



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

(FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Débora Cristina Alves dos Santos

**REAÇÃO DO AUDITOR À VARIAÇÃO NO VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS**

Brasília - DF

2022

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio de Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Débora Cristina Alves dos Santos

**REAÇÃO DO AUDITOR À VARIAÇÃO NO VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Auditoria

Área: Mercado Financeiro e de Capitais

Orientador: Prof. Dr. José Alves Dantas

Brasília – DF, 2022

SANTOS, Débora Cristina Alves dos.

Reação do Auditor à Variação no Valor de Mercado das Empresas

Brasília, 2022.

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

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Universidade de Brasília,
Brasília, 2º Semestre letivo de 2021

Palavras-chave. auditor independente; relatório de auditoria; modificação de
opinião; parágrafo de ênfase; variação no valor de mercado; risco.

Débora Cristina Alves dos Santos

**REAÇÃO DO AUDITOR À VARIAÇÃO NO VALOR DE MERCADO DAS
EMPRESAS**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 14 de abril de 2022.

Prof. Dr. José Alves Dantas
Orientador

Profa. Dra. Ducineli Régis Botelho
Professor - Examinador

Brasília - DF, abril de 2022.

RESUMO

Esta pesquisa verificou se há relação entre a variação no valor de mercado com a opinião modificada e parágrafo de ênfase emitidos pelo auditor independente. Para isso, foi utilizada amostra de 338 empresas não financeiras listadas na B3, entre 2009 e 2020. Os resultados dos testes empíricos, realizados por meio de regressão, evidenciaram que a variação no valor de mercado das empresas não influencia a modificação de opinião ou a emissão de parágrafo de ênfase. Em relação às variáveis de controle, foi constatado que a probabilidade de emissão de opinião modificada ou parágrafo de ênfase é negativamente relacionada com o nível de rentabilidade e tamanho do cliente, bem como pelo fato de a firma de auditoria ser *big four* ou a companhia auditada pertencer aos segmentos de governança corporativa da B3. Por outro lado, foi identificado que companhias mais alavancadas têm maior probabilidade de receber opinião modificada ou parágrafo de ênfase no relatório de auditoria.

Palavras-chave: auditor independente; relatório de auditoria; modificação de opinião; parágrafo de ênfase; variação no valor de mercado; risco.

ABSTRACT

This research sought to verify whether there is a relationship between the variation in market value with the modified opinion and emphasis paragraph issued by the independent auditor. For this, we used a sample of 338 non-financial companies listed on B3, between 2009 and 2020. The results of empirical tests, carried out through regression, showed that the variation in the market value of companies does not influence the change of opinion or issue of emphasis paragraphs. Regarding the control variables, it was found that the probability of issuing a modified opinion or paragraphs of emphasis is negatively related to the level of profitability and size of the client, as well as to the fact that the audit firm is a big four or the audited company belong to B3's corporate governance segments. On the other hand, it was identified that more leveraged companies are more likely to receive a modified opinion or emphasis paragraphs in the audit report.

Keywords: independent auditor; audit report; change of opinion; emphasis paragraph; market value variation; risk.

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Figura 1 – Relação entre a variação no valor de mercado e a modificação de opinião do auditor.....	18
Tabela 1 – Estatísticas gerais das empresas analisadas.....	22
Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis não dicotômicas dos modelos (3.1) e (3.2)...	23
Tabela 3 – Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis do modelo (3.1) e (3.2).....	24
Tabela 4 – Estimação do modelo (3.1) para avaliação do impacto da variação no valor de mercado no relatório de auditoria com modificação de opinião.....	26
Tabela 5 – Estimação do modelo (3.2) para avaliação do impacto da variação no valor de mercado no relatório de auditoria com parágrafo de ênfase.....	29

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 Informação Contábil e o Mercado de Capitais.....	12
2.2 O Papel do Auditor Independente para o Mercado de Capitais.....	13
2.3 Relação entre Opinião do Auditor e Preço das Ações.....	14
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	18
3.1 Modelo	18
3.2 Perfil da amostra	21
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	22
4.1 Análise das Estatísticas Descritivas	22
4.2 Matriz de Correlação	24
4.3 Impacto da Variação no Valor de Mercado na Modificação de Opinião de Auditoria	26
4.4 Impacto da Variação no Valor de Mercado na Emissão de Parágrafo de Ênfase	29
5. CONCLUSÕES	32
REFERÊNCIAS.....	34

1. INTRODUÇÃO

Um dos fundamentos da teoria financeira é de que o risco e o retorno são duas vertentes diretamente proporcionais, ou seja, o retorno sobre determinado ativo deve condizer com o seu risco, quanto maior o retorno, maior o risco. Essa relação serve como base para os principais modelos de precificação de ativos, com destaque para o *Capital Asset Pricing Model* [CAPM] que ocupa, segundo Costa Jr. e Neves (2000), um lugar fundamental entre os modelos de precificação.

Durante o processo de auditoria, testes e avaliações são realizados e se tornam base para a opinião. As ameaças que afetam a independência são tratadas na Norma Brasileira de Contabilidade – Auditores Independentes [NBC PA] 90 (R2) do Conselho Federal de Contabilidade [CFC], onde são categorizadas em interesse próprio, de autorrevisão, de defesa do interesse próprio, familiaridade e intimidação.

Diante do exposto, percebe-se que é um momento quando o auditor toma sua decisão, já que de um lado há benefícios com negócios potencializados do cliente, que por sua vez pode exercer pressão sobre o auditor em formar uma opinião de auditoria favorável e assim comprometer a qualidade das auditorias externas (Lu & Sivaramakrishnan, 2009) e do outro a sua integralidade como profissional.

A atratividade do usuário ao investir nas ações de uma companhia se deve pela reputação e valorização do capital representado nas demonstrações financeiras que são avaliadas por um auditor independente sendo base para reportar confiança através da sua opinião. Caso o relatório de auditoria apresente opinião modificada, acarretará uma sinalização negativa, pois demonstrará que a empresa apresenta problemas na qualidade das informações prestadas pelo relatório contábil, de tal forma que o investidor será influenciado por essa opinião. Por outro lado, o auditor poderá se mostrar mais rigoroso nos trabalhos realizados em determinadas companhias que tenham sido objeto de avaliação negativa por parte do mercado. Isso significa que o poder do mercado poderá influenciar o auditor a emitir uma opinião modificada como forma de se proteger.

Nesse contexto, considerando que a opinião do auditor pode influenciar o preço das ações, a literatura apresenta evidências ainda inconclusivas e contraditórias quanto a estes impactos, e assim, surge a indagação do caminho inverso como ponte do estudo.

Para o alcance do objetivo desse trabalho, foram coletados dados contábeis anuais e histórico de cotações diárias dos preços das ações ajustada pela distribuição de proventos de 338 empresas não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão [B3]. Os dados financeiros foram obtidos por meio da Economática e o Formulário de Referência no sítio da Comissão de Valores

Mobiliários [CVM], contemplando o período de 2010 a 2020.

Dessa forma, a questão levantada é se o comportamento do preço das ações de companhias brasileiras – mais particularmente o seu retorno anormal – influencia a opinião do auditor independente no relatório de auditoria, onde o auditor demonstra maior rigidez durante o trabalho, no intuito de mitigar o seu risco como auditor, preservando sua reputação no mercado. Devido à carência de estudos relacionados a esse tema, o objetivo deste estudo é verificar se a variação no valor de mercado das companhias listadas na *B3* é capaz de influenciar a opinião do auditor independente e, para se proteger de riscos representado por eventual desvalorização das ações, ele emita relatórios com modificação de opinião e/ou parágrafo de ênfase.

Considerando as pesquisas realizadas a respeito de como o auditor independente pode ter influência sobre a percepção do investidor e a carência de estudos objetivando tirar provas de que o auditor não influencia o preço da ação e que pode ocorrer o inverso em relação como o preço da ação influenciando a opinião do auditor independente, esse trabalho visa investigar se os auditores têm maior rigidez no escopo do trabalho para atingir um nível aceitável de risco de auditoria como forma de proteção, contribuindo para a área de auditoria e mercado financeiro.

A seguir, será discutido o referencial teórico, contemplando a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais, o papel da auditoria na divulgação financeira e o impacto do mercado na formação da opinião do auditor (Seção 2); a definição dos procedimentos metodológicos aplicados para a realização dos testes empíricos (Seção 3); a análise dos resultados (Seção 4); e por fim as conclusões do estudo com as evidências empíricas (Seção 5).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Informação Contábil e o Mercado de Capitais

No contexto da informação contábil, observa-se a importância de como as demonstrações financeiras são apresentadas para os principais interessados nas ações das companhias e como fundamento para tomada de decisão econômica por investidores, que fazem parte dos maiores usuários dessa informação.

Segundo Moreira, Encarnação, Bispo, Angotti e Colauto (2013), a informação pode ser vista como um instrumento que lida com problemas relacionados à administração de empreendimentos, principalmente em cenários competitivos, onde os gestores se deparam com a necessidade de tomar decisões. Para Lopes (2001) o mercado financeiro é um dos maiores usuários da informação contábil, através de investidores, analistas e corretores e a demanda do mercado financeiro como desenvolvimento econômico aumenta estudos com objetivo de entender o papel da contabilidade.

A relevância dessa informação para o mercado de capitais é devida pela expectativa dos investidores que esperam a adequada divulgação dos resultados, onde auditores seguirão um conjunto de medidas, normas e regras para emitir uma opinião de acordo com as informações prestadas pela companhia.

Para que haja um conjunto de regras estabelecidas, admitindo que gestores e acionistas têm a possibilidade de obter informações financeiras superior ao outro, firmou-se o CPC 00 - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, que tem como base fornecer informações financeiras relevantes sobre as contas do balanço patrimonial e demonstração do resultado de forma útil aos usuários que, avaliam como está sendo a gestão do fluxo de caixa da entidade e como o quadro econômico está sendo representado. Dessa forma, há redução na assimetria informacional na divulgação de dados com o objetivo de ser o mais transparente possível.

Fama (1970) sustenta a ideia de que o momento em que a economia tem fundamento no mercado de capitais com o objetivo de proporcionar um cenário ideal, sendo aquele em que podem assumir que os preços das ações refletem a informação disponível acerca da empresa que as emitiu, para que os investidores tomem decisões quanto à alocação de seus recursos, o mercado é considerado eficiente.

Nessa linha de raciocínio, Robu e Robu (2015) acreditam que em um mercado de capitais eficiente, o investidor racional procura alternativas que proporcionem o máximo retorno com o mínimo risco. Em relação à atividade da auditoria independente e ao mercado de capitais, Chung (2004) relata que essa função é importante por proteger os interesses do

investidor, requerendo que as firmas de auditoria sejam independentes do seu cliente e atuem em nome da sociedade.

2.2 Papel do Auditor Independente para o Mercado de Capitais

Como resposta aos escândalos corporativos, os usuários da informação contábil passaram a exigir que as demonstrações financeiras fossem analisadas por um profissional sem quaisquer interesse e vínculo naquela companhia, o auditor independente, para que assim pudessem tomar decisão sob o aspecto do exposto no relatório de auditoria.

Como consequência de eventos passados, o papel dos auditores passou a ser questionado no âmbito do mercado de capitais em razão de esses profissionais divulgarem opiniões limpas para as entidades auditadas e, tempos depois, escândalos de corrupção serem descobertos e divulgados pela mídia (Jamal, Liu, & Luo, 2016).

A partir disso, os investidores passam a reagir ao mercado de acordo com a opinião do auditor no relatório divulgado, forma de comunicação externa, como um valor agregado, de qualidade à informação e símbolo de credibilidade, confiança e segurança.

Deste modo, a NBC TA 200 – Normas de Auditoria das Demonstrações Contábeis, que trata os objetivos gerais do auditor independente, estabelece que este profissional deve aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis por parte dos usuários, a qual é alcançada mediante a expressão de uma opinião pelo auditor sobre se as demonstrações contábeis foram elaboradas, em todos os aspectos relevantes, em conformidade com uma estrutura de relatório financeiro aplicável.

Assim, o auditor independente tem como principal objetivo examinar as demonstrações financeiras de uma companhia com o máximo de zelo e responsabilidade, sem quaisquer influências com o contratante, para transmitir informações aos usuários externos com interesses econômicos na organização auditada, visando atender às necessidades de futuros aplicadores de recursos.

Em relação ao aspecto da confiabilidade da informação, Múrcia (2007) destaca que a relevância do trabalho do auditor é proteger o investidor, reduzindo a assimetria informacional existente na sua relação com o controlador, ao atestar a credibilidade das demonstrações contábeis elaboradas pela empresa.

Sabendo que a opinião do auditor persuade na decisão dos investidores, ele passa a ser visto como um profissional que pode definir o futuro de uma entidade a partir de processos de auditoria realizados que sustentam sua opinião sendo realizado em coleta de evidências sobre afirmações, avaliação dessas evidências em confronto com critérios objetivos e a comunicação

da conclusão obtida a partes interessadas (Gramling, Rittenberg & Johnstone, 2012), com dados obtidos por meio de documentos fornecidos pela auditada. Assim, ele cumpre sua função verificando e examinando a conformidade das práticas contábeis, fornecendo informações relevantes complementarmente às demonstrações financeiras aos investidores para que possam fazer transações de forma confiável baseada na opinião do auditor independente.

Santos e Grateron (2003), destacam que a auditoria tem ajudado a impulsionar o desenvolvimento dos mercados e contribui para o estabelecimento da ordem socioeconômica mundial. Reforçam ainda que a atuação do auditor é sinônimo de confiança e de credibilidade, tanto para usuários externos, quanto para os clientes.

Essa ideia também é reforçada por Dantas, Barreto e Carvalho (2017), que destacam que a atividade exercida pelo auditor independente serve como apoio ao desenvolvimento dos mercados de capitais, em função da sua capacidade de redução da assimetria informacional

Dessa forma, o relatório publicado com a opinião da auditoria terá valor informacional relevante se for verificada associação com o preço das ações e se essa relação ocasionar mais exatidão na previsão de valores de mercado (Banimahd, Poorzamani, & Ahmadi, 2013).

2.3 Relação entre Opinião do Auditor e Preço das Ações

O *International Auditing and Assurance Standards Board* [IAASB], é o órgão que normatiza a atividade de auditoria em nível internacional com o foco na emissão e implementação de normas internacionais de auditoria, revisão, controle de qualidade, asseguração e demais serviços relacionados à atividade dos auditores, de tal forma que o relatório em consonância com as regras impostas influenciará na opinião dos interessados na companhia.

Para entender melhor como esses usuários reagem à opinião do auditor, pesquisas acadêmicas examinaram a forma com que os investidores brasileiros reagem às divulgações trimestrais e qual impacto se dá no preço da ação, como a de Bernardo (2001). Também pode se destacar Batista, Pereira, Silva e Imoniana (2010), que investigam como os retornos das ações reagem ao relatório de auditoria, procurando identificar como esses relatórios influenciam no preço das ações do mercado de capitais. Porém, foram apresentados resultados pouco conclusivos e inconsistentes, deixando uma lacuna para a pesquisa inversa onde será estudado se o comportamento mais rígido do auditor se deve pela pressão imposta pelo mercado.

Al-Thuneibat, Khamees e Al Fayoumi (2008) realizaram um estudo na Jordânia que contrariou pesquisas. Eles investigaram o efeito dos relatórios de auditoria com ressalvas sobre

os preços e retornos das ações, concluindo que o efeito desses relatórios nos preços das ações não era significativo. Sugeriram, portanto, que a opinião da auditoria independente não possui informação relevante para o mercado financeiro daquele país.

Damascena e Paulo (2013) buscaram verificar se variáveis contábeis e indicadores econômico-financeiros influenciam a emissão de opinião de auditoria com ressalva ou parágrafo de ênfase, nas empresas atuantes na Bolsa de Valores de São Paulo. Em seus resultados, foi evidenciado que as firmas não *big four* emitem mais opiniões com ressalvas e parágrafo de ênfase do que as *big four*, totalizando 40% do mercado. O modelo estimado revelou que empresas com um montante maior de financiamento a curto prazo têm maior probabilidade de ter seu relatório ressalvado, e que quanto maior valor da empresa, menor a chance de ocorrência de ressalva e parágrafo de ênfase.

O estudo de Banimahd et. al (2013) no mercado iraniano, em relação aos relatórios de auditoria, modificados e não modificados, buscou entender se esses relatórios, o tipo de auditor e o mandato dele tem ou não relevância de valor no mercado de capitais. O resultado obtido foi de que o relatório não tem relevância no mercado de capitais, por outro lado o tipo de auditor tem valor significativo assim como o mandato do auditor.

Oliveira, Botinha e Taroco Filho (2018) verificaram como a publicação das opiniões de auditoria independente influencia no preço (retorno) das ações preferenciais. Concluiu-se que a opinião de auditoria não apresentou relevância em termos de explicação do preço (retorno) da ação, portanto os relatórios analisados foram sem modificação nas 24 empresas estudadas na B3.

Souza e Nardi (2018) analisaram a relação entre os tipos de relatórios de auditoria não modificados, com ênfase e com ressalva, e o retorno das ações de 214 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, entre os anos de 2010 e 2014. Os resultados não apresentaram significância estatística e os indícios foram de que os relatórios 'limpos' sem ênfase têm relação positiva com o retorno das ações, assim como os relatórios limpos com ênfase se relacionam negativamente com o retorno das ações, mostrando que há relação entre a opinião do auditor e a reação do mercado com a divulgação do relatório de auditoria.

Carvalho, Carvalho, Dantas e Medeiros (2019), por exemplo, analisaram 371 empresas não financeiras listadas na B3 no período de 2010 e 2017, sendo 74,80% auditadas por firmas *big four*, com o objetivo de investigar se o relatório de auditoria com opinião modificada influencia a formação de preço das ações. Como resultado, não evidenciaram o impacto na formação do valor de mercado das ações, culminando na rejeição da hipótese de que no mercado de capitais brasileiro a emissão de relatório de auditoria com opinião

modificada influencia negativamente o preço das ações das companhias não financeiras no período seguinte.

Apesar da literatura apresentar o auditor como fundamental ao assegurar a credibilidade das demonstrações financeiras, Almeida (2013) analisa a preocupação com a independência do profissional quando relacionado à administração da firma seguindo níveis que possam comprometer a credibilidade da informação. Dantas, Carvalho, Couto e Silva (2016) reforçam essa ideia, destacando que, para desempenhar o seu papel, a auditoria externa precisa da efetiva independência que não será afetada por influência que comprometam sua opinião.

Como forma de assegurar a capacidade do auditor em formar sua opinião com ceticismo e integridade, uma das questões que passou a ser discutida foi o rodízio dos auditores, que deve ser limitação na relação auditor e clientes que pode ser comprometida caso a relação se estenda (Nagy, 2005). O artigo 31 Instrução CVM 308/1999 admitiu o prazo de 5 (cinco) exercícios sociais consecutivos como limite para que o auditor independente preste seus serviços para um mesmo cliente, porém, é permitido que ele exerça por até 10 (dez) exercícios sociais nos casos de a companhia auditada possuir Comitê de Auditoria Estatutário - CAE em funcionamento permanente. Para que isso ocorra, é necessário que tenha rotação dos integrantes da equipe com função de gerência, em período não superior a 5 (cinco) exercícios sociais consecutivos, com intervalo mínimo de 3 (três) exercícios sociais para seu retorno.

A partir das circunstâncias anteriores apresentadas e à falta de pesquisas que avaliem o comportamento do auditor em resposta às modificações no preço das ações, surgiu a motivação para analisar a relação entre a variação no valor de mercado das empresas e a opinião dos auditores independentes por meio dos relatórios de auditoria. O propósito é analisar o sentido inverso de pesquisas precedentes, que se concentram na reação do mercado à opinião dos auditores. A premissa é que o auditor, diante da percepção de que o mercado avalia negativamente a empresa auditada, ficará mais propenso a atuar com mais rigor, de forma a proteger sua reputação, atuando de forma mais rígida, e aumentar a predisposição a modificar a opinião, a fim de mitigar o seu risco.

Desse modo, é formulada a seguinte hipótese, a ser testada empiricamente:

H₁: No mercado de capitais brasileiro, a variação positiva (negativa) no valor de mercado das empresas diminui (aumenta) a chance de emissão de relatório de auditoria com opinião modificada.

Outra forma de avaliar a reação do auditor à variação no valor de mercado das empresas é quanto à utilização ou não de parágrafo de ênfase no Relatório de Auditoria. A

Norma Brasileira de Contabilidade Técnica de Auditoria [NBC TA] 706 traz a definição de que o parágrafo de ênfase é incluído no relatório de auditoria para apresentar um assunto divulgado nas demonstrações contábeis que, de acordo com o julgamento do auditor, tem relevância fundamental para o entendimento dos usuários das demonstrações financeiras por trazer importantes aspectos que somados ao relatório de auditoria, terão maior peso sobre a decisão do investidor.

Estudos como o de Damascena, Paulo e Cavalcante (2011) buscam verificar eventos que servem de justificativa tanto para a emissão de opinião com ressalva e/ou para parágrafo de ênfase, o que pode provocar divergências de opinião entre os auditores independentes quando esse evento pode estar presente tanto em um parágrafo de ênfase quanto em um relatório com modificação de opinião. Eles identificaram como principais eventos econômicos, que ocorrem nos dois casos, os créditos tributários e a falta de exame de auditoria de demonstrações contábeis anteriores.

Os assuntos dos parágrafos de ênfases podem ser utilizados para divulgação de situações anormais, como a possível descontinuidade operacional, tornando claro para os interessados na informação a incerteza sobre seus investimentos, o que pode afetar a alocação dos recursos financeiros dos investidores (Damascena et al., 2011) e influenciar o mercado a reagir de forma negativa, mesmo não apresentando uma opinião modificada.

Como já exposto, um mesmo evento pode estar presente nos dois casos e fazer com que o mercado reaja de forma negativa à variação no valor de mercado, então a premissa é que o auditor, ao observar que o mercado atribui à empresa variações negativas no valor de mercado, que podem comprometer a situação financeira e patrimonial da companhia, reage emitindo parágrafo de ênfase, como forma de proteger sua reputação, procurando sinalizar algum desconforto com a entidade, não obstante isso não representar modificação de opinião sobre as demonstrações financeiras.

Dessa forma, é formulada a seguinte hipótese referente à presença de parágrafo de ênfase no relatório de auditoria:

H_2 : No mercado de capitais brasileiro, a variação positiva (negativa) no valor de mercado das empresas diminui (aumenta) a chance de emissão de relatório de auditoria com parágrafo de ênfase.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este trabalho se enquadra como uma pesquisa empírica, que buscou analisar a relação entre a variação no valor de mercado das companhias listadas na B3 e os tipos de relatórios de auditoria emitidos sobre as demonstrações financeiras, partindo da premissa definida na Figura 1.

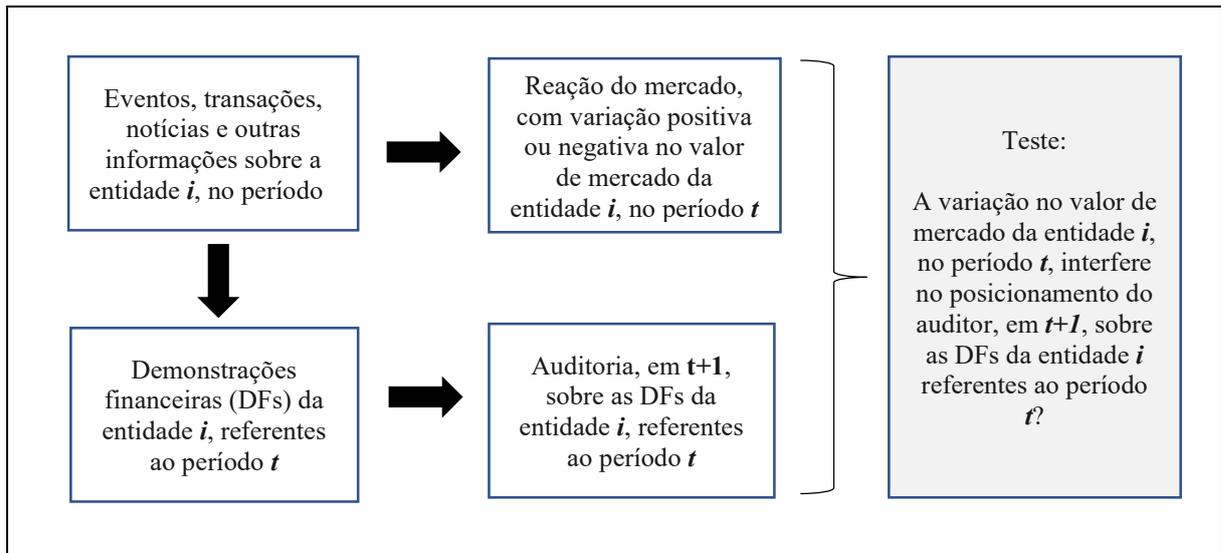


Figura 1: Relação entre a variação no valor de mercado e a modificação de opinião do auditor.

3.1 Modelo

Para testar a hipótese de pesquisa H_1 foi utilizado o modelo *logit* (3.1), que avalia o impacto do preço de mercado do retorno das ações na opinião do auditor independente. Esse modelo é inspirado em Carvalho et al., (2019), que investigaram se o relatório de auditoria com opinião modificada impactava o preço das ações.

$$MOD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VME_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Sendo:

$MOD_{i,t}$: Variável *dummy* que assume valor igual a 1 caso a empresa i , no período t , tenha recebido relatório de auditoria com modificação de opinião e 0, caso contrário.

$\Delta VME_{i,t}$: Representa a variação no valor de mercado da empresa i , no período t , em relação ao período $t-1$.

$ROA_{i,t}$: Representa o retorno sobre o ativo da empresa i , no período t , calculado pela divisão do Lucro Líquido pelo Ativo Total do período.

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

$ALAV_{i,t}$: Representa o grau de alavancagem/endividamento da empresa i , no período t , mensurada pela relação entre o Passivo Total e o Ativo Total.

$B4_{i,t}$: Variável *dummy*, que assume valor 1 se a empresa i , no período t , foi auditada por uma *big four* e 0, quando não.

$TAM_{i,t}$: Representa o tamanho da empresa i , no período t , mensurado pelo logaritmo natural do Ativo Total.

Para testar a hipótese H_1 , a variável de interesse é a variação no valor de mercado (ΔVME). É esperado que haja relação negativa entre a variável de interesse e o relatório de auditoria com opinião modificada (MOD), variável dependente a ser testada. Isso significa que, variações negativas no valor de mercado aumentariam a chance de o auditor independente emitir um relatório com modificação de opinião. Enquanto as variações positivas no valor de mercado diminuiriam a chance de emissão de relatório de auditoria com opinião.

Além da variável de interesse, foram incorporadas variáveis de controle para capturar os efeitos do nível de rentabilidade da companhia (ROA), a estrutura de governança (GOV), o grau de alavancagem ($ALAV$) e o tamanho (TAM) das entidades auditadas, além da condição de a firma de auditoria ser uma *big four* ($B4$), na propensão dos auditores a emitirem relatório com opinião modificada.

A primeira variável de controle dada pela divisão do lucro líquido pelo ativo total (ROA), avalia a medida de desempenho financeiro da companhia. De acordo com Santos (2015), existe uma relação estatisticamente significativa entre o retorno do ativo e o tipo de relatório de auditoria, demonstrando que a performance financeira da companhia impacta no tipo de opinião do auditor. Assim, é esperada uma relação negativa entre as variáveis, sugerindo que quanto maior (menor) for a o potencial de geração de lucro, menor (maior) será a chance de o auditor emitir uma opinião modificada.

Como forma de mitigar os conflitos de agência entre o principal, o agente e outras partes interessadas, a governança corporativa (GOV) visa alinhar os interesses das partes e maximizar o valor para os acionistas controladores e não controladores (Marques, 2016). Considerando esses preceitos, Marques, Louzada, Amaral e Souza (2018) mostram que empresas com níveis diferenciados de governança corporativa apresentam menor probabilidade de receberem relatórios com modificação de opinião. Isso sugere a escolha do nível de governança (GOV) como uma das variáveis que implica na opinião do auditor, esperando-se uma associação negativa com a opinião modificada (MOD).

Em relação à alavancagem ($ALAV$), estudo de Krishnan e Krishnan (1996) identificou que o grau de endividamento é uma variável significativa para explicar a ocorrência de relatório de auditoria com opinião modificada, obtendo associação positiva no estudo. Evidências nesse sentido também foram confirmadas por Hope e Langli (2010), ao indicarem que a alavancagem influencia na modificação de opinião por questões de continuidade. Dessa forma, é esperada

associação positiva entre essa variável de controle e a propensão de obter um relatório com opinião modificada do auditor independente (*MOD*).

No caso da variável *B4*, segundo Damascena e Paulo (2013), empresas de auditoria que não são *big four* emitem mais opiniões com ressalvas e parágrafo de ênfase do que as *big four*, mesmo estas auditando maior parte das companhias. Desta forma, espera-se que a variável *B4* apresente associação negativa com a modificação de opinião (*MOD*).

Por fim, Li, Song e Wong (2008) avaliaram o efeito do tamanho (*TAM*) da firma na opinião dos auditores no mercado chinês, observando que essa variável afeta a probabilidade de se emitir opinião modificada, ou seja, quanto maior (menor) a companhia auditada, menor (maior) a probabilidade de receber opinião modificada (*MOD*). Essa relação negativa também foi confirmada por Cao, Feroz e Davalos (2015), que constataram que empresas de maior tamanho e visibilidade esperam receber opinião sem ressalvas sobre suas demonstrações financeiras. Assim, também é esperado que a variável *TAM* possua uma associação negativa com a opinião modificada (*MOD*).

Sabendo que o auditor independente pode emitir um relatório sem modificação de opinião, mas apresentar parágrafo de ênfase para alertar os interessados na companhia sobre determinado assunto para o qual, apesar de ter sido abordado de forma apropriada pela administração, exista dúvidas quanto ao desfecho do evento. O uso do parágrafo de ênfase pode ser utilizado como uma forma de o auditor alertar com antecedência os investidores sobre possíveis riscos referentes à companhia como forma de proteger sua reputação. Damascena e Paulo (2013), por exemplo, destacam associação negativa entre o parágrafo de ênfase e o valor de mercado, onde companhias com menor valor de mercado são mais propícias a receber relatório de auditoria com parágrafo de ênfase.

Para testar a hipótese H_2 é utilizado o modelo *logit* (3.2), equivalente ao utilizado para testar a hipótese H_1 , apenas alterando a variável dependente *MOD* por *ENF*, onde é avaliado se a variação no valor de mercado das empresas interfere nas chances de emissão de relatórios de auditoria com parágrafo de ênfase pelos auditores independentes.

$$ENF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta VME_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 GOV_{i,t} + \alpha_4 ALAV_{i,t} + \alpha_5 B4_{i,t} + \alpha_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Sendo:

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

Com base no que foi fundamentado no tópico 2.3, o parágrafo de ênfase pode estar presente no relatório de auditoria para alertar sobre possíveis riscos ao investidor referente à

posição em que a companhia se encontra. Dessa forma, espera-se uma relação negativa entre a variável dependente (ENF) e a variável de interesse (ΔVME), revelando maior propensão de aparecer parágrafos de ênfases no relatório de auditoria quanto menor for a variação no valor de mercado.

Em relação às variáveis de controle ROA , GOV , $ALAV$, $B4$ e TAM , são esperados os mesmos sinais destacados no modelo (3.1).

3.2 Perfil da amostra

A realização desse estudo envolveu a coleta de dados econômico-financeiros anuais e histórico de cotações diárias dos preços das ações, ajustada pela distribuição de proventos, de 338 empresas não financeiras listadas na $B3$, entre 2009 e 2020. Os dados sobre a informações de mercado foram obtidos através da base Economatica, e os relatórios de auditoria assim como as informações financeiras de cada companhia foram obtidos no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários [CVM].

Todas as 338 que compõem a amostra selecionada estão distribuídas pelos setores econômicos de bens industriais, comunicações, consumo cíclico, consumo não cíclico, materiais básicos, petróleo, gás e combustíveis, saúde, tecnologia da informação e utilidade pública bem como distribuídos por 6 (seis) tipos de segmento de governança, uma das variáveis apresenta nas hipóteses, sendo novo mercado (NM), nível 1 (N1), nível 2 (N2), Bovespa mais (MA) e balcão tradicional (MB).

O presente estudo avalia o impacto da variação no valor de mercado sobre a opinião modificada do auditor, como forma de mitigar o seu risco e se proteger. Ao contrário de estudos realizados onde se objetiva avaliar o impacto do auditor sobre o mercado de ações, a premissa considerada é de que a variação no valor de mercado da empresa i no período t poderá influenciar a opinião do auditor no período t , propiciando opinião modificada e/ou parágrafo de ênfase sobre as demonstrações financeiras. Por essa razão, serão consideradas informações anualizadas sobre o comportamento do valor de mercado com a data de referência 31/12 do ano de 2009 até o ano de 2020.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta a análise das estatísticas quantitativas da pesquisa, e, através dela, são realizadas as primeiras inferências sobre os relatórios de auditoria. A primeira etapa dos testes consistiu em analisar as divisões desses relatórios sobre as demonstrações financeiras das 338 empresas listadas na B3, considerando o período do ano de 2009 a 2020.

Tabela 1: Estatísticas gerais das empresas analisadas.

Descrição	Quantidade	Percentual
Total de relatórios de auditoria	3.584	100,00%
Demonstrações auditadas por <i>big four</i>	2.484	69,31%
Demonstrações de empresas com nível de governança	1.930	53,85%
Sem Ressalva	3.280	91,52%
Com Ressalva	211	5,89%
Abstenção de Opinião	83	2,32%
Opinião Adversa	10	0,28%
Relatórios contendo parágrafo de ênfase	1.805	50,36%
Relatório com modificação de opinião	304	8,48%
Emitidos por <i>big four</i>	98	32,34%
Modificação de opinião por <i>big four</i> em empresa com nível de governança	49	50,00%

Na tabela 1 há predominância de empresas auditadas por *big four* com a concentração de 69,31% dos mercados auditados, isso se deve por sua expertise técnica e capacidade ao auditor grandes companhias, ganhando reputação e confiança de acionista e terceiros. Além disso, 53,85% das companhias analisadas são classificadas em algum dos seguimentos de governança da B3, e companhias que estão nesse nicho procuram manter suas informações quanto às demonstrações financeiras o mais próximo da realidade, o que promove confiança aos seus acionistas e usuários da informação. Ao observar quantitativamente as empresas listadas na B3, observa-se que 50% foram auditadas por *big four* e receberam relatório com opinião modificada, o que leva a entender que algumas dessas companhias ainda precisam de determinada atenção para aprimorar seus controles e apresentar as informações com fidedignidade, sem quaisquer incertezas aos seus acionistas e usuários da informação.

4.1 Análise das Estatísticas Descritivas

Nessa seção será apresentada uma tabela com as estatísticas descritivas das variáveis não dicotômicas dos modelos (3.1) e (3.2), contemplando os dados das empresas integrantes da

amostra, com e sem a *winsorização* dos dados a 2,5%, para maior e para menor, totalizando 5%.

Tabela 2: Estatísticas descritivas das variáveis não dicotômicas dos modelos *logits* (3.1) e (3.2)

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Base completa					
ΔVME	0,2261	0,0468	30,6344	-0,9499	1,0815
<i>ROA</i>	-6,4523	0,0272	347,4791	-22850,0623	391,9445
<i>ALAV</i>	2,5593	0,6234	5395,1182	-485,2452	93,5141
<i>TAM</i>	21,0728	21,3226	27,6184	6,4552	2,4002
Base winsorizada					
ΔVME	0,1729	0,0468	2,2314	-0,6562	0,5967
<i>ROA</i>	-0,0010	0,0272	0,2650	-0,7253	0,1692
<i>ALAV</i>	0,7866	0,6234	4,3832	0,0600	0,7736
<i>TAM</i>	21,0977	21,3226	24,8627	15,3895	2,2065

Em que: ΔVME é a variação do valor de mercado por ação; *TAM* refere-se ao tamanho da empresa; *ROA*: representa o retorno sobre o ativo total; *ALAV* representa o grau de alavancagem/endividamento.

Através dos resultados da tabela 2 observa-se que variável de interesse, variação no valor de mercado (ΔVME), apresenta um valor mínimo negativo para a companhia Atma Participações S.A. em 2015, o que pode ser justificado pelo comportamento do mercado após a empresa apresentar um prejuízo nas suas demonstrações financeiras e a firma de auditoria constatar o risco de continuidade operacional, já quando *winsorizado*, o valor mínimo muda após a base ser tratada a 2,5% para substituir os valores extremos por -0,6562.

Ao se tratar do valor máximo, apesar de não ter sido algo extremo, o valor da companhia Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A. foi em 2013, último ano em que a empresa recebeu parágrafo de ênfase referente a recuperação judicial, e ao *winsorizar*, esse valor diminui para 2,2314 após substituição.

O *ROA*, representado pelo retorno sobre os ativos totais, foi a única variável com a média negativa, indicando que a média sofreu impacto de um valor discrepante, uma vez que a mediana é positiva. Nessa análise dos valores extremos, percebe-se que a empresa Brasmotor foi a que registrou o maior indicador de retorno, no ano de 2014, cabendo ressaltar que essa companhia foi cancelada da base CVM em 2016, passando a ser uma companhia de capital fechado. Por outro lado, a CCX Carvão da Colômbia S.A. foi a entidade com menor índice de rentabilidade, em 2009, quando coincidentemente recebeu ressalvas por não ter sido auditada anteriormente e apresentar incerteza referente aos dados apresentados.

As outras duas últimas variáveis que também tiveram uma variação considerável de valor foram a alavancagem (*ALAV*) e o tamanho da companhia (*TAM*) ao se tratar de máximo e mínimo, concentrando a maior mudança na primeira variável, o que também implica no desvio padrão a *ALAV* que diminuiu após os devidos tratamentos

Decorrente da *winsorização*, a média de todas as variáveis apresentadas na Tabela 2, está mais próxima da mediana, o que indica que após a substituição, os valores discrepantes não tiveram grande impacto na média.

4.2 Matriz de Correlação

Para a segunda análise estatística dos dados obtidos, utilizou-se a matriz de correlação de Pearson, para identificar como as variáveis se relacionam entre si. O resultado se dará por negativo ou positivo, ou seja, quando a correlação for negativa, indica que uma variável diminui com o aumento de outra, já quando positiva, as duas variáveis testadas não terão influência ou significância com a outra.

A Tabela 3 apresenta os dados de correlação com dados completos e com dados *winsorizados*, que apresentam uma distribuição normal, sem discrepâncias, e para essa técnica o tratamento dado para os valores foi de 5% para os valores extremos (2,5% para os maiores e 2,5% para os menores) no intuito de ignorar os valores extremos substituindo-os pelo menor e maior valor limite estabelecido e analisar aqueles que estão dentro da normalidade.

Tabela 3: Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis do modelo (3.1) e (3.2)

	<i>MOD</i>	<i>ENF</i>	ΔVME	<i>ROA</i>	<i>GOV</i>	<i>ALAV</i>	<i>B4</i>	<i>TAM</i>
Base sem tratamento dos valores extremos								
<i>MOD</i>	1.000							
<i>ENF</i>	0.078	1.000						
ΔVME	-0.007	0.031	1.000					
<i>ROA</i>	0.003	-0.018	0.007	1.000				
<i>GOV</i>	-0.142	0.011	-0.047	-0.016	1.000			
<i>ALAV</i>	-0.003	0.014	0.010	-0.988	0.009	1.000		
<i>B4</i>	-0.244	-0.090	-0.059	0.028	0.295	-0.034	1.000	
<i>TAM</i>	-0.100	-0.020	-0.039	0.089	0.215	-0.094	0.393	1.000
Base Winsorizada								
<i>MOD</i>	1.000							
<i>ENF</i>	0.078	1.000						
ΔVME	-0.011	0.017	1.000					
<i>ROA</i>	-0.164	-0.108	0.046	1.000				
<i>GOV</i>	-0.142	0.011	-0.033	0.055	1.000			
<i>ALAV</i>	0.241	0.082	0.049	-0.557	-0.155	1.000		
<i>B4</i>	-0.244	-0.090	-0.065	0.142	0.295	-0.187	1.000	
<i>TAM</i>	-0.110	0.023	-0.017	0.253	0.241	-0.307	0.404	1.000

Em que: ΔVME é a variação no valor de mercado por ação; *MOD* representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa, teve relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; e *ENF* representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com ênfase do auditor e 0, caso contrário. *GOV*

representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa tem algum nível de governança e 0, caso contrário; *ALAV* representa o grau de alavancagem da empresa; *B4* representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa for auditada por uma *big four* e 0, caso contrário; *TAM* representa o tamanho da empresa.

A análise univariada, em relação à variável dependente *MOD*, sugere que a emissão de opinião modificada por parte dos auditores independentes é associada: negativamente com a variação no valor de mercado das empresas (ΔVME), o nível de rentabilidade das companhias (*ROA*), a condição de a entidade auditada ser listada nos níveis de governança corporativa da bolsa (*GOV*), o fato de a firma de auditoria ser uma das *big four* (*B4*) e o tamanho da companhia (*TAM*); e positivamente com o nível de alavancagem (*ALAV*) da entidade auditada. Esses sinais são os mesmos, independentemente de se utilizar a base de dados sem e com o tratamento dos *outliers* por meio da *winsorização*, exceto ao se tratar das variáveis *ROA* e *ALAV* que apresentam sinais distintos ao comparar as duas bases.

Ao se substituir a variável dependente *MOD* por *ENF*, os sinais da análise univariada são bem parecidos, exceto por: (i) no caso da variável *GOV*, a relação negativa se transforma em positiva, ou seja, empresas com melhor nível de governança têm menor probabilidade de receber opinião modificada, mas maior propensão a registrar parágrafo de ênfase nos relatórios de auditoria; nas variáveis ΔVME e *TAM* os resultados são inconclusivos, com sinais distintos entre as bases sem e com tratamento de *outliers*.

Considerando, em particular, as relações de interesse – a associação entre a variável independente de interesse, ΔVME , e as variáveis dependentes *MOD* e *ENF* – os resultados sugerem os primeiros indícios de: corroboração da hipótese H_1 , indicando que quanto maior (menor) a variação no valor de mercado da companhia menor (maior) a probabilidade de o relatório de auditoria conter modificação de opinião; e inconsistência em relação à hipótese H_2 , dados os sinais inversos nos testes relativos à correlação entre a variação no valor de mercado das companhias e a probabilidade de constar parágrafo de ênfase no relatório de auditoria. De qualquer forma, é importante ressaltar que a análise univariada deve ser vista com restrição para fins de conclusão sobre as hipóteses de pesquisa, por desconsiderar os efeitos da influência concorrente das variáveis explicativas no comportamento das variáveis dependentes. Essa limitação é solucionada na análise multivariada, com a estimação dos modelos (3.1) e (3.2).

Por fim, para avaliar o risco multicolinearidade são examinadas as correlações entre as variáveis explicativas dos modelos. Seguindo Gujarati e Poter (2011), há alto risco de multicolinearidade quando a correlação entre regressores for superior a 0,80. Dessa forma, observando a Tabela 3, a correlação entre o *ROA* e a *ALAV* apresenta problema de corte transversal, como heterocedasticidade, problema que é tratado ao *winsorizar* os dados da base

bruta. De qualquer forma, para mitigar esse risco foi realizado o teste de Fator de Inflação de Variância (FIV), constatando uma estatística de 1,010475, o que afasta o risco de multicolinearidade – esse risco se materializa quando a estatística se aproxima de 10.

4.3 Impacto da Variação no Valor de Mercado na Modificação de Opinião de Auditoria

Para testar a hipótese de pesquisa H_1 , a Tabela 4 apresenta os dados para as estimações do modelo (3.1). Para fins de análise de sensibilidade dos resultados, são promovidas estimações com os métodos de regressão agrupada (*pooled*) e efeitos fixos no período, além da *winsorização* dos dois métodos.

Tabela 4: Estimação do modelo *logit* (3.1) para avaliação do impacto da variação no valor de mercado no relatório de auditoria com modificação de opinião.

Modelo testado:				
$MOD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VME_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	Base Completa		Base Winsorizada	
	Pooled	Efeitos Fixos no Período	Pooled	Efeitos Fixos no Período
C	0,3477 (0,0000)	0,3462 (0,0000)	0,0736 (0,3760)	0,0489 (0,5550)
ΔVME	-0,0059 (0,2832)	-0,0058 (0,3094)	-0,0162 (0,1551)	-0,0149 (0,2137)
ROA	7,6401 (0,5952)	6,9101 (0,6251)	-0,0668 (0,0719) *	-0,0846 (0,0625) *
GOV	-0,0327 (0,0052) ***	-0,0327 (0,0043) ***	-0,0302 (0,0056) ***	-0,0303 (0,0042) ***
ALAV	0,0009 (0,2721)	0,0009 (0,2712)	0,0771 (0,0000) ***	0,0810 (0,0000) ***
B4	-0,1191 (0,0000) ***	-0,1156 (0,0000) ***	-0,1084 (0,0002) ***	-0,1032 (0,0003) ***
TAM	-0,0074 (0,0418) **	-0,0074 (0,0430) **	0,0023 (0,5508)	0,0031 (0,4170)

Nº de empresas:	185	185	185	185
Nº de observações	1.694	1.694	1.694	1.694
Período:	2010/2020	2010/2020	2010/2020	2010/2020
R ²	0,0669	0,0722	0,1025	0,1112
R ² ajustado	0,0636	0,0634	0,0993	0,1027
F Estatística	20,1647	8,1575	32,1055	13,1140
F (p-valor)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Durbin-Watson	0,8020	0,7938	0,8385	0,8313

Em que: ΔVME representa a variação no valor de mercado; MOD representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa, teve relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; ROA : representa o retorno sobre o ativo total; GOV é variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa está listada nos Níveis de Governança Corporativa da $B3$ e 0, caso contrário; $ALAV$ representa o grau de alavancagem/endividamento e $B4$ é a 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.

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

Em relação à variável de interesse, os resultados demonstraram que apesar de ter apresentado sinal negativo, não foi constatada relação estatisticamente relevante entre a variação no valor de mercado das empresas (ΔVME) e a modificação de opinião (MOD) por parte do auditor independente, o que contraria as previsões da hipótese de pesquisa $H1$. Não são confirmadas, assim, as previsões de que o auditor independente reagiria a variações negativas no valor de mercado das companhias, no período t , aumentando a propensão à emissão de opinião modificada, realizada em $t+1$, sobre as demonstrações financeiras referentes a t .

Esses resultados são compatíveis com os encontrados por Carvalho et al., (2019), que avaliaram a relação inversa – se a opinião modificada do auditor influenciava o valor de mercado depois dessa divulgação. Os autores constataram que a opinião modificada afetava a volatilidade do retorno das ações, mas que não era possível afirmar que influenciava negativamente o valor de mercado das empresas.

Em relação às variáveis de controle, foi encontrada relação negativa entre o índice de rentabilidade, ROA , e a variável dependente, MOD , quando usada a base de dados *winsorizada*, sugerindo que quanto maior (menor) o retorno sobre os ativos menor (maior) será a chance de o auditor emitir relatório com opinião modificada. Essa métrica é essencial para a tomada de decisão dos gestores e acionistas, pois apresenta a capacidade que a companhia tem ao transformar recursos próprios em produtos, demonstrando que, quanto melhor seu retorno, maior será sua performance econômica e menor será o incentivo para emitir demonstrações com distorções materiais, assim diminui a chance de receber relatório com modificação de opinião. Os resultados de Santos (2015) e Pereira, Machado e Dutra (2019) sustentam esses

achados, onde o *ROA* influencia o tipo de opinião emitida pelo auditor independente.

Ao relacionar o nível de governança corporativa (*GOV*) com a variável dependente desse modelo, o resultado para ambas as bases apresenta relação negativa e estatisticamente significativa com a modificação de opinião, o que sugere que as entidades que pertencem a algum nível de governança produzem informações mais confiáveis para os acionistas, o que reduz a probabilidade de emissão de opinião modificada por parte do auditor já que apresentam suas informações de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. Esse resultado é compatível com os achados de Alexandre e Lopes Junior (2018) que verificaram uma base de 99% de relatórios sem ressalvas referentes às companhias inseridas no nível mais alto de governança. Marques, Santos, Souza, Amaral, Souza e Louzada (2015) também encontraram resultados compatíveis em que companhias pertencentes a um dos níveis de governança e auditadas por *big four* possuem baixa probabilidade de receber modificação de opinião.

No caso da variável alavancagem (*ALAV*), foi constatada associação positiva com a emissão de opinião modificada por parte do auditor quando os outliers são tratados por meio da *winsorização*. Esses resultados sugerem que empresas mais endividadas apresentam mais riscos ao mercado e, ao se deparar com esse cenário, o auditor tende a realizar seu trabalho com mais cuidado, aumentando a probabilidade de emitir um relatório com opinião modificada. O resultado encontrado corrobora com os achados de Sant'Ana e Sant'Ana (2021) que apresenta resultado positivo entre a alavancagem e a qualidade de auditoria, de modo a aumentar a probabilidade de modificação de opinião ao se deparar com alto endividamento.

Para a variável de controle *big four* (*B4*) foi constatada relação negativa com a probabilidade de emissão de opinião modificada sobre as demonstrações nas quatro estimações realizadas. Esse resultado demonstra a relação negativa entre a modificação de opinião e o fato de que as empresas serem auditadas por *big four* recebem menos relatórios com modificação de opinião. Alguns estudos, como o de Araújo (2020), sugerem que isso pode ser explicado pelo fato de que quando um cliente está recebendo relatório com opinião modificada de uma *big four* migra para uma firma de menor porte que pode não ressaltar o assunto apontado pelo antigo auditor. Esse resultado corrobora os achados de Damascena et. al (2011) de que os relatórios de auditoria com modificação de opinião são menos frequentes quando emitidos por firmas *big four*.

Com o objetivo de avaliar se o tamanho da companhia auditada influencia na emissão de relatório com opinião modificada, a variável de controle tamanho (*TAM*) também foi testada e apresentou resultado negativo e significância de 10% que resultou nas melhores inferências sobre os parâmetros estimados na base completa e respondeu positivamente a hipóteses testada,

esse resultado também está de acordo com o que foi encontrado nos estudos de Li et al., (2008) que ao avaliar o efeito do tamanho (*TAM*) apresenta que quanto maior (menor) a companhia, menor (maior) a chance de emissão de modificação de opinião. Portanto, com a base *winsorizada*, ao excluir os dados outliers na variável tamanho, essa variável perde a significância mostrando que os dados discrepantes ao serem substituídos não apresentam relação importante para que o auditor emita relatório com modificação de opinião.

4.4 Impacto da Variação no Valor de Mercado na Emissão de Parágrafo de Ênfase

Nesta seção serão apresentados os dados para testar a hipótese H_2 do modelo (3.2). Para fins de análise de sensibilidade dos resultados, são promovidas estimativas com os métodos de regressão agrupada (*pooled*) e efeitos fixos no período assim como o tratamento dos *outliers* para cada um desses métodos.

Tabela 5: Estimativa do modelo *logit* (3.2) para avaliação do impacto da variação no valor de mercado no relatório de auditoria com parágrafo de ênfase.

Modelo testado:				
$ENF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta VME_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 GOV_{i,t} + \alpha_4 ALAV_{i,t} + \alpha_5 B4_{i,t} + \alpha_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
	Base Completa		Base Winsorizada	
	Pooled	Efeitos Fixos no Período	Pooled	Efeitos Fixos no Período
<i>C</i>	0,6051 (0,0000)	0,5350 (0,0000)	0,3696 (0,0290)	0,0489 (0,5550)
<i>ΔVME</i>	0,0099 (0,5930)	0,0253 (0,0192) **	-0,0006 (0,9895)	0,0329 (0,1492)
<i>ROA</i>	-1,4601 (0,4637)	-1,4801 (0,9335)	0,1574 (0,5045)	-0,0409 (0,7521)
<i>GOV</i>	0,0840 (0,0013) ***	0,0963 (0,0002) ***	0,0903 (0,0008) ***	0,0999 (0,0002) ***
<i>ALAV</i>	0,0001 (0,9106)	-0,0002 (0,8109)	0,0807 (0,0011) ***	0,0777 (0,0009) ***
<i>B4</i>	-0,1201 (0,0012) **	-0,1731 (0,0000) ***	-0,1101 (0,0026) **	-0,1587 (0,0000) ***

<i>TAM</i>	-0,0017 (0,7510)	0,0028 (0,5410)	0,0059 (0,3962)	0,0115 (0,0459) **
Nº de empresas:	185	185	185	185
Nº de observações	1.694	1.694	1.694	1.694
Período:	2010/2020	2010/2020	2010/2020	2010/2020
R ²	0,0127	0,2103	0,0267	0,2198
R ² ajustado	0,0091	0,2027	0,0232	0,2124
F Estatística	3,6064	27,9063	7,7052	29,5368
F (p-valor)	0,0015	0,0000	0,0000	0,0000
Durbin-Watson	0,8709	0,9985	1,0011	1,0228

Em que: ΔVME representa a variação no valor de mercado; MOD representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa, teve relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; ROA : representa o retorno sobre o ativo total; GOV é variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa está listada nos Níveis de Governança Corporativa da $B3$ e 0, caso contrário; $ALAV$ representa o grau de alavancagem/endividamento e $B4$ é a 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.

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

A relação da variação no valor de mercado das ações (ΔVME) com a emissão de parágrafo de ênfase (ENF) não registrou significância estatística, resultando na rejeição da hipótese H_2 . Essas evidências demonstram que a variação no valor de mercado das empresas não influencia o auditor quanto à incorporação de parágrafo de ênfase no relatório de auditoria. Esses resultados são compatíveis, de certa forma, com os achados de Carvalho et al., (2019), que encontraram resultados inconclusivos ao estimarem a variação no valor de mercado com o parágrafo de ênfase, o que está de acordo com os achados nesse modelo.

No caso do indicador de rentabilidade (ROA), os testes não demonstraram relação significativa com a propensão à emissão de parágrafo de ênfase, revelando que esse não é um fator considerado pelo auditor na elaboração do relatório.

Para a variável de controle relativa à condição da entidade integrar algum tipo de segmento de governança corporativa (GOV), os testes registraram relação positiva com a emissão de parágrafo de ênfase. Essas evidências contrariam os achados de Alexandre et. al (2018), que identificaram que quanto maior for o nível de governança, menor será a existência de parágrafo de ênfase nos relatórios emitidos. Também é importante ressaltar que na estimação do modelo (3.1) foi constatado que a variável GOV é negativamente associada à emissão de opinião modificada (MOD), ou seja, entidades com melhores níveis de governança aumentam a propensão a conter parágrafo de ênfase, mas reduzem a perspectiva de receberem opinião modificada.

Em relação à variável alavancagem (*ALAV*), foi constatado resultado positivo e estatisticamente significativo na relação com o parágrafo de ênfase (*ENF*), demonstrando que empresas mais endividadas são mais arriscadas para o mercado, o que leva o auditor a limitar o escopo do trabalho ao se deparar com alto grau de alavancagem optando por apresentar o parágrafo de ênfase, permitindo que o investidor possa avaliar os riscos em relação à companhia.

De forma equivalente à estimação do modelo (3.1), que constatou relação negativa entre a variável de controle *big four* (*B4*) e a probabilidade de modificação de opinião por parte do auditor, os dados da Tabela 4 revela que o fato de ser uma firma *big four* reduz a propensão a emissão de parágrafo de ênfase. Esse resultado corrobora com os achados de Damascena e Paulo (2013) que evidenciam a concentração de parágrafos de ênfases emitidos por empresas não *big four*. Uma possibilidade de interpretação é que as grandes firmas de auditoria procuram manter seu prestígio com o mercado, tendendo a selecionar rigorosamente os clientes auditados, optando por grandes companhias que são saudáveis financeiramente, relutando a aceitar companhias com dificuldades financeiras (Pontes, Dantas & Nunes, 2020).

Por fim, a última variável de controle é o tamanho (*TAM*) da companhia auditada, com o propósito de verificar se esse fator é capaz de influenciar o auditor na emissão de parágrafo de ênfase. Com base na tabela 4, é possível observar que houve apenas uma associação relevante em uma das quatro estimações realizadas, insuficiente para se concluir pela relação entre a variável tamanho e a emissão de parágrafo de ênfase.

5. CONCLUSÕES

O objetivo deste estudo foi verificar se a variação no valor de mercado das companhias listadas na *B3* é capaz de influenciar a opinião do auditor independente e, para se proteger de riscos representado por eventual desvalorização das ações, ele emita relatórios com modificação de opinião e/ou parágrafo de ênfase.

Os testes empíricos realizados com os dados de 338 companhias não financeiras listadas na *B3*, no período de 2009 a 2020, demonstraram que não há evidências de impacto de variação no valor de mercado na modificação de opinião do auditor, o que rejeita a primeira hipótese do trabalho, que esperava que quanto maior (menor) fosse a variação no valor de mercado, menor (maior) seria a chance de o auditor emitir modificação de opinião. Resultados equivalentes – ausência de relação estatisticamente relevante – também foram constatadas ao se substituir a modificação de opinião pela incorporação de parágrafo de ênfase, ou seja, a variação no valor de mercado das companhias também não influencia a presença de ênfase nos relatórios de auditoria.

Por meio dos testes foi observado que o nível de rentabilidade, tamanho do cliente, o fato de a firma de auditoria ser *big four* e a companhia auditada pertencer a um dos níveis de governança corporativa da *B3*, impactam positiva ou negativamente a opinião do auditor ao emitir relatório com opinião modificada ou parágrafo de ênfase. Enquanto companhias mais alavancadas são mais propícias de receber opinião modificada ou parágrafo de ênfase no relatório de auditoria, apresentando relação positiva.

Como limitação de pesquisa, é importante ressaltar que a amostra é limitada às companhias não financeiras listadas na *B3*, assim, as evidências não puderam ser estendidas a outros tipos de entidades. Esse trabalho também contribui com o trabalho de Carvalho et al., (2019) onde é avaliado se a opinião do auditor independente é capaz de impactar na variação no valor de mercado e na volatilidade do retorno das ações, portanto nesse estudo a avaliação é limitada à variação no valor de mercado.

As contribuições do trabalho não se limitam à literatura, oferecendo aos investidores algumas informações como a importância de qual firma de auditoria está auditando determinada companhia e analisar os relatórios de auditoria com base nas demonstrações financeiras divulgada. Adicionalmente, este estudo também poderá ser utilizado como apoio aos auditores independentes na escolha de clientes, analisando os fatores apresentados nesse estudo e no planejamento de seu trabalho, contribuindo para a área de auditoria e mercado financeiro.

Para futuros estudos, recomenda-se também que: estendam às instituições financeiras, que podem apresentar relevância para a continuidade deste trabalho, assim como, utilizar outros

assuntos e/ou os principais assuntos de auditoria como variável de interesse da pesquisa, verificando se existe relação significativa com a variação no valor de mercado, o que pode indicar que, devido o comportamento do mercado em determinada companhia, o auditor independente opte por apresentar certo assunto em outra parte do relatório de auditoria.

REFERÊNCIAS

- Alexandre, N. O., & Lopes Junior, E. P. (2018). Análise da relação entre níveis diferenciados de governança corporativa e inconformidades dos relatórios dos auditores independentes. *RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 9 (1), 64-77.
- Almeida, B. J. M. (2013). Independência do auditor em Portugal: o estudo teórico e empírico do remotness gap. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10 (21), 159-186.
- Al-Thuneibat, A.A., Khamees, B.A & Al-Fayoumi, N.A. (2008). "O efeito das opiniões dos auditores qualificados sobre os preços das ações: evidências da Jordânia", *Managerial Auditing Journal* , 23 (1), 84-101.
- Araujo, M. D. R. (2020). Determinantes do posicionamento dos auditores sobre going concern em instituições financeiras em financial distress. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Economia da Universidade de Brasília. Brasília, DF, Brasil.
- Banimahd, B., Poorzamani, Z., & Ahmadi, S. A. (2013). The value relevance of audit report, auditor type and auditor tenure: evidence from Iran. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1), 89-103.
- Batista, C. G., Pereira, A. C., Silva, A. F., & Imoniana, J. O. (2010). Impacto dos pareceres de auditoria na variação do retorno das ações preferenciais das empresas listadas na Bovespa. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 10.
- Bernardo, H. P. (2001). *Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – Um estudo de evento*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Cao, Z., Leng, F., Feroz, EH, & Davalos, S. V. (2015). Corporate governance and default risk of firms cited in the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44 (1), 113-138.
- Carvalho, D. L., Carvalho, L. O., Dantas, J. A., & Medeiros, O. R. (2019). Reação do Mercado à opinião modificada da auditoria: Valor de Mercado e Percepção de Risco. *Revista Universo Contábil*, 15 (2), 97-115.
- Costa Jr, N. C., & Neves, M. B. (2000). Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. *Revista Brasileira de Economia*, 54, 123-137.
- Comissão de Valores Mobiliários (1999). *Instrução N° 308*. Brasília. Recuperado em 09 fevereiro, 2022, de <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst308.html>.

- Chung, K. (2004). Challenges and recent developments in hearing aids: Part I. Speech understanding in noise, microphone technologies and noise reduction algorithms. *Trends in Amplification*, 8 (3), 83-124.
- Damascena, L. G., & Paulo, E. (2013). Pareceres de auditoria: um estudo das ressalvas e parágrafos de ênfase constantes nas demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 9 (3), 104-127.
- Damascena, L. G., Paulo, E., & Cavalcante, P. R. N. (2011). Divergências entre Parágrafos de Ressalva e Parágrafos de Ênfase nos Pareceres de Auditoria. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 16 (2), 50-66.
- Dantas, J. A., de Carvalho, P. R. M., Couto, B. A., & Silva, T. N. (2016). Determinantes da remuneração dos auditores independentes no mercado de capitais brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 12 (4), 68-85.
- Dantas, J. A., Barreto, I. T., & Carvalho, P. R. (2017). Relatório com modificação de opinião: risco para o auditor?. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14 (3), 140-157.
- Fama, E. F. (1970). Tópico da sessão: comportamento do preço do mercado de ações. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. 5ª ed. New York: Amgh.
- Gramling, A. A., Rettenberg, L. E., & Johnstone, K. M. (2012). *Auditoria*. (7a ed.) São Paulo: Cengage Learning.
- Hope, O., & Langli, J.C (2010). Auditor Independence In A Private Firm And Low Litigation Risk Setting. *The Accounting Review*, 85 (2), 573-605.
- Jamal, K., Liu, Q., & Luo, L. (2018). As 4 grandes empresas se beneficiam ou sofrem perdas quando outra grande 4 não consegue detectar a fraude?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economic*, 25 (1-2), 1-20.
- Krishnan, J., & Krishnan, J. (1996). O papel dos trade-offs econômicos na decisão de opinião de auditoria: uma análise empírica. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 11 (4), 565-586.
- Lacerda, M. R., Encarnação, L. V., de Almeida Bispo, O. N., Colauto, R. D., & Angotti, M. (2013). A importância da informação contábil no processo de tomada de decisão nas micro e pequenas empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(19), 119-140.
- Li, C., Song, F.M. & Wong, S.M. (2008). Uma relação contínua entre o tamanho da firma de auditoria e as opiniões de auditoria: evidências da China. *International Journal of Auditing*, 12 (2), 111-127.
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capital: o modelo*

- de Ohlson aplicado à Bovespa*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.
- Lu, T., & Sivaramakrishnan, K. (2009). Rotação obrigatória de firmas de auditoria: visão renovada versus conhecimento insuficiente. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28 (2), 71-91.
- Marques, V. A. (2016). *Qualidade das informações contábeis e o ambiente regulatório: evidências empíricas no período de 1999 a 2013*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais. Minas Gerais, MG, Brasil.
- Marques, V. A., Santos, R., Souza, A., Amaral, H., & Souza, A. (2015). O efeito Big Four sobre os tipos de relatórios de auditoria: evidências empíricas no mercado brasileiro. *V Congresso da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas de Portugal*, 01-20.
- Marques, V. A., Louzada, L. C., Amaral, H. F., & de Souza, A. A. (2018). O poder da reputação: evidências do efeito big four sobre a opinião do auditor. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15 (35), 03-31.
- Murcia, F. D. R., Borba, J. A., & Schiehl, E. (2008). Relevância dos red flags na avaliação do risco de fraudes nas demonstrações contábeis: a percepção de auditores independentes brasileiros. *Revista Universo Contábil*, 4 (1), 25-45.
- Nagy, AL (2005). Rotatividade obrigatória da firma de auditoria, qualidade dos relatórios financeiros e poder de negociação do cliente: o caso da Arthur Andersen. *Accounting Horizons*, 19 (2), 51-68.
- NBC TA 706 (R2), de 04 de julho de 2016. (2016). Dá nova redação à NBC TA 706 que dispõe sobre parágrafos de ênfase e parágrafos de outros assuntos no relatório do auditor independente. <https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA706.pdf>
- Oliveira, A. C. R., Botinha, R. A., & Filho, J. T. (2018). Influência da opinião de auditoria na variação do preço das ações de companhias familiares brasileiras. *Contabilometria - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, 6 (1), 74-90.
- Pereira, F. R., Machado, N. V. D. A., Pinheiro, L. E. T., & Dutra, S. R. (2019). Auditoria contábil: Um estudo acerca da relação entre o relatório dos auditores e as características da empresa auditada. *Revista Capital Científico-Eletrônica*, 17 (2), 38-54.
- Ponte, D. M., Dantas, J. A., & Nunes, D. M. S. (2020). Modificação de Opinião dos Auditores por Risco de Continuidade Operacional no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 12 (1).
- Robu M. A., & Robu, I. B. (2015). The influence of the audit report on the relevance of accounting information reported by listed Romanian companies. *Procedia Economics and*

Finance, 20, 562-570.

- Sant'Ana, N. L. S., & Sant'Ana, P. C. P. (2021). Percepção de confiança na auditoria independente: índice de qualidade. *Contabilidade Vista & Revista*, 32 (2), 258-282.
- Santos, P. B. C. (2015). *"As características da empresa são determinantes do tipo de relatório de auditoria?"*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão. Lisboa, LX, Portugal.
- Santos, A. D., & Grateron, I. R. G. (2003). Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14 (32), 07-22.
- Souza, B. F., & Nardi, P. C. C. (2018). Influência da Opinião do Auditor no Retorno das Ações das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21 (2), 250-270.
- Traded, B. C. P. (2018). Influência da opinião do auditor no retorno das ações das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21 (2), 250-270.