



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

João Lucas Andrade Guimarães

REAÇÃO DO AUDITOR À PERCEPÇÃO DE RISCO DO MERCADO

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**

**João Lucas Andrade Guimarães**

**REAÇÃO DO AUDITOR À PERCEPÇÃO DE RISCO DO MERCADO**

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

João Lucas Andrade Guimarães

Reação do auditor à percepção de risco do mercado

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 \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2022.

---

Prof. Dr. José Alves Dantas  
Orientador

---

Prof. Dr.  
Professor - Examinador

Brasília - DF,      de 2022.

GUIMARÃES, João Lucas Andrade.

Reação do Auditor à Percepção de Risco do Mercado

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. relatório de auditoria; opinião modificada; parágrafo de ênfase; volatilidade do retorno das ações; percepção de risco.

## RESUMO

Este estudo tem por objetivo verificar se há relação entre a volatilidade do retorno das ações de uma companhia e a modificação de opinião do auditor, bem como a emissão de parágrafo de ênfase. Foram realizados testes de modelos de regressão multivariada que consideraram relatórios e cotações de 185 empresas/ações entre 2009 e 2020. Os resultados revelaram que companhias que apresentam uma maior volatilidade do retorno das ações possuem maior probabilidade de receber relatórios com modificação de opinião. Esse resultado indica que o auditor, ao ver que o mercado atribui um alto risco para a companhia, pode aumentar o rigor durante os seus trabalhos, aumentando a chance de emissão de um relatório com opinião modificada. Com relação ao parágrafo de ênfase, os resultados obtidos foram semelhantes, indicando que o auditor tem uma probabilidade mais alta de emitir parágrafos de ênfase sobre as demonstrações financeiras de empresas que possuem uma volatilidade do retorno das ações mais alta. Essa evidência contribui com a ideia de que o auditor, ao perceber uma elevada volatilidade do retorno das ações, pode emitir parágrafo de ênfase a fim de alertar o mercado para informações relevantes presentes nas demonstrações financeiras e se proteger de questionamentos futuros.

**Palavras-chave:** relatório de auditoria; opinião modificada; parágrafo de ênfase; volatilidade do retorno das ações; percepção de risco.

## **ABSTRACT**

This study aims to verify whether there is a relationship between the volatility of a company's stock return and the change in the auditor's opinion, as well as the issuance of an emphasis paragraph. Tests of multivariate regression models were carried out that considered reports and quotes from 185 companies/stocks between 2009 and 2020. The results revealed that companies that have a higher volatility of stock returns are more likely to receive reports with a change of opinion. This result indicates that the auditor, seeing that the market assigns a high risk to the company, increases the rigor during his work, increasing the chance of issuing a report with a modified opinion. Regarding the emphasis paragraph, the results obtained were similar, indicating that the auditor has a higher probability of issuing emphasis paragraphs on the financial statements of companies that have a higher volatility of stock returns. This evidence contributes to the idea that the auditor, when perceiving a high volatility of the stock return, can issue an emphasis paragraph in order to alert the market to relevant information present in the financial statements and protect itself from future questioning.

**Keywords:** audit report; modified opinion; emphasis paragraph; stock return volatility; risk perception.

## LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1: Estatísticas gerais das empresas analisadas .....	244
Tabela 2: Estatísticas descritivas das variáveis não dicotômicas dos modelos (3.1) e (3.2) .....	255
Tabela 3: Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis do modelo (3.1) e (3.2).....	266
Tabela 4: Estimação do Modelo (3.1), para os dados sem e com tratamento de outliers .....	288
Tabela 5: Estimações do modelo (3.2) para os dados sem e com tratamento de outliers.....	311

## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2.</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>13</b>
2.1	Informação Contábil e o Mercado de Capitais.....	13
2.2	Impacto da Opinião do Auditor no Mercado .....	15
2.3	Impacto das Informações do Mercado na Opinião do Auditor .....	16
<b>3.</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>20</b>
3.1	Amostra e Fonte de Dados .....	20
3.2	Desenvolvimento dos Modelos .....	20
<b>4.</b>	<b>ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>24</b>
4.1	Análise das Estatísticas Descritivas .....	24
4.2	Matriz de Correlação .....	26
4.3	Impacto da Percepção de Risco do Mercado Sobre a Opinião do Auditor .....	28
4.4	Impacto da Percepção de Risco do Mercado Sobre a Emissão de Ênfase .....	31
<b>5.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>34</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>35</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais possui papel fundamental para o funcionamento das economias modernas, uma vez que serve como fonte importante de recursos para as empresas, além de possibilitar ganhos atrativos também para agentes superavitários, que podem optar por investir seus recursos diretamente nas empresas, comprando títulos de dívida ou títulos patrimoniais.

Vale lembrar que no mercado de capitais o investidor fica sujeito a um risco potencialmente maior, uma vez que nesse ambiente, diferentemente do mercado de crédito, não há um intermediário financeiro responsável por garantir o cumprimento das responsabilidades estabelecidas entre o tomador de recursos e o poupador. A fim de mitigar esses riscos, bem como disponibilizar melhores critérios para a tomada de decisão dos investidores, diversos estudos (Markowitz, 1952; Modigliani & Miller, 1958; Sharpe, 1964; Ross, Westerfield & Jaffe, 2010; por exemplo) desenvolveram modelos financeiros e de precificação de ativos e expuseram a necessidade de informações fidedignas, que são *inputs* no processo de tomada de decisão. Esse contexto explica o aumento da demanda por informações mais detalhadas e de maior qualidade a respeito das empresas.

À medida que a exigência por demonstrações mais fidedignas e de maior qualidade aumenta, a responsabilidade e a atenção sobre o trabalho do auditor também crescem. Isso ocorre porque o profissional responsável por assegurar que as demonstrações contábeis estão livres de distorções materiais, em virtude de erro ou fraude é do auditor, conforme disposto na NBC TA 240 (2016).

A partir desse contexto, é possível imaginar que, tanto as demonstrações financeiras, quanto a opinião do auditor são capazes de influenciar a tomada de decisão dos investidores. Macedo, Almeida e Dornelles (2017), por exemplo, evidenciam que o mercado internacional reage aos mais diversos tipos de informações divulgadas, e que dentre todas as variáveis analisadas, as demonstrações contábeis tiveram o impacto mais relevante sobre a opinião do mercado.

Uma vez que a literatura traz evidências do impacto das demonstrações financeiras sobre os investidores, é razoável imaginar que a opinião do auditor independente sobre os relatórios de divulgação financeira também seja relevante para os membros do mercado de capitais, impactando suas decisões. Assim, pesquisas que procuraram identificar o impacto do conteúdo do relatório de auditoria no comportamento dos preços de mercado das ações foram exploradas, por exemplo, por Al-Thuneibat, Khamees e Al-Fayoumi (2008), Lee e Lee (2010), Sobral (2014), Ianniello e Galloppo (2015), Souza e Nardi (2018), Carvalho, Carvalho, Dantas e Medeiros (2019).

Se vários abordam o impacto da opinião do auditor no mercado, o mesmo não ocorre em sentido inverso, ou seja, avaliar se o auditor é influenciado de alguma forma pelo comportamento do mercado. Isso, não obstante haver a previsão de que os auditores devem: na fase de aceitação do cliente, verificar o histórico da empresa, bem como sua área de atuação e como ela está posicionada no mercado; e na fase de planejamento dos trabalhos, identificar potenciais incentivos que possam aumentar as chances de distorções relevantes nas demonstrações financeiras (Gramling, Rittenberg & Johnstone, 2012). Desse modo, fica evidente que o auditor deve considerar informações oferecidas pelo mercado, devendo, inclusive, ficar atento para os casos em que a companhia tenha incentivos para tentar publicar demonstrações materialmente distorcidas.

Considerando que entre as informações do mercado a volatilidade do preço das ações representa uma medida de percepção de risco dos investidores em relação à empresa e que, por consequência, pode representar um incentivo à manipulação das informações financeiras, é possível que os auditores identifiquem essa situação como maior risco de auditoria e procurem se prevenir aumentando a propensão a emitir opinião modificada sobre as demonstrações financeiras. Nesse contexto, o objetivo do presente estudo é verificar se há relação entre a volatilidade dos retornos das ações de uma companhia e a modificação de opinião do auditor, bem como a emissão de relatório de auditoria com parágrafo de ênfase.

Para o alcance desse objetivo serão analisados os dados contábeis, os relatórios de auditoria sobre as demonstrações financeiras e informações de mercado (retorno das ações), no período de 2009 a 2020, de 338 companhias brasileiras não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão [B3]. As informações de mercado foram obtidas através da Economatica® e as informações financeiras e os relatórios de auditoria foram obtidos no sítio da Comissão de Valores Mobiliários [CVM].

Este estudo contribui para o avanço da literatura sobre a atuação dos auditores independentes no mercado de capitais. Como destacado, vários estudos já buscaram avaliar como a opinião dos auditores pode impactar as decisões dos investidores, mas a relação inversa – como as informações do mercado podem impactar a opinião do auditor – não tem merecido a mesma atenção. Como as normas e a literatura sugerem que existem razões para que o mercado possua algum impacto sobre a opinião do auditor, esse trabalho busca estudar essa relação. A expectativa é que as evidências empíricas obtidas também contribuam para uma melhor compreensão, por parte dos investidores e dos reguladores, sobre o alcance dos trabalhos dos auditores e como esses atuam em relação às informações do mercado.

A seguir estão dispostas as seguintes seções: referencial teórico, metodologia, análise dos resultados e as conclusões. Na seção do referencial será feita toda a fundamentação teórica do estudo, na metodologia será detalhado todo o método utilizado para realizar a pesquisa, na análise dos resultados serão evidenciados todos os achados da pesquisa e nas conclusões apresentaremos os principais resultados, bem como as limitações da pesquisa e as sugestões para pesquisas futuras.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Informação Contábil e o Mercado de Capitais

O mercado de capitais foi criado para facilitar a captação de recursos das empresas, contribuindo para a geração de riqueza da entidade, por meio do qual investidores (também conhecidos como poupadores) podem realizar operações diretamente com as empresas, ou por meio de intermediários financeiros não bancários. Se difere do mercado de crédito justamente pela possibilidade de realizar operações diretamente com as empresas que estão captando os recursos. Outra diferença reside no fato de que, mesmo quando há intermediação de instituições financeiras, o mecanismo funciona de maneira distinta em relação ao mercado de crédito. Enquanto no mercado de crédito o intermediário financeiro capta recursos dos poupadores pagando uma taxa de juros e empresta esses recursos para os tomadores cobrando uma outra taxa de juros e ficando com a diferença (*spread*), no mercado de capitais a instituição financeira atua apenas como prestadora de serviços, captando clientes, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, entre outros trabalhos.

Por isso, as operações realizadas no mercado de capitais apresentam algumas vantagens para as partes envolvidas. Do ponto de vista dos poupadores pode ser possível obter rentabilidades maiores que as oferecidas pelo mercado de crédito, uma vez que os recursos são captados diretamente junto às entidades tomadoras. Do ponto de vista das empresas, por sua vez, esse sistema permite que capturem recursos que podem ser utilizados para financiar projetos e fazer com que aumentem de valor ao longo do tempo. Além disso, a alternativa do mercado de capitais permite que as empresas tenham mais formas de captar recursos, não ficando dependentes apenas do mercado de crédito.

Apesar de apresentar diversas vantagens tanto para os investidores quanto para os tomadores, o mercado de capitais apresenta algumas desvantagens. A principal desvantagem para o poupador é o risco. Como nesse sistema não há um intermediador financeiro para assumir as responsabilidades pelo cumprimento das obrigações firmadas entre as partes, é natural que exista uma preocupação maior do investidor com as condições financeiras da entidade na qual ele vai investir seu patrimônio. Isso porque, se a entidade estiver muito mal financeiramente, o risco de crédito aumenta, dado que a chance de não pagamento da contraparte aumenta. Além disso, existem os riscos associados aos negócios da empresa, pois uma entidade que opera em um ramo obsoleto ou opera de maneira pouco eficiente, tende a perder valor, impactando negativamente aquele investidor que comprou títulos patrimoniais. A fim de auxiliar os investidores em suas escolhas de investimento surgem, a partir do século XX, estudos sobre

decisões financeiras ligados à Teoria Moderna de Finanças, dentre os quais se destacam Markowitz (1952), Modigliani e Miller (1958), William Sharpe (1964) e Ross, Westerfield e Jaffe (2010). Esses estudos expõem a necessidade de existirem informações fidedignas sobre as empresas, que serão *inputs* no processo de tomada de decisões.

Já do lado da empresa, a administração costuma ter um conhecimento muito maior da situação financeira da entidade e tende a não querer divulgar informações negativas, visto que o compartilhamento desses dados com o mercado poderia dificultar a captação de recursos. Aí fica evidente um certo conflito de interesses entre o investidor, que deseja ter mais informações para diminuir seus riscos e alocar da melhor maneira os seus recursos, e a empresa, que tem incentivos para divulgar apenas informações que favoreçam os interesses do administrador e da própria entidade. A teoria da agência trata especificamente desse conflito. De acordo com Bushman e Smith (2001), a separação entre os gestores de uma companhia e seus investidores externos envolve um conflito de interesses inerente.

Para tentar resolver esse problema surge o conceito de informação contábil, bem como as demonstrações financeiras e toda a estrutura conceitual que norteia a elaboração e divulgação dessas informações. Ainda de acordo com Bushman e Smith (2001), a contabilidade é a ferramenta adequada para reduzir os problemas causados pela assimetria de informação. Nessa mesma linha, Chung, Judge e Li (2015), ressaltam que a veiculação de relatórios contábeis fidedignos, capazes de evidenciar a real situação econômico-financeira da entidade é capaz de reduzir a assimetria de informação e mediar o conflito de agência.

Reforçando a ideia da importância das demonstrações financeiras para o mercado de capitais, Locatelli, Nossa e Ramos (2020) ressaltam que o mercado reage à divulgação de demonstrações financeiras ao observar que essa divulgação impacta o valor das ações. Esse mesmo estudo mostrou que outras informações divulgadas, como a divulgação de classificação de rating pelas agências de classificação de risco e a divulgação de comunicados ao mercado, por exemplo, também impactam no valor das ações. Outro estudo que reforça a importância das demonstrações financeiras é o realizado por Bernardo (2001), que fez uma análise empírica sobre como o mercado reage à divulgação dos relatórios contábeis, constatando que o mercado reage às demonstrações financeiras de modo a afetar o preço das ações.

Macedo et al. (2017) também evidenciaram que o mercado reage a notícias divulgadas sobre as empresas a partir de um estudo feito sobre o escândalo financeiro envolvendo a filial da Suíça do HSBC. Essas pesquisas reforçam a ideia de Beaver (1968), que defendia que o relatório financeiro de uma empresa possui conteúdo informacional se conduzir a alguma

alteração na avaliação do investidor, de forma a ocasionar mudança no preço de mercado da ação.

Assim, considerando os preceitos de funcionamento do mercado de capitais, bem como o resultado de estudos como esses citados, pode-se observar que, apesar de não ser a única varável considerada, as demonstrações financeiras possuem uma relevância significativa para o mercado.

## **2.2 Impacto da Opinião do Auditor no Mercado**

Após compreender o quanto a informação contábil é relevante para o bom funcionamento do mercado de capitais, é interessante observar a importância do profissional responsável por conferir algum grau de confiabilidade a essa informação, o auditor independente. De acordo com a NBC TA 200, o objetivo da auditoria de demonstrações contábeis é aumentar o grau de confiança nas demonstrações financeiras por parte dos usuários. Ainda de acordo com essa norma, esse objetivo é alcançado por meio da expressão de uma opinião pelo auditor sobre se as demonstrações contábeis foram elaboradas em conformidade com a estrutura de relatório financeiro aplicável.

Ainda sobre o papel do auditor, Dantas e Medeiros (2015) destacam que a atuação dos auditores independentes é fundamental para o funcionamento do mercado de capitais, uma vez que esses profissionais conferem maior confiabilidade para as informações financeiras. Segundo Damascena, Firmino e Paulo (2011), a auditoria desempenha um papel importante na economia, no desempenho das empresas, no governo e na prestação de informações ao usuário interno e externo. Dutra, Alberton e Van Ballen (2007), por sua vez, mencionam que uma das razões para a existência da auditoria está relacionada à credibilidade, confiança, consistência e comparabilidade entre as informações das entidades que fazem parte do mercado.

Enquanto essas expectativas teóricas reforçam o relevante papel desempenhado pelos auditores independentes para o funcionamento do mercado, é importante observar a extensão dessa relevância na prática. Nessa linha, vários estudos têm avaliado o impacto da opinião do auditor no mercado. Alguns obtiveram resultados inconclusivos ou não conseguiram evidências desse impacto (Al-Thuneibat et al., 2008; Sobral, 2014; Souza & Nardi, 2018), enquanto outros constataram tal relação (Gomez-Guillamón, 2003; Lee & Lee, 2010; Ianniello & Galloppo, 2015; Carvalho et al., 2019).

Entre os estudos que não constataram reação do mercado à opinião de auditoria, Al-Thuneibat et al. (2008) analisaram os relatórios de auditoria de 42 empresas de capital aberto da Jordânia no período de 2000 a 2005, a fim de observarem se a opinião do auditor impactava

o valor das ações das companhias, mas concluíram que não houve um efeito claro ou significativo da opinião do auditor sobre os preços das ações. Sobral (2014) selecionou uma amostra com os casos de relatórios de auditoria com ressalva ou abstenção de opinião nos anos de 2010 a 2012, com o objetivo de identificar se a modificação de opinião do auditor impactava os preços das ações, porém não obteve resultados significantes na maioria das empresas pesquisadas. Seguindo essa mesma linha, Souza e Nardi (2018) testaram 214 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto entre os anos de 2010 e 2014 e obtiveram resultados sem significância estatística. As autoras, porém, encontraram indícios de que os relatórios sem ressalvas e sem ênfase têm relação positiva com o retorno das ações, enquanto os relatórios limpos com ênfase se relacionam negativamente com o retorno das ações.

Por outro lado, é possível citar estudos que identificaram o impacto da opinião do auditor no mercado. Alguns exemplos são os trabalhos de: Ianniello e Galloppo (2015), Lee e Lee (2010), Carvalho et al., (2019) e Gomez-Guillamón (2003).

Gómez-Guillamón (2003) concluiu que o relatório de auditoria traz utilidade para as decisões de financiamento e investimento por parte das instituições de crédito e analistas de empresas de corretagem. Lee e Lee (2010) identificaram o impacto da auditoria no preço das ações em Taiwan, ao examinarem se havia alguma relação entre a qualidade do processo de auditoria e o valor das medidas contábeis. Ianniello e Galloppo (2015) examinaram a reação dos investidores à opinião dos auditores quanto à continuidade ou risco financeiro na Itália entre 2007 e 2010 e observaram que havia um impacto negativo nas ações quando a opinião do auditor era desfavorável. No Brasil, Carvalho et al. (2019) evidenciaram que os relatórios de auditoria com opinião modificada afetam a percepção de risco dos investidores, comportamento similar ocorre nos casos em que o relatório apresenta parágrafo de ênfase.

Desse modo, é possível observar que o impacto da opinião do auditor no mercado, sobretudo no preço das ações, é objeto de diversos estudos no Brasil e no exterior. Apesar de ainda não haver um consenso quanto ao impacto do relatório de auditoria no retorno das ações, é inegável que o auditor possui um papel relevante ao oferecer maior confiabilidade e comparabilidade às demonstrações financeiras

### **2.3 Impacto das Informações do Mercado na Opinião do Auditor**

Para pensar sobre o impacto do mercado na opinião do auditor, é necessário observar o conceito de risco de auditoria, definido como o risco de o auditor expressar uma opinião de auditoria inadequada quando as demonstrações financeiras contêm distorções materiais (NBC TA 200).

A NBC TA 200, em seu item 17, determina que o auditor deve obter evidência apropriada e suficiente para reduzir o risco de auditoria. Nesse mesmo sentido, a NBC TA 315 dispõe que a materialidade e o risco de auditoria são considerados na identificação e avaliação dos riscos de distorção relevante. Considerando essas previsões normativas e o exercício do julgamento profissional, o auditor tende a identificar um risco maior quando a empresa passa por dificuldades financeiras ou está com uma imagem ruim perante o mercado, fazendo com que a firma de auditoria reduza a materialidade – decisão que aumentaria a chance de que distorções nas demonstrações financeiras sejam identificadas.

Desse modo, o auditor responsável por realizar a auditoria em uma empresa que está com dificuldades financeiras ou que está com uma reputação ruim perante o mercado, pode conduzir seus trabalhos de forma mais rigorosa, inclusive reduzindo a materialidade, a fim de reduzir o risco de auditoria. Esse processo pode acabar contribuindo para que o auditor emita relatório de auditoria com modificação de opinião, em função do aumento do rigor utilizado durante a condução da auditoria. Também vale destacar a questão do risco reputacional, fator que levaria o auditor a aumentar o rigor nos julgamentos ao perceber que o mercado está avaliando a entidade de forma negativa, a fim de se prevenir de questionamentos futuros.

Por outro lado, é possível imaginar que uma empresa que esteja perdendo valor de mercado tenha mais incentivos para fraudar suas demonstrações financeiras, a fim de apresentar resultados positivos e, conseqüentemente, melhorar sua imagem perante os investidores e instituições bancárias. De acordo com Gramling, Rittenberg e Johnstone (2012), o auditor deve considerar uma série de fatores ao decidir aceitar um cliente, dentre os quais se destacam a integridade da administração e os incentivos econômicos que afetam a administração. Os autores ainda citam que esse último fator pode ser determinante para que a empresa elabore uma demonstração financeira fraudulenta. Como pode ser visto, os incentivos econômicos de uma empresa podem aumentar a chance do cometimento de fraudes e, embora a norma determine que o auditor não é o principal responsável por identificar fraudes, ela não exime o auditor independente de ser responsabilizado por eventuais fraudes que causem distorções materiais. Sendo assim, o profissional de auditoria que conduzir seus trabalhos aplicando sempre as melhores práticas provavelmente identificará distorções materiais em empresas que tentem emitir demonstrações financeiras materialmente distorcidas a fim de esconder resultados ruins e tentar melhorar sua imagem com os investidores. Esse fator também poderia levar a uma frequência maior de relatórios com modificação de opinião sobre demonstrações financeiras de empresas que estejam malvistas pelo mercado.

Há razões, assim, para acreditar que a forma como o mercado se posiciona em relação a determinada entidade influencie o trabalho e a opinião do auditor a respeito das demonstrações financeiras examinadas. Uma das informações do mercado que o auditor pode considerar em sua reflexão é a percepção de risco, representada pela volatilidade do retorno das ações, que, de acordo com Maciel e Balilini (2017), é uma variável-chave na alocação de ativos, em decisões de investimento e na análise de risco. A alta volatilidade dos retornos de uma ação pode indicar incerteza dos investidores quanto à efetiva situação econômico-financeira de determinada companhia. Essa desconfiança do mercado pode fazer com que o auditor identifique maior risco de auditoria e conduza os seus trabalhos de maneira mais rigorosa, reduzindo a materialidade e aumentando a possibilidade de identificação de distorções e de emissão de relatório com modificação de opinião.

Além do mais, essa percepção de risco elevada, pode servir como um incentivo para que a empresa tente fraudar as demonstrações, a fim de apresentar resultados que melhorem sua imagem frente ao mercado, diminuindo os níveis de risco percebidos pelos investidores. Caso a companhia opte por fraudar as demonstrações financeiras, a chance de o auditor emitir um relatório com modificação de opinião deve aumentar, uma vez que a norma define que o auditor deve ser capaz de obter segurança razoável sobre se as demonstrações financeiras estão livres de distorção relevante, causadas por erros ou fraudes. Isso dá suporte à seguinte hipótese de pesquisa, a ser testada empiricamente:

***H1:*** No mercado de capitais brasileiro, a volatilidade do retorno das ações, percepção de risco dos investidores, aumenta a chance de emissão de relatório de auditoria com opinião modificada.

De acordo com a NBC TA 706, o auditor deve incluir o parágrafo de ênfase no relatório de auditoria sempre que considerar necessário chamar a atenção dos usuários da informação para algum aspecto que acredite ser de fundamental importância para a compreensão das demonstrações financeiras. Vale lembrar que o parágrafo de ênfase não é utilizado para destacar uma distorção material, mas para destacar uma informação apresentada corretamente e que seja muito relevante para o usuário. Desse modo, é razoável imaginar que a ênfase pode impactar a opinião do mercado e alguns dos artigos já citados nesse referencial, como Carvalho et al (2019), Ianiello e Galloppo (2015) e Souza e Nardi (2018) estudaram o impacto do parágrafo de ênfase, além da modificação de opinião.

Na direção oposta, porém, há pouco estudo, ou seja, a literatura não aborda o impacto que o mercado pode exercer sobre o auditor independente, fazendo com que a chance de

emissão de um relatório com ênfase aumente. O estudo dessa relação entre o mercado e o auditor se faz necessário para aprimorar a compreensão de como o auditor lida com informações do mercado durante a realização da auditoria.

Além disso, é razoável imaginar que o auditor opte por emitir relatório com ênfase nos casos de empresas que já são malvistas pelo mercado, ou estejam passando por dificuldades financeiras. Isso porque, ao fazer o parágrafo de ênfase, o auditor ressalta informações importantes dessas empresas, auxiliando a tomada de decisão dos usuários da informação financeira e se protegendo de possíveis questionamentos quanto ao trabalho realizado. Diante disso, foi definida a segunda hipótese de pesquisa a ser testada empiricamente

***H<sub>2</sub>***: No mercado de capitais brasileiro, a volatilidade do retorno das ações, percepção de risco dos investidores, aumenta a chance de emissão de relatório de auditoria com parágrafos de ênfase.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o objetivo de testar empiricamente se há relação entre a volatilidade do retorno das ações e a opinião da auditoria, esta Seção destaca os modelos econométricos desenvolvidos e a seleção da amostra para a realização dos testes.

A Figura 1 ajuda a compreender melhor como o mercado poderia impactar a opinião do auditor, tanto nos casos de modificação de opinião, quanto na utilização de parágrafos de ênfase.

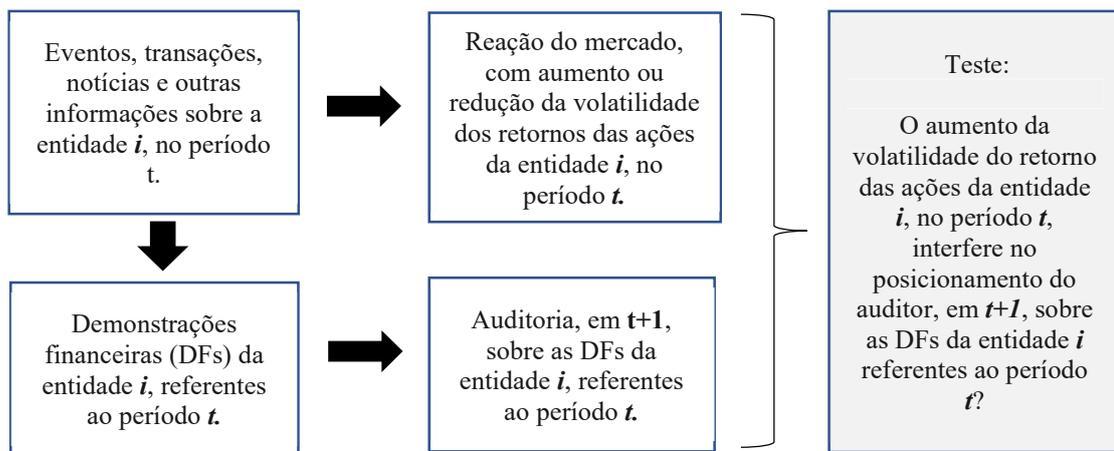


Figura 1: Relação entre a variação no valor de mercado e a modificação de opinião do auditor.

#### 3.1 Amostra e Fonte de Dados

Para isso, foi selecionada uma amostra composta por 338 empresas não financeiras de capital aberto, listadas na B3, considerando o período de 2009 até 2020. As informações de mercado foram obtidas através da base Economatica<sup>®</sup>, enquanto os relatórios de auditoria e as informações financeiras foram obtidas no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários [CVM].

As 338 empresas que compõe a amostra selecionada estão distribuídas pelos setores de bens industriais, comunicações, consumo cíclico, consumo não cíclico, materiais básicos, petróleo, gás e combustíveis, saúde, tecnologia da informação e utilidade pública. Contempla, assim, empresas de todos os setores de atuação da B3, com exceção do setor financeiro. Cabe ressaltar que a amostra selecionada conta com 180 empresas que se encontram os níveis diferenciados de governança da B3.

#### 3.2 Desenvolvimento dos Modelos

Este estudo buscará testar duas hipóteses de pesquisa, por meio de dois modelos distintos. Para testar a hipótese  $H_1$ , que avalia o impacto da volatilidade do retorno das ações na opinião do auditor independente foi desenvolvido o modelo *logit* (3.1), que contempla como

variáveis explicativas da modificação de opinião, não apenas a variável de interesse, mas também variáveis de controle definidas com base na literatura.

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

Sendo:

**MOD<sub>i,t</sub>**: Variável *dummy* que assume valor igual a 1 caso a empresa i, no período t, tenha relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário.

**VOL<sub>i,t</sub>**: Representa a volatilidade do retorno das ações da empresa i, no período t, obtida através do desvio padrão anual dos retornos diários das empresas. Os retornos diários foram calculados mediante  $R_{i,t} = \text{LN}(P_t/P_{t-1})$ . Para realizar o cálculo da volatilidade, foram considerados apenas os dados de ações com requisito mínimo de liquidez – com pelo menos 100 dias de negociação por ano. Para os dias em que não houve negociações, os dados foram apenas ignorados, não sendo realizado tratamento.

**ROA<sub>i,t</sub>**: Representa o retorno sobre os ativos da empresa i, no período t, calculado pela relação entre o Lucro Líquido e o Ativo Total.

**GOV<sub>i,t</sub>**: 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<sub>i,t</sub>**: Representa o grau de alavancagem/endividamento da empresa i, no período t. Essa variável é calculada através da divisão do Passivo Total pelo Ativo Total.

**B4<sub>i,t</sub>**: Variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa i, no período t, foi auditada por uma *Big Four* e 0, caso contrário.

**TAM<sub>i,t</sub>**: Refere-se ao tamanho da empresa i, no período t, dado pelo logaritmo natural do Ativo Total.

A variável independente de interesse para testar a hipótese **H<sub>1</sub>** é a volatilidade do retorno das ações (**VOL**). Para que a hipótese seja confirmada, é esperada associação positiva entre a volatilidade do retorno das ações e a variável dependente (**MOD**), ou seja, quanto maior for a volatilidade do retorno, maior seria a chance de o auditor emitir relatório com modificação de opinião.

Cada uma das variáveis de controle utilizadas no modelo (3.1) foi definida com base na literatura. As variáveis de controle contemplam características das empresas, indicadores econômico-financeiros e características do auditor e foram incorporadas ao modelo, uma vez que diversos fatores relacionados às características da empresa e do auditor também podem levar o auditor a emitir relatório com opinião modificada.

De acordo com Pereira, Machado, Pinheiros e Dutra (2019), quanto maior é o retorno sobre os ativos, maior é chance de o auditor emitir um relatório sem modificação de opinião. Desse modo, quanto maior for o **ROA**, melhor estaria a situação da empresa e menor seria a chance de o auditor emitir um relatório com modificação de opinião (**MOD**). Por conta disso, espera-se uma associação negativa entre essas variáveis.

De acordo com Marques, Louzada, Amaral e Souza (2018), empresas que possuem níveis diferenciados de governança corporativa (*GOV*), apresentam uma probabilidade menor de receberem relatórios com modificação de opinião (*MOD*), fato que justifica a escolha do nível de governança como uma das variáveis de controle, esperando-se uma associação negativa entre as variáveis.

O estudo feito por Damascena e Paulo (2013) observou que empresas com participação maior de capital de terceiros, ou seja, com um volume maior de passivos, possuem uma chance maior de receberem relatórios com modificação de opinião. Com base nisso, foi definida a variável *ALAV*, que consiste na razão entre o passivo total e o ativo total, esperando-se associação positiva com a modificação de opinião do auditor (*MOD*).

Ainda segundo Marques et al., (2018), companhias auditadas por firmas *big four* possuem probabilidade mais baixa de receberem relatórios com opinião modificada. Sendo assim, a variável *B4* foi adicionada ao modelo (3.1) e espera-se que ela apresente uma associação negativa com a modificação de opinião.

Para Pimentel e Durso (2018), empresas menores possuem chance maior de receberem relatórios de auditoria com modificação de opinião. Ainda de acordo com Pimentel e Durso (2018), o logaritmo do ativo total pode ser compreendido como *proxy* para o tamanho das organizações. Sendo assim, a variável *TAM* foi adicionada ao modelo e é esperado que essa variável possua associação negativa com a opinião modifica (*MOD*).

Conforme foi discutido no referencial teórico, a ênfase deve ser utilizada para que o auditor chame a atenção dos usuários da informação para algum assunto de fundamental relevância para a compreensão das demonstrações financeiras. Por conta disso, a ênfase se difere da modificação de opinião, uma vez que não tem o objetivo de alertar o mercado sobre distorções materiais presentes nas demonstrações. Apesar disso, pode ter influência sobre a opinião do mercado, como evidenciado por Carvalho et al. (2019), que constataram que a percepção de risco dos investidores aumenta nos casos de empresas que receberam relatórios de auditoria com ênfase.

Por outro lado, é natural imaginar que o auditor também emita um relatório com parágrafo de ênfase, nos casos de empresas que passam por algum tipo de problema. O auditor pode optar pela ênfase para proteger sua reputação, alertando o mercado sobre eventuais riscos enfrentados pela empresa. Sendo assim, embora a ênfase seja distinta da modificação de opinião, as mesmas variáveis que podem levar o auditor a emitir uma opinião modificada, também podem levar o auditor a emitir um parágrafo de ênfase.

Desse modo, para testar a hipótese  $H_2$ , foi desenvolvido o modelo *logit* (3.2), cujo objetivo é avaliar se a volatilidade do retorno das ações (*VOL*) aumenta as chances de emissão de relatórios de auditoria com parágrafo de ênfase. Nesse modelo a variável dependente é a ênfase (*ENF*), já a variável de interesse é a mesma do modelo anterior, bem como as variáveis de controle.

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

Sendo:

***ENF<sub>i,t</sub>***: Variável *dummy* que assume valor igual a 1 caso a empresa *i*, no período *t*, tenha relatório com parágrafo de ênfase do auditor e 0, caso contrário.

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

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A primeira parte desse trabalho consistiu em analisar os relatórios de auditoria de 338 empresas de capital aberto, listadas na B3, considerando o período de 2009 até 2020. Na Tabela 1 constam as estatísticas desse mapeamento.

**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%

Com base na Tabela 1, é possível observar a predominância das maiores firmas de auditoria do mundo no mercado brasileiro, uma vez que mais de 2/3 do total das demonstrações financeiras que compõe a amostra foram auditadas por firmas *big four* (KPMG, PwC, E&Y e Deloitte). Além disso, vale notar que mais da metade dos relatórios foram emitidos sobre demonstrações financeiras de empresas que pertencem a algum dos níveis especiais de governança corporativa da B3.

Já no que diz respeito à modificação de opinião, a grande maioria dos relatórios analisados, foram limpos, ou seja, sem modificação de opinião. Apenas 8,49% dos relatórios analisados continham opinião modificada, sendo que a grande maioria corresponde a relatórios com ressalva (211).

Por fim, vale destacar que mais da metade dos relatórios analisados continham parágrafo de ênfase, fator que mostra como esse recurso é amplamente utilizado pelos auditores independentes para destacar informações consideradas fundamentais para a compreensão das demonstrações financeiras.

##### 4.1 Análise das Estatísticas Descritivas

A Tabela 2, exibe as estatísticas descritivas das variáveis não dicotômicas dos modelos (3.1) e (3.2), segregando-se em dois blocos: a base completa e com a *winsorização* a 2,5%.

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

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Base completa					
<i>VOL</i>	0,0345	0,0270	0,5105	0,0085	0,0275
<i>ROA</i>	-6,4526	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					
<i>VOL</i>	0,0331	0,0270	0,0984	0,0140	0,0185
<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:** *VOL* representa a volatilidade do retorno das ações; *ROA*, o retorno sobre o ativo da empresa; *ALAV*, a alavancagem da empresa e *TAM*, o tamanho da empresa.

De acordo com a Tabela 2, vale destacar a variável *ROA* que apresentou uma grande variabilidade, tendo valores máximos e mínimos destoando bastante da média. O valor máximo referente ao *ROA* da base completa foi de 391,9445 e se refere a empresa Brasmotor, no ano de 2014, enquanto o valor mínimo foi de -22850,0623 e se refere à empresa CCX Carvão da Colômbia, no ano de 2009. Ambas as companhias apresentavam uma situação financeira incomum para os períodos citados. A primeira divulgou um valor extremamente baixo no Ativo e a segunda estava em liquidação, apresentando um valor baixo no Ativo Total. Esses valores discrepantes fizeram com que houvesse uma grande distorção na média observada para essa variável, que foi de 1,0671 ou 106,71%, enquanto a mediana foi de apenas 0,0879 ou 8,79%.

No caso da variável *ALAV*, ocorreu fato muito semelhante, com registro de variabilidade relevante que pode ser evidenciada ao se observar o valor máximo e o valor mínimo obtido, bem como o desvio padrão. O valor mais alto dessa variável diz respeito à companhia CCX Carvão da Colômbia em 2009, período em que a empresa apresentava risco de descontinuidade operacional. Já o valor mais baixo, diz respeito à companhia Cobrasma que também passava por dificuldades financeiras, além de possuir baixa liquidez no mercado de ações. Essas discrepâncias acabaram impactando a média. Embora a média tenha sido igual a 2,5593, a mediana foi de apenas 0,6234.

A variável *TAM*, por sua vez, apresentou uma variabilidade menor do que a alavancagem e o *ROA*, porém ainda foram observados valores discrepantes, conforme fica evidente no valor mínimo observado na Tabela 2, que correspondeu a menos de 1/3 do valor da mediana.

A análise das estatísticas descritivas da base completa deixa claro que a presença de *outliers* teve impacto relevante sobre os valores da média e do desvio padrão de praticamente todas as variáveis não dicotômicas. Por conta disso, foi aplicada a técnica de *winsorização* das variáveis obtidas, a fim de tratar os *outliers*. Essa técnica consiste em aparar os valores extremos – acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos – substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição. Nesse estudo, 5% das observações de cada variável foram consideradas como extremos, sendo 2,5% na parte inferior e 2,5% na parte superior de cada variável.

Desse modo, é apresentada a seção sobre base *winsorizada*, também na Tabela 2, que contém as estatísticas descritivas das variáveis não dicotômicas, depois de aplicar a técnica de *winsorização* aos dados obtidos.

A partir dos dados da base *winsorizada*, é possível observar que o tratamento dos valores extremos fez com que os valores mínimos e máximos fossem alterados, reduzindo o impacto dos *outliers* nas estatísticas descritivas apresentadas. Por consequência, o desvio padrão das variáveis não dicotômicas foi reduzido, comparativamente aos valores apresentados na base completa. Outro fator a se observar é que a média de todas as variáveis apresentadas está bem mais próxima da mediana, indicando que os valores discrepantes não exercem mais um impacto tão relevante sobre os valores das médias.

## 4.2 Matriz de Correlação

Antes da estimação dos modelos (3.1) e (3.2), foi elaborada a matriz de correlação entre as variáveis, conforme a Tabela 3, a fim de observar o comportamento pela análise univariada, que detalha as interações entre elas de forma distinta. A realização desse processo ajuda a avaliar, também, o risco de multicolinearidade, ao se verificar o grau de correlação entre os pares de regressores.

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

Base Completa	MOD	ENF	VOL	ROA	GOV	ALAV	B4	TAM
<b>MOD</b>	1,0000							
<b>ENF</b>	0,0776	1,0000						
<b>VOL</b>	0,1569	0,1359	1,0000					
<b>ROA</b>	0,0033	-0,0180	-0,0394	1,0000				
<b>GOV</b>	-0,1418	0,0111	-0,1836	-0,0161	1,0000			
<b>ALAV</b>	-0,0029	0,0140	0,0816	-0,9875	0,0089	1,0000		
<b>B4</b>	-0,2439	-0,0897	-0,2853	0,0280	0,2948	-0,0340	1,0000	

<b>TAM</b>	-0,1003	0,0203	-0,2889	0,0889	0,2147	-0,0939	0,3929	1,000
Base Winsorizada	<b>MOD</b>	<b>ENF</b>	<b>VOL</b>	<b>ROA</b>	<b>GOV</b>	<b>ALAV</b>	<b>B4</b>	<b>TAM</b>
<b>MOD</b>	1,0000							
<b>ENF</b>	0,0776	1,0000						
<b>VOL</b>	0,1949	0,1443	1,0000					
<b>ROA</b>	-0,1642	-0,1082	-0,4649	1,0000				
<b>GOV</b>	-0,1418	0,0111	-0,2037	0,0545	1,0000			
<b>ALAV</b>	0,2413	0,0818	0,5534	-0,5568	-0,1551	1,0000		
<b>B4</b>	-0,2439	-0,0897	-0,3107	0,1416	0,2948	-0,1868	1,0000	
<b>TAM</b>	-0,1099	0,0234	-0,3890	0,2534	0,2411	-0,3074	0,4037	1,0000

**Em que:** *MOD* representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; *ENF*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com parágrafo de ênfase e 0, caso contrário; *VOL*, volatilidade do retorno da ações; *ROA*, o retorno sobre o ativo da empresa; *GOV*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa faz parte de um dos níveis de governança da B3 e 0, caso contrário; *ALAV*, alavancagem da empresa; *B4*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi auditada por uma *Big Four* e 0, caso contrário; *TAM*, tamanho da empresa.

As análises univariadas evidenciam, inicialmente, que a variável de interesse, *VOL*, tem relação positiva com as variáveis dependentes dos modelos (3.1) e (3.2) – *MOD* e *ENF*, respectivamente – tanto com a base sem tratamento dos *outliers* como com a winsorização. Esses são os primeiros indícios de que a percepção de risco do mercado em relação à entidade pode aumentar as chances de o auditor emitir um relatório com opinião modificada ou com parágrafos de ênfase, em linha com o esperado nas hipóteses de pesquisa  $H_1$  e  $H_2$ .

Em relação às variáveis de controle, os resultados sugerem a preponderância de relações negativas tanto do nível de rentabilidade (*ROA*) quanto das auditorias realizadas por big four (*B4*) com a probabilidade de emissão de relatório com opinião modificada (*MOD*) ou com parágrafos de ênfase (*ENF*), em linha com o inicialmente esperado. No caso da variável representativa da alavancagem (*ALAV*), por outro lado, foi constatada a prevalência de relações positivas com a probabilidade de opinião modificada ou parágrafo de ênfase, também de acordo com o esperado, tendo em vista que entidades mais endividadas representariam maior risco de auditoria. Por fim, em relação às variáveis *GOV* e *TAM*, os resultados não foram uniformes em relação às variáveis dependentes *MOD* e *ENF*. Foi constatado que empresas integrantes dos níveis de governança corporativa da B3 e de maior porte têm menor probabilidade de receberem relatório de auditoria com opinião modificada, mas maior propensão à incorporação de parágrafos de ênfase.

É importante ressaltar que não obstante as evidências das relações univariadas oferecerem os primeiros indícios sobre as relações esperadas, incluindo as previsões das

hipóteses de pesquisa, a corroboração dessas expectativas depende de confirmação na análise multivariada, por meio dos testes de estimação dos modelos (3.1) e (3.2).

Por fim, para avaliar o risco de multicolinearidade foi apurada a correlação entre as variáveis independentes. De acordo com o critério sugerido por Gujarati (2006), não haverá risco de multicolinearidade se a correlação entre as variáveis independentes não for maior que 0,8, fato que comprometeria a robustez dos coeficientes e dos erros padrões das regressões. Os testes revelaram correlação superior a 0,8 entre duas das variáveis apresentadas (*ALAV* e *ROA*), fato que foi corrigido após a realização da winsorização. 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 Percepção de Risco do Mercado Sobre a Opinião do Auditor

Com o objetivo de testar a hipótese  $H_1$ , foram realizadas estimações do modelo (3.1), com o uso de dados em painel. Para assegurar a robustez dos resultados, foram promovidas estimações combinando base de dados com e sem o tratamento de outliers com os métodos de estimação agrupada (*pooled*) e com efeitos fixos temporais. Os resultados da combinação dessas estimações são consolidados na Tabela 4.

**Tabela 4:** Estimação do Modelo (3.1), para os dados sem e com tratamento de outliers

Variáveis	Modelo testado: $MOD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VOL_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
	Base sem tratamento outliers		Base winsorizada	
	Pooled	EF Período	Pooled	EF Período
<b>C</b>	0,2629 (0,0013)	0,2558 (0,0029)	0,0606 (0,4465)	0,0310 (0,7090)
<b>VOL</b>	0,7797 (0,0361) **	0,8574 (0,0321) **	0,2838 (0,5931)	0,5485 (0,3389)
<b>ROA</b>	0,0001 (0,6497)	0,0001 (0,6728)	-0,0160 (0,6799)	-0,0233 (0,6137)
<b>GOV</b>	-0,0534 (0,0001) ***	-0,0517 (0,0001) ***	-0,0520 (0,0002) ***	-0,0494 (0,0004) ***
<b>ALAV</b>	0,0002 (0,7509)	0,0001 (0,8104)	0,0710 (0,0000) ***	0,0701 (0,0000) ***

<i>B4</i>	-0,1004 (0,0000) ***	-0,0997 (0,0000) ***	-0,0917 (0,0000) ***	-0,0897 (0,0001) ***
<i>TAM</i>	-0,0048 (0,1821)	-0,0047 (0,2115)	0,0024 (0,5050)	0,0033 (0,3781)
Nº empresas	181	181	181	181
Nº observações	1.583	1.583	1.583	1.583
Período	2009/20	2009/20	2009/20	2009/20
R <sup>2</sup>	0,0771	0,0813	0,1044	0,1093
R <sup>2</sup> ajustado	0,0736	0,0713	0,1009	0,0996
F-Estatística	21,9403	8,1469	30,6003	11,2922
F (p-valor)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

**Em que:** *MOD* representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; *ENF*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com parágrafo de ênfase e 0, caso contrário; *VOL*, volatilidade do retorno da ações; *ROA*, o retorno sobre o ativo da empresa; *GOV*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa faz parte de um dos níveis de governança da B3 e 0, caso contrário; *ALAV*, alavancagem da empresa; *B4*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi auditada por uma *Big Four* e 0, caso contrário; *TAM*, tamanho da empresa.  
Nível de significância: \*\*\* 1%; \*\* 5%; \* 10%. P-valores entre parênteses.

Com base na Tabela 4, é possível observar que, considerando a base de dados sem o tratamento dos *outliers*, a variável independente de interesse (*VOL*) possui relação positiva e relevante com a modificação de opinião (*MOD*), ou seja, quanto maior a volatilidade do retorno das ações, maior a chance de o auditor emitir relatório com opinião modificada. Isso significa que o auditor independente parece se atentar às informações do mercado, principalmente no que diz respeito à percepção de risco. Esse resultado contribui para o raciocínio de que o auditor, ao ver que o mercado atribui um alto risco para a companhia, aumenta o rigor durante os seus trabalhos a fim de reduzir o risco de auditoria, aumentando a chance de emissão de um relatório com opinião modificada. Desse modo, é possível se afirmar que as evidências encontradas confirmam a hipótese *H1*.

Ao se promover o tratamento dos *outliers*, por meio da winsorização, os resultados não evidenciaram relação estatisticamente relevante. Isso pode ter ocorrido porque, ao aplicar a winsorização, os dados extremos são desconsiderados, sendo que a reação do auditor pode ser exatamente a esses casos mais discrepantes, tentando se proteger justamente nos casos em que as empresas apresentam dados incomuns de volatilidade do retorno das ações. Assim, é possível se inferir que as estimações realizadas por meio da base winsorizada tenham pouca relevância para o teste da hipótese de pesquisa.

Em relação às variáveis de controle, os testes empíricos revelaram, inicialmente, relação negativa entre a condição de a entidade cliente ser listada nos níveis de governança da bolsa (*GOV*) e a modificação de opinião (*MOD*) por parte dos auditores independentes. Esses

resultados são consistentes com os achados de Marques et al. (2018) que evidenciam que empresas com níveis diferenciados de governança corporativa possuem menor probabilidade de receber relatórios com modificação de opinião. Outra pesquisa que obteve evidências parecidas foi a realizada por Alexandre e Lopes Junior (2018), eles observaram que 99% das companhias pertencentes ao nível mais alto de governança corporativa da B3 receberam relatórios limpos. Esse resultado corrobora a ideia de que uma boa estrutura de governança corporativa contribui para a qualidade da informação financeira divulgada, fazendo que o auditor perceba um menor risco de auditoria e tenha uma chance menor de emitir parecer com opinião modificada.

No caso da variável representativa da alavancagem (*ALAV*), os testes indicaram associação positiva com a modificação de opinião do auditor (*MOD*), confirmando os resultados já obtidos por Damascena e Paulo (2013). Uma empresa muito endividada tem mais incentivos para emitir demonstrações financeiras materialmente distorcidas, fato que aumenta o risco de auditoria, levando o auditor a reduzir a materialidade durante a execução do seu trabalho. Isso significa que o auditor independente tem mais chances de emitir um relatório com modificação de opinião sobre as demonstrações financeiras de companhias com alto nível de endividamento. É importante ressaltar que essa relação só foi constatada com a base de dados com controle dos valores extremos.

Outro dado interessante exibido na Tabela 4 se refere à variável *B4*, que apresentou relação negativa com a variável dependente *MOD*. Os resultados evidenciados reforçam as evidências obtidas por estudos anteriores, como Marques et al. (2018) e Bertoldi, Orth e Lerner (2019). Um argumento que pode explicar essa relação se concentra no fato de as firmas *big four* auditarem as demonstrações de clientes melhores, que apresentam melhor estrutura de governança e tem menos incentivos para apresentar demonstrações materialmente distorcidas, fazendo com que essas companhias possuam uma menor probabilidade de receber relatórios com opinião modificada. Outro argumento seria o fato de as firmas *big four* serem mais lenientes durante a condução dos trabalhos de auditoria, isso poderia ocorrer pelo fato de possuírem um maior envolvimento com seus clientes ou pelo fato de já dominarem o mercado há vários anos.

As variáveis *ROA* e *TAM* não apresentaram associação estatisticamente relevante com a modificação de opinião em nenhuma das estimações realizadas, contrariando o que era esperado inicialmente e os achados de Pereira et al. (2019), Pimentel e Durso (2018) e Segura e Molina (2001). Era esperado que ambas as variáveis apresentassem relação negativa com a variável *MOD*, pois seria razoável imaginar que empresas que apresentam retornos melhores e

são de maior porte tenderiam a ter mais controles internos, melhores estruturas de governança e menos incentivos para emitir demonstrações financeiras materialmente distorcidas, diminuindo a chance de receberem relatórios com modificação de opinião.

#### 4.4 Impacto da Percepção de Risco do Mercado Sobre a Emissão de Ênfase

A fim de testar a hipótese H<sub>2</sub>, foram realizadas estimações do modelo (3.2), por meio do uso de dados em painel. Para analisar a sensibilidade dos resultados, foram promovidas estimações com os métodos de regressão agrupada (*pooled*) e efeitos fixos temporais.

**Tabela 5:** Estimações do modelo (3.2) para os dados sem e com tratamento de outliers

<b>Modelo testado:</b>				
$ENF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 VOL_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 GOV_{i,t} + \alpha_4 ALAV_{i,t} + \alpha_5 B4_{i,t} + \alpha_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variáveis	Base sem tratamento outliers		Base winsorizada	
	Pooled	EF Período	Pooled	EF Período
<i>C</i>	0,4218 (0,0182)	0,4454 (0,0001)	0,2487 (0,3400)	0,2519 (0,1629)
<i>VOL</i>	2,4344 (0,0055) ***	1,8904 (0,0031) ***	2,6826 (0,1263)	2,1738 (0,0452) **
<i>ROA</i>	-0,0001 (0,3927)	-0,0001 (0,9421)	0,1849 (0,4047)	-0,0017 (0,9876)
<i>GOV</i>	0,0796 (0,0267) **	0,0699 (0,0101) **	0,0823 (0,0206) **	0,0726 (0,0069) ***
<i>ALAV</i>	-0,0005 (0,6397)	-0,0008 (0,3482)	0,0617 (0,0126) **	0,0549 (0,0129) **
<i>B4</i>	-0,0903 (0,0247) **	-0,1528 (0,0000) ***	-0,0827 (0,0407) **	-0,1413 (0,0000) ***
<i>TAM</i>	0,0022 (0,7409)	0,0044 (0,3882)	0,0073 (0,4277)	0,0105 (0,1444)
Nº empresas	181	181	181	181
Nº observações	1.583	1.583	1.583	1.583
Período:	2009/20	2009/20	2009/20	2009/20
R <sup>2</sup>	0,0247	0,2363	0,0342	0,2422
R <sup>2</sup> ajustado	0,0210	0,2280	0,3005	0,2340
F-Estatística	6,6508	28,4902	9,3022	29,4279
F (p-valor)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

**Em que:** *MOD* representa a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com modificação de opinião do auditor e 0, caso contrário; *ENF*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa teve relatório com

parágrafo de ênfase e 0, caso contrário; *VOL*, volatilidade do retorno da ações; *ROA*, o retorno sobre o ativo da empresa; *GOV*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa faz parte de um dos níveis de governança da B3 e 0, caso contrário; *ALAV*, alavancagem da empresa; *B4*, variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa foi auditada por uma *Big Four* e 0, caso contrário; *TAM*, tamanho da empresa.

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

---

A partir da Tabela 5, é possível observar que a variável de interesse (*VOL*) apresentou relação positiva e relevante com a emissão de parágrafos de ênfase em três das quatro estimações realizadas. Assim como nos testes do modelo (3.1), esse resultado foi observado em todas as estimações feitas com os dados sem tratamento dos *outliers*. No caso da amostra *winsorizada*, essa relação foi observada em uma das estimações. Essa diferença encontrada nos testes que utilizaram a base *winsorizada* pode ser explicada pelo fato de a *winsorização* eliminar os dados mais discrepantes, ao passo que o auditor tende a se proteger justamente quando a empresa apresenta dados anormais de volatilidade de seus retornos. Esse fato faz com que os resultados obtidos a partir dos testes realizados com os dados tratados sejam menos relevantes que os resultados obtidos a partir dos testes feitos utilizando a base bruta. Os resultados encontrados confirmam o que era esperado e indicam que, embora a ênfase não seja usada para informar problemas presentes nas demonstrações financeiras, ela pode ser útil para o auditor alertar o mercado para informações relevantes, se protegendo de possíveis questionamentos futuros. Sendo assim, os dados da Tabela 5 corroboram as previsões da hipótese  $H_2$ .

Já a variável *GOV* apresentou uma relação positiva e relevante com a ênfase em todas as estimações realizadas, contrariando o que era previsto inicialmente. Apesar de o mercado reagir negativamente à ênfase, conforme foi evidenciado pelo estudo realizado por Carvalho et al. (2019), a ênfase não é feita para comunicar distorções nas demonstrações financeiras, mas para permitir que o auditor chame a atenção para uma informação que considere relevante. Desse modo, o auditor pode acabar emitindo parágrafos de ênfase para empresas que apresentem bons níveis de governança com o objetivo de destacar algum dado importante para interpretação adequada das demonstrações financeiras, fazendo com que essa relação positiva ocorra.

No caso da relação entre as variáveis *B4* e *ENF*, a Tabela 5 mostra que essa relação se assemelha bastante à relação encontrada entre a *B4* e a *MOD* (apresentada na Tabela 4), confirmando o que já era esperado. Fato semelhante ocorreu no caso da variável *ALAV*, que apresentou uma associação positiva e relevante com a ênfase, replicando o que aconteceu no modelo (3.1), em que houve uma relação positiva e relevante entre a modificação de opinião e a alavancagem. O fato de empresas clientes de firmas *big four* apresentarem menos parágrafos de ênfase pode ser explicado pelo mesmo fator que explica a relação entre as variáveis *B4* e

*MOD*, uma vez que essas firmas tendem a prestar serviços para grandes empresas que apresentam melhores estruturas de governança, diminuindo a chances de o auditor precisar destacar por meio da ênfase alguma informação que entenda ser essencial. Quanto a *ALAV*, o auditor pode acabar optando pelo parágrafo de ênfase a fim de sinalizar para o mercado que a empresa apresenta alto nível de endividamento, uma vez que esse indicador é essencial para que o investidor avalie os riscos de um possível investimento e impactando diretamente nas análises que o mercado pode fazer sobre a companhia.

Vale lembrar que os testes realizados com a *ALAV* só apresentaram significância estatística quando realizados através da base *winsorizada*. Isso pode ter ocorrido porque a partir de um certo valor máximo e mínimo, o dado da alavancagem faça pouca diferença para a análise do auditor, de modo que o tratamento dos *outliers* reproduza o efeito contrário ao evidenciado na análise da volatilidade.

Por fim, resta citar que as variáveis *ROA* e *TAM* não apresentaram associação estatisticamente significativa com a variável dependente em nenhuma das 4 estimações feitas. Esse resultado não era esperado, mas espelha as evidências obtidas por meio do modelo que testou a hipótese *H1*, a qual tinha a modificação de opinião como variável dependente. Desse modo, é possível afirmar que, embora o resultado não fosse esperado, ele foi coerente com as outras evidências obtidas neste estudo.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo verificar se a percepção de risco do mercado em relação a determinada companhia, traduzida na volatilidade do retorno das ações, impacta a atuação do auditor, seja sob a forma de emissão de relatório de auditoria com modificação de opinião ou com a emissão de parágrafo de ênfase.

Os resultados obtidos com dados de 338 companhias não financeiras listadas na B3, no período de 2009 a 2020, evidenciaram o impacto da percepção de risco do mercado sobre a opinião do auditor, corroborando a hipótese  $H_1$ . Isso indica que o auditor independente provavelmente considera a avaliação que o mercado faz da empresa ao conduzir seus trabalhos, de modo a aumentar seu rigor para os casos de empresas que o mercado entende como mais arriscadas. Em relação à emissão de parágrafo de ênfase, também foi observado que a volatilidade do retorno das ações aumenta as chances de a companhia receber relatório com parágrafo de ênfase. Esse resultado confirma a hipótese  $H_2$  e mostra que o auditor, ao perceber que o mercado atribui maior risco a determinada entidade, tende a usar a ênfase como uma ferramenta para destacar dados da empresa que possam interferir na decisão dos usuários da informação financeira e se proteger de possíveis questionamentos futuros.

As evidências empíricas obtidas nesse estudo contribuem para o desenvolvimento da literatura sobre o tema, principalmente no que se refere à importância dada pelo auditor para as informações obtidas no mercado. Vale destacar que, apesar de o impacto da opinião do auditor sobre o mercado ser objeto de diversas pesquisas, ainda há poucos trabalhos que abordam o sentido inverso dessa relação, ou seja, como o mercado impacta a opinião do auditor.

A título de limitações, vale mencionar a restrição da amostra a empresas não financeiras e a análise restrita a empresas presentes na B3, não contemplando mercados mais desenvolvidos que o brasileiro. Também é importante destacar que a amostra utilizada contempla apenas companhias com maior volume de transações no mercado de capitais brasileiro.

A partir das limitações, é possível sugerir pesquisas futuras que: estendam essa análise para as empresas financeiras; busquem observar se as evidências obtidas no mercado brasileiro também são encontradas em empresas listadas em outras bolsas de valores de países mais desenvolvidos; verifiquem se o auditor de firmas *big four* reage ao mercado da mesma forma que o auditor de firmas menores de auditoria.

## REFERÊNCIAS

- Al-Thuneibat, A. A., Khamees, B. A., & Al-Fayoumi, N. A. (2008). The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*. Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 67-92.
- 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.
- 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. *São Paulo*.
- Bertoldi, P. F., Orth, C. D. O., & Lerner, A. F. (2019). Análise Dos Relatórios De Auditoria Das Companhias Listadas Na B3—Brasil Bolsa Balcão SA. *Revista de Administração e Contabilidade da FAT*, 11(2).
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- 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.
- Chung, H., Judge, W. Q., & Li, Y. H. (2015). Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 32, 64-90.
- Damascena, L. G., Firmino, J. E., & Paulo, E. (2011). Estudo sobre os pareceres de auditoria—análise dos parágrafos de ênfase e ressalvas constantes nas demonstrações contábeis das companhias listadas na BOVESPA.
- Damascena, L. G., & Paulo, E. (2013). Pareceres de auditoria: um estudo das ressalvas e parágrafos de ênfase constantes nas demonstrações contábeis das companhias abertas. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 104-127.
- Damodaran, A. (2007). Retorno sobre o capital (ROC), retorno sobre o capital investido (ROIC) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE): Mensuração e implicações. Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE): Mensuração e Implicações (Julho 2007).
- Dantas, J. A., & Medeiros, O. R. D. (2015). Determinantes de qualidade da auditoria independente em bancos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 43-56.

- Dutra, M. H., Alberton, L., & Van Bellen, H. M. (2007). 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. *XXXI Encontro da ANPAD*, 31.
- Gómez-Guillamón, A. D. (2003). The usefulness of the audit report in investment and financing decisions. *Managerial Auditing Journal*, 18(6/7), 549-559.
- Gramling, A. A., Rittenberg, L. E., & Johnstone, K. M. (2012). *Auditoria* (7ª ed. Norteamericana). São Paulo: Cengage Learning.
- Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015). Stock market reaction to auditor opinions—Italian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6/7), 610-632.
- Lee, H. L., & Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 628-646
- Locatelli, O., Nossa, V., & Ferreira, F. R. (2020). Impacto da evidenciação de informações no valor das ações das sociedades de economia mista. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14.
- Macedo, M. A. D. S., Almeida, J. E. F. D., & Dornelles, O. M. (2017). Os mercados acionários internacionais reagem mais às demonstrações contábeis ou às notícias? O caso do escândalo do Banco HSBC. *Pensar Contábil*, 18(67), 15-22.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1959). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. *The American Economic Review*, 49(4), 655-669.
- NBC TA 200 (R1), de 05 de setembro de 2016. (2016). Altera a NBC TA 200 que dispõe sobre os objetivos gerais do auditor independente e a condução da auditoria em conformidade com as normas de auditoria. Recuperado de: [https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA200\(R1\).pdf](https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA200(R1).pdf)
- NBC TA 240 (R1), de 05 de setembro de 2016. (2016). Altera a NBC TA 240 que dispõe sobre a responsabilidade do auditor em relação a fraude, no contexto de auditoria de demonstrações contábeis. Recuperado de: [https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA240\(R1\).pdf](https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA240(R1).pdf)
- NBC TA 315 (R2), de 02 de setembro de 2021. (2021). Dá nova redação à NBC TA 315 (R1), que dispõe sobre a identificação e a avaliação dos riscos de distorção relevante por meio

- do entendimento da entidade e do seu ambiente. Recuperado de: [https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA315\(R2\).pdf](https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA315(R2).pdf)
- 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. Recuperado de: <https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA706.pdf>
- Niyama, J. K., & Silva, C. A. T. (2013). *Teoria da Contabilidade* (3ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Pimentel, A. N., Durso, S. O. (2018). Fatores Preditivos do Tipo de Parecer de Auditoria Independente. *Xv Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, 1-13.
- Rocha Pereira, F., de Almeida Machado, N. V., Taboada Pinheiros, L. E., & Ribeiro Dutra, S. (2019). Auditoria contábil: Um estudo acerca da relação entre o relatório dos auditores e as características da empresa auditada. *Capital Científico*, 17(2).
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2010). *Corporate Finance*. 9.ed. New York: McGraw Hill.
- Segura, A. S., & Molina, G. S. (2001). El informe de auditoría y su relación con las características corporativas. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30(108), 349-391.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Sobral, P. R. B. (2014). Impacto do parecer da auditoria com ressalva ou abstenção de opinião no preço das ações das companhias listadas na BM&FBOVESPA.
- 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.