pelo logaritmo natural do Ativo Total.

$ROE_{i,t}$ : representa o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa  $i$ , no período  $t$ , calculada pela divisão do Lucro Líquido pela média do Patrimônio Líquido dos dois últimos períodos.

$ALAV_{i,t}$ : representa o grau de alavancagem/endividamento da empresa  $i$ , no período  $t$ , calculado pela divisão do Passivo Total pelo Ativo Total.

$GOV_{i,t}$ : variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa  $i$ , no período  $t$ , está listada nos Níveis de Governança Corporativa da B3 e 0, caso contrário.

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

No modelo em questão, as variáveis **MOD**, **ENF** e **B4** são as variáveis de interesse para se concluir sobre as hipóteses de pesquisa. Com base nas fundamentações expostas no tópico 3.1, o relatório com modificação de opinião tende a alterar a percepção de risco do investidor, esperando-se, portanto, uma associação positiva de **MOD** com a volatilidade das ações. O parágrafo de ênfase, por apresentar uma informação relevante ao investidor, também impacta na volatilidade das ações, esperando-se uma correlação positiva da variável **ENF** com o indicador de risco analisado. A variável **B4** indica que o relatório é emitido por *big four*, em que, espera-se uma associação negativa com a volatilidade das ações, dado que o investidor entende que a maior reputação dessas firmas configura em informações mais confiáveis divulgada pelas companhias.

Adicionalmente às variáveis de interesse, a construção segue Bushee e Noe (2000), que recomendam a utilização de variáveis de controle, pois fatores relacionados às especificidades das empresas impactam a volatilidade das ações. Portanto, foram adicionadas as variáveis de controle, correspondentes a um grupo de índices que evidenciam os aspectos gerais da situação econômico-financeira da empresa.

O efeito tamanho, originalmente documentado por Banz (1981), consiste na evidência empírica de que ações de empresas pequenas apresentam maior retorno médio do que as de empresas grandes. A relação entre risco e retorno explica que, as pequenas empresas ao possuírem maiores retornos, são também as mais arriscadas, de modo que as empresas maiores ao serem mais constantes e seguras, apresentam menor risco. Portanto, adicionou-se a variável independente **TAM** relativo ao tamanho da empresa, esperando-se uma associação negativa com a volatilidade.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) argumentam que o investidor racional escolhe uma carteira de investimentos com o maior retorno esperado e menor desvio padrão, buscando maximizar os seus lucros mediante a diminuição do risco. Com base nisso, adicionou-se variável de controle *ROE* representando uma medida de desempenho da entidade referente a sua rentabilidade. Portanto, associa-se que empresas mais rentáveis contêm menor risco, presumindo assim, uma relação negativa com a volatilidade.

Christie (1982) defende que um dos fatores que pode afetar a variação dos preços de uma ação é o grau de alavancagem financeira da empresa. O efeito alavancagem determina que, se o preço de uma ação cai (se eleva), a alavancagem financeira se eleva (diminui), pois altera a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio, de modo que tal movimento torna a ação mais arriscada, incrementando a volatilidade dos retornos subsequentes. Portanto é adicionada a variável independente *ALAV*, representando o endividamento da entidade, em que se uma associação positiva com a volatilidade das ações.

Para Huang et al (2011), melhores práticas de governança corporativa ajudam a melhorar os mecanismos de monitoramento das firmas de modo a reduzir os problemas de agência e a probabilidade de prejudicar os interesses do investidor. Silveira (2004) também destaca que boas práticas de governança afetam o valor das organizações. Com base nisso, foi adicionada a variável de controle *GOV*, indicando se empresa está listada em algum dos Níveis de Governança Corporativa da B3. Infere-se que uma melhor governança corporativa por parte de uma companhia ajuda a aumentar a confiança do investidor, implicando em uma estabilidade do preço da ação. Portanto, espera-se uma relação negativa com a volatilidade das ações.

### 3.3 Amostra e Dados

Para a realização dos testes empíricos – aplicação do modelo (3.1) – foram selecionadas, inicialmente, 371 empresas não financeiras listadas nas B3 do período de 2009 a 2017. Dentre essas, 66 empresas foram excluídas da amostra, pois não tinham movimentação líquida e efetiva das ações negociadas no mercado (menos de 126 dias úteis no ano) e 110 companhias também foram retiradas, pois elas possuíam patrimônio líquido negativo, de modo que interfeririam nas variáveis de controle analisadas. Também foram 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. Portanto, do total de empresas que tiveram seus dados coletados, 195 companhias obedeciam aos critérios estabelecidos para a aplicação dos testes,

sendo efetivamente analisadas as observações de 231 empresas/ação. A Tabela 1 resume o tratamento dado a essas empresas:

**Tabela 1:** Seleção da amostra.

<b>Descrição</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Percentual</b>
Total de empresas pesquisadas	371	100,00%
(-) Empresas com baixa negociação na bolsa <sup>1</sup>	66	17,78%
(-) Empresas com PL negativo em algum exercício <i>t</i>	110	29,64%
= Total de empresas utilizadas nos testes	195	52,56%
Total de empresas/ação utilizadas nos testes <sup>2</sup>	231	
Empresas listadas nos segmentos de Governança Corporativa	126	64,50%
Empresas não listadas nos segmentos de Governança Corporativa	69	35,50%
= Total de empresas utilizadas nos testes	195	100,00%

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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

Fonte: Dados da pesquisa.

As demonstrações financeiras e os relatórios de auditoria foram obtidas diretamente no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O histórico das cotações diárias do preço das ações das companhias listadas na B3 – tanto ordinárias, como preferenciais – foram coletados por meio da base de dados do Economática.



## 4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta os resultados empíricos da análise efetuada, buscando identificar a relação entre a volatilidade das ações em consequência da divulgação do relatório de auditoria com modificação de opinião.

### 4.1 Estatísticas Gerais

A primeira etapa dos testes consistiu em analisar os relatórios de auditoria sobre as demonstrações financeiras das 231 companhias/ação da amostra, considerando o período do ano de 2009 a 2017. Na Tabela 2 são consolidadas as estatísticas gerais desse mapeamento inicial do estudo.

**Tabela 2:** Estatísticas gerais das empresas analisadas.

Descrição	Quantidade	Percentual
Total de histórico de cotação por empresa (ON e PN)	2.162	100,00%
Ações ordinárias	1.407	65,07%
Ações preferenciais	755	34,92%
Total de relatórios de auditoria	2.162	100,00%
Demonstrações auditadas por <i>big four</i>	1.618	74,80%
Demonstrações de empresas com nível de governança	1.395	64,50%
Sem Ressalva	2.063	95,42%
Com Ressalva	88	4,07%
Abstenção de Opinião	11	0,50%
Opinião Adversa	0	0,00%
Relatórios contendo parágrafo de ênfase	1.129	52,20%

Fonte: Dados da pesquisa.

Através dessas 231 empresas/ação, foram obtidos 2.162 dados de cotações de preços de ações em todo o período de análise utilizados nos testes. Foi observado como critério o preço do tipo de ação mais líquida, representado pelo tipo de ação que possuía um número maior de dias de negociação no mercado. Assim, 1.407 refere-se ao número de ações ordinárias observadas no estudo, e 755 ações preferenciais.

Dentre as empresas utilizadas na amostra, foi constatado que 64,50% das demonstrações examinadas foram preparadas por empresas que participam de algum tipo de segmento de governança corporativa da B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1 – e que 74,8% dos relatórios analisados foram emitidos por uma das maiores firmas de auditoria, as *big four*. Tais dados evidenciam que a maioria das companhias brasileiras já

integram um dos segmentos de corporativa e que há predominância dos auditores de maior porte no mercado de capitais brasileiro.

Em relação 2.162 relatórios de auditoria analisados, verificou-se 95% das demonstrações contábeis receberam opinião não modificada, representando expressivamente a maioria. Foram constatados 88 relatórios com ressalvas, representando 4.07% do total, e 11 com abstenção de opinião, 0.50% do total. Não foram encontrados relatórios de auditoria com opinião adversa. Além disso, verificou-se 1.129 relatórios obtiveram parágrafo de ênfase, representando 52,20% do total.

## 4.2 Estatísticas Descritivas

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas dos dados das empresas analisadas considerando o modelo apresentado na seção 3.1.

**Tabela 3:** Estatísticas descritivas das empresas analisadas.

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<i>VOL</i>	0,0374	0,0254	0,5443	0,0000	0,0434
<i>MOD</i>	0,0485	0,0000	1,0000	0,0000	0,2149
<i>ENF</i>	0,5580	1,0000	1,0000	0,0000	0,4967
<i>B4</i>	0,8197	1,0000	1,0000	0,0000	0,3845
<i>TAM</i>	22,1651	22,1547	27,5258	16,0521	1,7848
<i>ROE</i>	0,2542	0,0849	139,4893	-2,8168	3,9931
<i>ALAV</i>	0,5431	0,5578	0,9959	0,0000	0,2008
<i>GOV</i>	0,6574	1,0000	1,0000	0,0000	0,4747

Onde: *VOL*: representa a volatilidade do preço das ações, que foi calculado pelo desvio padrão anual dos retornos diários das empresas. *MOD*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve o relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; *ENF*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve o relatório com ênfase do auditor e 0, caso contrário; *B4*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi auditada por big four e 0, caso contrário; *TAM*: refere-se ao tamanho da empresa, dado pelo logaritmo natural do Ativo Total; *ALAV*: representa o grau de alavancagem/endividamento da empresa, calculado pela divisão do Passivo Total pelo Ativo Total; *ROE*: representa uma variável de desempenho, calculada pela divisão do Lucro Líquido pela média do Patrimônio Líquido dos dois últimos períodos. *GOV*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa está listada nos Níveis de Governança Corporativa da B3 e 0, caso contrário;

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise indica que a volatilidade (*VOL*) anual média das ações das companhias brasileiras representa 3,74%, tal valor indica que o risco médio da ações das empresas é representado por esse valor. Verificou-se um grau de risco máximo de 54,43%, e um desvio padrão de 4,34%, acentuado as demais diferenças entre as empresas analisadas.

As variáveis do tipo *dummy*, *MOD* e *ENF*, apresentaram uma média de 4,85% e 55,80%, respectivamente, indicando a porcentagem de relatórios de auditoria com opinião modificada e com menção de parágrafos de ênfase verificados na amostra. A variável *B4*

também do tipo *dummy* apresentou uma média de 81,97%, demonstrando a porcentagem de firmas auditadas por *big four*,

A média do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*ROE*) observado de 25,42% representa que as empresas brasileiras são bem rentáveis. O máximo verificado foi de 139,48 e o mínimo de -2,8168, também ressaltando as demais diferenças entre as companhias analisadas.

A alavancagem (*ALAV*) média das companhias perfaz um índice médio de 0,5431, indicando que mais da metade do patrimônio das companhias são financiados por seus credores. Foi observado um máximo de 0,9959 e um mínimo de 0, com desvio padrão de 0,2008.

A variável do tipo *dummy* *GOV* apresentou uma média de 65,74%, expressando a porcentagem de companhias que participam de algum segmento de governança corporativa da B3.

#### 4.3 Matriz de Correlação

Preliminarmente à estimação do modelo (3.1), foi elaborada matriz de correlação entre as variáveis independentes, para prevenir o risco de multicolinearidade e identificar se há alto grau de correlação entre pares de regressores. Adotando-se a regra básica sugerida por Gujarati (2006), de que a multicolinearidade é um problema sério quando a correlação entre as variáveis independentes é maior que 0,8, os resultados demonstrados na Tabela 4 eliminam esse risco.

**Tabela 4:** Matriz de correlação de Pearson entre os regressores do modelo (3.1)

	<i>VOL</i>	<i>MOD</i>	<i>ENF</i>	<i>B4</i>	<i>TAM</i>	<i>ROE</i>	<i>ALAV</i>	<i>GOV</i>
<i>VOL</i>	1,0000							
<i>MOD</i>	0,2109	1,0000						
<i>ENF</i>	0,0629	0,0643	1,0000					
<i>B4</i>	-0,2456	-0,1846	0,0431	1,0000				
<i>TAM</i>	-0,1987	-0,1234	0,0511	0,3806	1,0000			
<i>ROE</i>	-0,0155	-0,0019	-0,0240	0,0199	-0,0955	1,0000		
<i>ALAV</i>	0,0195	0,1044	0,0408	0,0888	0,2890	-0,0223	1,0000	
<i>GOV</i>	-0,1460	-0,1478	0,0926	0,2479	0,2001	0,0037	-0,0244	1,0000

Onde: *VOL*: representa a volatilidade do preço das ações, que foi calculado pelo desvio padrão anual dos retornos diários das empresas. *MOD*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve o relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; *ENF*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve o relatório com ênfase do auditor e 0, caso contrário; *B4*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi auditada por big four e 0, caso contrário; *TAM*: refere-se ao tamanho da empresa, dado pelo logaritmo natural do Ativo Total; *ALAV*: representa o grau de alavancagem/endividamento da empresa, calculado pela divisão do Passivo Total pelo Ativo Total; *ROE*: representa uma variável de desempenho, calculada pela divisão do Lucro Líquido pela média do Patrimônio Líquido dos dois últimos períodos. *GOV*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa está listada nos Níveis de Governança Corporativa da B3 e 0, caso contrário

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados encontrados apontam uma relação positiva entre os relatórios com modificação de opinião (*MOD*) e a volatilidade do preço das ações (*VOL*), indicando uma possível associação entre a emissão desses relatórios com a maior percepção de risco dos investidores em relação a essas empresas. Os parágrafos de ênfase (*ENF*) também apresentaram associação positiva com a medida de risco, embora em menor escala que a modificação de opinião. Já as empresas que tiveram os relatórios emitidos por firmas *big four* (*B4*) apresentaram uma associação negativa com a volatilidade das ações, indicando uma possível relação entre a maior reputação da firma e o menor grau de risco desse investimento.

As variáveis de controle referentes ao tamanho (*TAM*) e retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*) apresentaram correlação negativa com o indicador de risco das ações, podendo-se inferir que companhias maiores e mais rentáveis apresentam menor risco de investimento. A associação entre a alavancagem (*ALAV*) e a volatilidade do retorno da ações foi positiva, induzindo que empresas mais endividadas possuem maior risco. De maneira análoga, as companhias que participam de algum segmento de governança corporativa (*GOV*) tiveram uma associação negativa com a medida de risco, inferindo-se que essas empresas são menos arriscadas, por visarem a transparência e confiabilidade das informações divulgadas.

Eliminado o risco de multicolinearidade, considerando os resultados encontrados na matriz de correlação, de modo que o passo seguinte consistiu na estimação do modelo de referência.

#### 4.4 Estimação do Modelo e Teste das Hipóteses

Para testar as hipóteses propostas na seção 3.1 foram realizadas estimações do modelo (3.1), 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. 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. Os resultados são consolidados na Tabela 5.

**Tabela 5:** Estimação do modelo (3.1) para identificação da volatilidade das ações das empresas com as demais variáveis explicativas definidas no modelo 3.1

<b>Modelo testado:</b>				
$VOL_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOD_{it-1} + \beta_2 ENF_{it-1} + \beta_3 B4_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 ALAV_{it} + \beta_7 GOV_{it} + \varepsilon_{it}$				
	<i>Pooled</i>	<b>Efeitos Fixos no Período</b>	<b>Efeitos Fixos Seccionais</b>	<b>Duplo Efeitos Fixos</b>
<i>C</i>	0,1174 (0,0000) ***	0,1216 (0,0000) ***	0,0337 (0,2505)	0,0869 (0,0043) ***

$MOD_{i,(t-1)}$	0,0367 (0,0002) ***	0,0368 (0,0002) ***	0,0186 (0,0172) **	0,0195 (0,0118) **
$ENF_{i,(t-1)}$	0,0064 (0,0223) **	0,0114 (0,0020) ***	0,0033 (0,1104)	0,0052 (0,0415) **
$B4_{i,(t-1)}$	-0,0166 (0,0000) ***	-0,0161 (0,0000) ***	-0,0047 (0,1890)	-0,0053 (0,1145)
$TAM_{i,t}$	-0,0034 (0,0000) ***	-0,0036 (0,0000) ***	-0,0007 (0,5950)	-0,0030 (0,0379) **
$ROE_{i,t}$	-0,0002 (0,0017) ***	-0,0003 (0,0009) ***	-0,0000 (0,9693)	-0,0001 (0,2396)
$ALAV_{i,t}$	0,0131 (0,0088) ***	0,0105 (0,0350) **	0,0397 (0,0000) ***	0,0342 (0,0004) ***
$GOV_{i,t}$	-0,0050 (0,0135) **	-0,0057 (0,0063) ***		
Nº empresas:	231	231	231	231
Nº observações:	1636	1636	1636	1636
Período	2010/2017	2010/2017	2010/2017	2010/2017
$R^2$	0,1048	0,1159	0,6078	0,6120
$R^2$ ajustado	0,1010	0,1083	0,5406	0,5433
F Estatística	27,2542	15,1878	9,0532	8,9069
F (p-valor)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Onde: **VOL**: representa a volatilidade do preço das ações, que foi calculado pelo desvio padrão anual dos retornos diários das empresas. **MOD**: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve o relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; **ENF**: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve o relatório com ênfase do auditor e 0, caso contrário; **B4**: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi auditada por big four e 0, caso contrário; **TAM**: refere-se ao tamanho da empresa, dado pelo logaritmo natural do Ativo Total; **ALAV**: representa o grau de alavancagem/endividamento da empresa, calculado pela divisão do Passivo Total pelo Ativo Total; **ROE**: representa uma variável de desempenho, calculada pela divisão do Lucro Líquido pela média do Patrimônio Líquido dos dois últimos períodos. **GOV**: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa está listada nos Níveis de Governança Corporativa da B3 e 0, caso contrário; e  $\varepsilon$  é o termo de erro com a premissa de distribuição normal e variância constante.

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados dos testes empíricos constatarem que os relatórios de auditoria com modificação de opinião (**MOD**) apresentam associação positiva e estatisticamente relevante com a volatilidade do retorno das ações das companhias brasileiras (**VOL**), em todas as estimações testadas. Isso significa que, a emissão de um relatório de auditoria modificado implica em uma maior volatilidade das ações, pois a divulgação de um relatório desfavorável altera a percepção de risco dos investidores em relação a entidade, refletindo-se diretamente no mercado acionário.

Esses resultados corroboram as expectativas da hipótese  $H_1$ , no sentido de que a emissão de opinião modificada por parte do auditor provoca uma maior volatilidade do preço das

companhias brasileiras, implicando-se em uma maior percepção de risco por parte dos investidores – traduzindo o maior grau de incerteza sobre os dados econômico-financeiros divulgados. Esses achados são coerentes com as evidências encontradas por Firth (1978), Dood et al. (1984), Ianniello e Galloppo (2015), Robu e Robu (2015).

Também foi verificado que o parágrafo de ênfase do relatório (*ENF*) possui relação positiva com volatilidade das ações, sendo estatisticamente relevante em três das quatro estimações realizadas. Portanto, quando o auditor chama a atenção em seu relatório para um item das demonstrações financeiras que poderá afetar significativamente a sua posição patrimonial e financeira, o impacto é refletido na volatilidade das ações, pois a divulgação dessa informação relevante altera a percepção do investidor frente à empresa, embora isso não signifique modificação de opinião em relação ao que está sendo divulgado pela empresa. Desse modo, a hipótese  $H_2$  é corroborada, pois a ênfase do auditor é um dado significativo para tomadas de decisões do usuário. Tais resultados também confirmam as evidências encontradas por Krishnagopal e Williams (2010) e Souza e Nardi (2016).

As companhias auditadas pelas maiores firmas de auditoria (**B4**) tiveram relação negativa e estatisticamente relevante com o indicador de risco das ações, pois o investidor atribui maior confiança as demonstrações contábeis auditadas por membros *big four*. Portanto, a hipótese  $H_3$  também é corroborada, dado que a maior reputação da auditoria também reflete no mercado financeiro, corroborando com os resultados encontrados por Robu e Robu (2015) e Lee e Lee (2013).

Para as variáveis de controle também foram identificadas as associações esperadas com a volatilidade das ações. Conforme se verifica na tabela, o tamanho (*TAM*) e retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*) tiveram relação negativa e estatisticamente relevante com a volatilidade, demonstrando que empresas maiores e mais rentáveis costumam ser mais confiáveis, na percepção dos investidores, e portanto, menor risco no comportamento do preço de suas ações. Já a alavancagem (*ALAV*) teve relação positiva e estatisticamente relevante com a volatilidade, pois empresas mais endividadas são mais arriscadas e podem não remunerar o investimento efetuado. Por fim, as empresas que participam de algum tipo de segmento de governança corporativa (*GOV*) registraram relação negativa e estatisticamente relevante com a volatilidade, revelando que as entidades enquadradas nesse parâmetro buscam garantir confiabilidade aos acionistas, possuindo um grau menor risco associado aos investimentos.

Em resumo, constata-se que as demais variáveis analisadas no modelo (3.1) impactam a volatilidade das companhias sendo estatisticamente relevante em todos os testes, exceto no efetuado com efeitos fixos seccionais, muito provavelmente devido ao fato de o controle da

heterogeneidade individual inerente ao método capturar os efeitos das características das entidades implícitas nas variáveis destacadas.

Verifica-se que tanto relatórios desfavoráveis (relatório de auditoria com modificação de opinião e relatório com parágrafo de ênfase) como informações contábeis impactam na percepção de risco do investidor, de modo, que tais dados se refletem diretamente no mercado de capitais brasileiro, evidenciando assim a relevância de tais informações e o processamento eficiente dessas pelo mercado, conforme verificado nos estudos de Bernardo (2001), Sarlo Neto (2004) e Lopes (2001).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A confiabilidade e relevância das informações financeiras se configura como condição primordial para o funcionamento do mercado de capitais (DANTAS; MEDEIROS, 2015). Desse modo, a opinião da auditoria independente, ao propiciar a validação da veracidade e confiabilidade das informações contábeis apresentadas pelas companhias, também viabiliza o desenvolvimento do mercado de capitais.

O presente trabalho teve como objetivo verificar se o relatório de auditoria com opinião modificada influencia a variabilidade do retorno das ações, isto é, a volatilidade dos preços dos títulos negociados das companhias abertas brasileiras. Adicionalmente também foram analisadas a divulgação do parágrafo de ênfase e de relatório de auditoria emitido por firma *big four* em relação a volatilidade dos preços das ações dessas companhias.

Os resultados encontrados concluem que o relatório da auditoria com modificação de opinião apresenta associação positiva e estatisticamente significativa com a volatilidade do preço das ações das companhias brasileiras, em todas as estimações testadas, corroborando a hipótese  $H_1$ . Portanto, a emissão de opinião modificada por parte do auditor provoca uma alteração na percepção de risco do mercado, implicando em um maior risco de investir em entidades que obtiveram ressalvas quanto aos dados econômico-financeiros divulgados.

Também constatou-se que o parágrafo de ênfase do relatório possui relação positiva com a volatilidade das ações, sendo estatisticamente relevante nos tipos de estimações, exceto nos efeitos fixos seccionais. Desse modo, quando o auditor cita tal parágrafo no relatório, o impacto reflete-se em uma maior volatilidade das ações, alterando a percepção de risco do investidor, corroborando a hipótese  $H_2$ . Verificou-se que quando o relatório é emitido por membros do *big four* tem-se uma relação negativa e estatisticamente significativa com o indicador de risco das ações, pois o investidor atribui maior confiança as demonstrações contábeis auditadas por essas firmas, corroborando a hipótese  $H_3$ .

Na literatura nacional, encontram-se diversos estudos relacionados a esse tema específico, porém a maioria apresenta resultados inconclusivos ou divergentes, de modo que este estudo propõe uma abordagem metodológica inovadora, contribuindo para o desenvolvimento da literatura sobre a relação da auditoria independente com o mercado de capitais, particularmente quanto ao impacto da opinião modificada na volatilidade do preço das ações das empresas brasileiras. As evidências empíricas identificadas indicam que a emissão de relatório com opinião modificada aumenta a percepção de risco do mercado, evidenciando a sua relevância para o processamento de informações divulgadas.



O estudo tem como limitação inicial o fato de a amostra se restringir às empresas não financeiras e listadas na B3, não podendo suas evidências ser estendidas a outros ambientes e grupos de entidades. Também é importante ressaltar o amostra utilizada só contempla as empresas que participam ativamente nas negociações do mercado financeiro brasileiro.

Como sugestão e oportunidades para pesquisas futuras observadas a partir deste estudo pode-se citar: análise de períodos trimestrais, de modo a buscar captar o efeito da emissão dos relatórios na volatilidade dos retornos das ações visando uma maior sensibilidade; analisar o conteúdo do relatório de auditoria para avaliar se o impacto na volatilidade diverge para e os demais tipos de ressalvas; tratar os cenários de republicação dos relatórios de auditoria e das demonstrações contábeis, uma vez que foi comum a rerepresentação dos relatórios no período analisado; inclusão de outras variáveis explicativas de volatilidade e preço das ações.

## 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*, 2007, Vol. 23, Issue: 1, p. 84-101.
- ARRUDA, M. P.; SOUSA, R. A. M.; PENA, T. J. S.; PAULO, I. I. S. L. M.; PAULO, E. **Repercussão do anúncio dos pareceres de auditoria no preço das ações das companhias abertas brasileiras.** *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, vol. 4 (1), p.230-250, 2012.
- Auditing Concepts Committee, Report of the Committee on Basic Auditing Concepts. **The accounting Review**, 47, Supp, 1972.
- BALLINI, Rosângela; MACIEL, Leandro dos Santos. **Modelagem e previsão do valor em risco com modelos de volatilidade baseada em variação: evidências empíricas.** *Revista de Contabilidade e Finanças. São Paulo*, Vol. 28, n. 75, p. 361-376, 2017.
- BANZ, R. **The relationship between return and market value of common stocks.** *Journal of Financial Economics*, n.9, p. 3-18, 1981.
- BEAVER, William H. **The Information Content of Annual Earnings Announcements.** *Journal of Accounting Research*, Volume 6, Issue Empirical Research in Accounting Selected Studies, 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.
- BOYNTON, W. C.; JOHNSON, R. N.; KELL, W. G. **Auditoria.** São Paulo: Atlas, 2002.
- BUSHEE, Brian J.; NOE, Christopher F. **Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility.** *Journal of Accounting Research*, v. 38, supplement, p. 171-202, 2000.
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. **Financial accounting information and corporate governance.** *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32 (1-3), p. 237-333, 2001.
- CERVO, Amado L., BERVIAN, Pedro A. **Metodologia científica.** 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- CHUNG, Huimin; JUDGE, William Q.; LI, Yi-Hua. **Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value.** *Journal of Corporate Finance*, Vol. 32, Issue: C, p. 64-90, 2015.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento conceitual básico: estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis.** 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em: 01 de fevereiro de 2018.

CHRISTIE, Andrew A. **The stochastic behavior of common stock variances: value, leverage, and interest rate effects.** *Journal of Financial Economics*, v. 10, n. 4, p. 407-432, 1982.

DAMASCENA, Luzivalda Guedes; FIRMINO, José Emerson; PAULO, Edimilson. **Estudo sobre os Pareceres de Auditoria:** Análise dos parágrafos de Ênfase e Ressalvas Constantes nas Demonstrações Contábeis da Companhias Listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte, Vol. 22, N. 2, p. 125-154, abr-jun 2011.

DANTAS, José Alves. Tese de Doutorado. **Auditoria em instituições financeiras: determinantes de qualidade no mercado brasileiro.** Brasília: UnB, 2012.

DANTAS, José Alves; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de. **Determinantes de Qualidade da Auditoria Independente em Bancos.** *Revista Contabilidade & Finanças*, Vol. 26 (67), p. 43-56, 2015.

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

DOOD, P.; DOPUCH, N.; HOLTHAUSEN, R.; LEFTWICH, R. & KOTHARI, S. P. **Qualified Audit Opinions and Stock Prices:** Information Content, Announcement Dates, And Concurrent Disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 6 (1), p. 3-38, 1984.

DUTRA, Marcelo H.; ALBERTON, Luiz; VAN BELLEN, Hans M. **A análise de conteúdo aplicada aos parágrafos de ênfase e de informação relevante dos pareceres da auditoria independente emitidos para as empresas do setor elétrico.** In. ENANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. Anais. Rio de Janeiro, ANPAD, 2007.

FAMA, Eugene Francis. **Foudations of Finance.** New York: Basic Books, 1976.

FIRTH, Michael. **Qualified Audit Reports: Their Impact on Investment Decisions.** United King. *The Accounting Review*, Vol. 53, p. 642-650, 1978.

GÓMEZ-GUILLMÓN, A. D. **The usefulness of the audit report in investement and financing decisions.** *Managerial Auditing Journal*, Vol. 18 (6-7), p. 549-559, 2003.

GUAJARATI, D. N. **Econometria básica.** Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 4 ed. 2006.

HUANG, Hsu-Huei; CHAN, Min-Lee; HUANG, IHsiang; CHANG, Chih-Hsiang. **Stock price volatility and overreaction in a political crisis:** The effects of corporate governance and performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, n.19, p.1-20, ago 2011.

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

LEE, H. & LEE, H. **Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?** *Managerial Auditing Journal*, Vol. 28 (7), p. 628-646, 2013.

LOPES, Alexsandro Broedel. Tese de Doutorado. **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais:** o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa. São Paulo: USP, 2001.

LOPES, Alessandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem.** São Paulo: Atlas, 2005.

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

MURCIA; Fernando Dal-Ri; SOUZA, Flávia Cruz de; DILL; Rodrigo Prante; COSTA, Newton A. **Impacto do Nível de Disclosure Corporativo na Volatilidade das Ações de Companhias Abertas no Brasil.** Anais. São Paulo: USP, 2010.

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contabilidade internacional.** São Paulo: Atlas, 2005.

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

ROBU, M. A. & ROBU, I. 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.** 9.ed. New York: McGraw Hill, 2010.

SANTOS, Ariovaldo dos; GRATERON, Ivan Ricardo Guevara. **Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores.** Revista Contabilidade & Finanças, Vol. 14, n. 32, p. 07-22, 2003.

SARLO NETO, Alfredo. Dissertação de Mestrado. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: Evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro.** Vitória: FUCEPE, 2004.

SARLO NETO, Alfredo; LOPES, Alexandro Broedel; LOSS, Lenita. TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo. **O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro.** Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo. N. 37, p. 46-58, 2005.

SILVEIRA, A.D.M.da. Tese de Doutorado. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o Desempenho das Empresas no Brasil.** São Paulo: USP, 2004.

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.

## 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

<b>CNPJ</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>
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

<b>CNPJ</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>
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

<b>CNPJ</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>
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



<b>CNPJ</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>
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