

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

GUILHERME VALDEREDO BARBOSA GUIMARÃES

**A REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO ÀS
RESSALVAS DE AUDITORIA**

**VITÓRIA - ES
2021**

GUILHERME VALDEREDO BARBOSA GUIMARÃES

**A REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO ÀS
RESSALVAS DE AUDITORIA**

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, na Fucape Fundação de Pesquisas e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração.

Orientador: Profa. Dra. Silvânia Neris Nossa

**VITÓRIA - ES
2021**

GUILHERME VALDEREDO BARBOSA GUIMARÃES

**A REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO ÀS
RESSALVAS DE AUDITORIA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, na Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração.

Aprovada em 15 de setembro de 2021.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. SILVÂNIA NERIS NOSSA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr.: VALCEMIRO NOSSA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e minha família, em especial minha mãe, Maria Hilma Guimarães, minha esposa, Yndhira Ribeiro Guimarães, minhas filhas Helena Ribeiro Guimarães e Laura Ribeiro Guimarães e meu pai, Valderedo Bezerra Guimarães, pelo apoio incondicional que foi combustível para não desistir. Aos meus amigos, pela compreensão de minha ausência. Aos meus orientadores, Professor Doutor André Aroldo Freitas de Moura e, principalmente à Professora Doutora Silvania Neris Nossa, por sua paciência e disponibilidade de sempre.

Ao Conselho Regional de Contabilidade do Estado do Piauí e ao Sr. Josafam Bonfim, ex-presidente do CRC-PI, pelo estímulo e convênio firmado com a IES o que tornou possível a realização deste sonho.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a reação do mercado acionário brasileiro às ressalvas de auditoria independente aferido por meio da análise de regressão. Neste estudo o foco está na variável ressalvas de relatórios de auditoria e os reflexos desta informação contábil nas decisões dos investidores. Assim, foi realizada uma pesquisa empírica quantitativa, para estudar a relação das ressalvas de auditoria independente com o retorno de ações. A estimação ocorreu por meio de regressão múltipla com exposição de dados em painel, coletados na B3 e Economatica durante o período de 2010 a 2019. Os resultados encontrados demonstraram que as variáveis tamanho, big four e ressalvas de big four foram estatisticamente relevantes para explicar o retorno anormal. Esse resultado sugere que o mercado acionário brasileiro reage e entende a informação como relevante em suas decisões. Este estudo traz uma contribuição teórica, pois não se tinha ainda registro na literatura sobre os efeitos das ressalvas de empresas de auditoria no mercado acionário brasileiro. E de forma prática estes resultados poderão ajudar aos investidores a olhar para ressalvas para mitigar a assimetria informacional junto às empresas.

Palavras Chave: Ressalvas de auditoria; Relevância da informação contábil; Mercado acionário brasileiro.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the reaction of the Brazilian stock market to the qualifications of an independent audit, measured through regression analysis. In this study, the focus is on the variable qualifications of audit reports and the consequences of this accounting information on investors' decisions. Thus, a quantitative empirical research was carried out to study the relationship of independent audit reservations with stock returns. The estimation took place through multiple regression with panel data exposure, collected in B3 and Economatica during the period from 2010 to 2019. The results found showed that the variables size, big four and big four reservations were statistically relevant to explain the abnormal return. This result suggests that the Brazilian stock market reacts and understands information as relevant in its decisions. This study brings a theoretical contribution, as there was no record in the literature about the effects of the reservations of audit companies in the Brazilian stock market. And in a practical way, these results may help investors to look for reservations to mitigate informational asymmetry with companies.

Keywords: Audit qualifications; Relevance of accounting information; Brazilian stock market.

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	7
1 INTRODUÇÃO.....	7
Capítulo 2.....	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	12
2.2 AUDITORIA E SUAS RESSALVAS.....	14
2.3 MODELO DE OHLSON.....	17
2.4 APRESENTAÇÃO DAS HIPÓTESES.....	20
Capítulo 3.....	22
3 METODOLOGIA.....	22
3.1 DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO DE EVENTOS.....	24
3.1.1 Definição do evento.....	24
3.1.2 Amostra da pesquisa.....	25
3.1.3 Desenvolvimento do Modelo empírico.....	25
3.1.4 Procedimento de teste.....	26
Capítulo 4.....	30
4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	30
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO.....	30
4.2 TESTE DE REGRESSÃO.....	34
Capítulo 5.....	37
5 CONCLUSÃO.....	37
REFERÊNCIAS.....	40

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O monitoramento das atividades de empresas por meio de auditoria é tema amplamente discutido na literatura tanto nacional quanto internacional (Brandão et al., 2021; Parreira et al., 2021; Sena et al., 2020; Almeida & Almeida, 2009; Hartmann & Martinez, 2020; Alzeban, 2021; Suleiman Almarayeh et al., 2020; Hendriksen & Van Breda, 1999; Necula, 2014; Chen et al., 1999; Pakdaman, 2018; Muslih & Ami, 2018; Hoti et al., 2012; Al-Attar, 2017; Kipkosgei, 2010; Takinakis et al., 2010; Batista, 2009; Carvalho et al., 2019).

No Brasil, Brandão et al. (2021) abordam a emissão de *red flags* e divulgação de deficiência de controles internos nas empresas IBRX10. Parreira et al. (2021) quando estudaram gerenciamento de resultados e auditoria, identificaram que o rodízio de auditoria não afeta *accruals* totais e, com isso, traz reflexos positivos aos *stakeholders*. Sena et al. (2020) concluíram que auditorias realizadas por *big four* não impactam no nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (não contábeis). Almeida e Almeida (2009) demonstraram que auditorias realizadas por *big four* refletem maior qualidade de informação através da redução de gerenciamento de resultados. Todavia, Hartmann e Martinez (2020) já identificaram que empresas auditadas por *big four* são mais agressivas em nível tributário do que as auditadas por não *big four*.

Em nível internacional, Alzeban (2021) aferiu que a remuneração do diretor executivo de auditoria, quando baseada em resultados, afeta a qualidade dos demonstrativos financeiros, reduzindo a objetividade da auditoria.

Suleiman Almarayeh et al. (2020) identificaram que a auditoria impacta o gerenciamento de resultados de forma diferente em países emergentes e em países anglo saxões e da Europa ocidental.

Hendriksen e Van Breda (1999) afirmam que quando uma empresa não tem suas demonstrações ressalvadas ela pode emitir sinal de confiança para o mercado acionário. Da mesma forma, espera-se que quando uma empresa tem seus relatórios financeiros ressalvados, o sinal emitido para o mercado não seja igual ao sinal emitido por uma empresa sem ressalvas (Spense, 1973; Santana et al., 2014).

Pesquisas da mesma natureza foram realizadas em diversos países, como Estados Unidos (Necula, 2014), China (Chen et al., 1999), Iran (Pakdaman, 2018), Indonésia (Muslih & Ami, 2018), Croácia e Eslovênia (Hoti et a., 2012), Jordânia (Al-Attar, 2017), Quênia (Kipkosgei, 2010) e Grécia (Takinakis et al., 2010), todavia sem um consenso acerca dos resultados encontrados.

Chen et al. (1999), Hoti et al. (2012), Al-Attar (2017) e Pakdaman (2018) demonstraram que as opiniões de auditorias têm relação significativa com o retorno dos ativos. Kipkosgei (2010) identificou uma relação negativa e fraca; enquanto Takinakis et al. (2010), Necula (2014) e Muslih e Ami (2018) não identificaram relação significativa entre as duas variáveis sob a justificativa do baixo poder informativo da auditoria independente.

No Brasil Batista (2009) realizou pesquisa relacionando a reação do mercado acionário à opinião de auditoria, todavia, sem a utilização de outras variáveis explicativas ou de controle para aferir o efeito no retorno dos ativos. Carvalho et al. (2019) não identificaram relação entre modificação de opinião de auditoria (em termos gerais) e a variação do valor de mercado das companhias, entretanto, com uma

amostra reduzida de apenas 231 empresas e sem testar especificamente a ressalva de auditoria.

Observe que pesquisas internacionais já testaram o efeito de diversas variáveis no retorno de ativos, bem como, mediram a qualidade da informação contábil (auditoria) e testaram a eficiência do mercado, entretanto, no Brasil, sediando a B3, maior bolsa de valores em termos de valor de mercado da América do Sul (Exame, 2016), ainda é carente de pesquisa desta natureza.

Diante da controvérsia da literatura e da ausência de pesquisa profunda sobre o tema no Brasil, o objetivo desta dissertação é apontar o impacto da ressalva do relatório dos auditores independentes no retorno das ações, ou seja, identificar a reação do mercado acionário brasileiro às ressalvas de auditoria.

Para tanto, considerando que o art. 177, §3º, da Lei 6.404/76 consolidada (Brasil, 1976) determina que as companhias abertas são obrigadas a realizar auditoria independente anual e trimestral, foram levantadas todas as empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2019 para classificação dos relatórios de auditores independentes em: com ressalva e demais tipos de relatórios (sem ressalva, adverso e com abstenção de opinião), nos termos da NBC TA 700 (CFC, 2016a) e NBC TA 705 (CFC, 2016b).

Posteriormente, no intuito de verificar o impacto da ressalva no retorno das ações e considerando que o período de um ano é muito longo e que podem surgir diversos fatores influenciando o retorno de ações (Ball & Brown, 1968), foram coletados os dados secundários trimestrais, utilizando a mesma série histórica, na base Economatica. Optou-se pela utilização da metodologia de Estudo de Eventos para aferir o retorno de ação imediatamente na data da ocorrência do fato estudado.

Sabendo-se, ainda, que o relatório de auditoria independente não é a única variável explicativa para a retorno das ações, na estimação empírica foram consideradas outras variáveis: *big four*, Ressalvas de *big four*, Crise econômica, Dólar, Selic, PIB, PL, LL, Liquidez, Volatilidade (risco), Beta (risco) e tamanho (Ln de ativo).

Como já exposto, Batista (2009) realizou pesquisa da mesma natureza, porém, não utilizou outras variáveis explicativas ou de controle ao problema de pesquisa, além de ter se restringido a aferir o impacto do relatório com e sem ressalva no valor das ações.

Portanto, a pesquisa se justifica por aferir os reflexos no retorno das ações sob a influência da ressalva de auditoria independente e de outras variáveis explicativas e de controles relevantes, identificadas na literatura, para aferir a reação do mercado acionário brasileiro.

Face aos procedimentos metodológicos, foi identificado que as variáveis tamanho, *big four* e ressalvas de *big four* são estatisticamente relevantes para justificar retorno de ações, evidenciando que o mercado acionário brasileiro as considera para tomada de decisões. Este resultado está alinhado ao esperado, de que por meio das ressalvas de auditoria, o mercado se posicionaria, refletindo num retorno anormal negativo.

Os resultados trazem à literatura nacional e internacional, evidências empíricas de que as informações contábeis testadas, conjuntamente com outras variáveis explicativas e de controle, se mostram relevantes no processo decisório, trazendo contribuições às empresas em geral que contratam auditoria independente (principalmente *big four*), às próprias empresas de auditoria independente (principalmente *big four*) e aos usuários da informação contábil em geral por destacar novas informações contábeis relevantes.

O restante desta pesquisa se estrutura da seguinte forma: capítulo 2 aborda o referencial teórico; capítulo 3 descreve a metodologia utilizada; capítulo 4 são apresentados os resultados da pesquisa; e, por fim, o capítulo 5 são relacionadas as considerações finais.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Serão abordados, a seguir, os principais tópicos e estudos que embasam a aplicação prática da pesquisa. Para tanto, este capítulo irá discutir a relevância da informação contábil, auditoria contábil, relatórios de auditoria e a periodicidade de publicação e, por fim, retorno de ações e a métrica desenvolvida por Ohlson (1995).

A abordagem teórica se faz necessária, ainda, para o desenvolvimento das hipóteses e fundamentação dos resultados alcançados.

2.1 RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

O estudo se baseia, principalmente, nos estudos precursores acerca da relevância da informação contábil realizados por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968).

Beaver (1968), diante das reações controversas dos investidores no mercado acionário, buscou aferir suas percepções à divulgação de lucros (resultados) e a consequente movimentação de preço e volume de operações em ações ordinárias realizadas nas semanas imediatamente anteriores à publicação das informações contábeis.

Ball e Brown (1968), afirmaram, ainda, que o mercado é eficiente e imparcial, ou seja, que tais dados são úteis para formação do preço dos títulos, visto que ganhos passados refletem tendências de ganhos futuros e, portanto, rapidamente o mercado reage minimizando os ganhos anormais adicionais por muito tempo.

Apesar de Ball e Brown (1968) indicarem que a informação contábil é apenas uma das várias variáveis levadas em consideração no momento da tomada de decisão, foi aferido que tal informação é importante, principalmente por meios de relatórios intermediários e não, tão somente, no momento da publicação anual. Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), afirmam que a informação contábil tem poder preditivo.

Nesta mesma linha de raciocínio, Ohlson (1995), Martins (2000), Fernández (2001), Rezende (2005) e Cupertino e Lustosa (2004) entendem que a informação contábil se faz essencial no processo de previsões e avaliações de empresas. Rezende (2005) aferiu que, especificamente para o setor de telecomunicações, as informações de lucro e de patrimônio líquido se mostraram estatisticamente relevantes como poder preditivo.

No mercado de capitais brasileiro foi aferido que a relevância da informação contábil constante em Lucro Líquido, Lucro Abrangente e Fluxo de Caixa Operacional são estatisticamente relevantes, ao nível de 1%, para explicar valor de ação (Batista et al., 2017).

A legislação contábil ressalta que a informação contábil só é considerada relevante se esta tiver capacidade de influenciar a tomada de decisão, devendo possuir capacidade preditiva e valor confirmatório, inclusive para como meios de feedback, conforme CPC 00 R1 (CPC, 2011).

Ainda conforme CPC 00 R1 (CPC, 2011), além da relevância, são características de qualidade da informação contábil, a: materialidade, representação fidedigna, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade.

Ciente de que a informação contábil possui atributos de relevância, ou seja, influencia a tomada de decisão dos diversos usuários, afetando, inclusive, retorno de

ações, supõe-se que esta informação poderá ser manipulada para atender objetivos dos shareholders e stakeholders (Martinez, 2001).

Na visão de Martinez (2001), esta manipulação de informações contábeis para atendimento de interesses específicos de usuários internos ou externos, ou seja, por meio de manobras contábeis (ou operacionais), apresenta-se resultados distintos priorizando os objetivos de um ou outro usuário da informação. Martinez (2001) deixa claro, ainda, que gerenciar resultados não é fraude pois se utiliza do poder discricionário concedido pela legislação e normas contábeis geralmente aceitas, todavia, deixa de apresentar a realidade econômico-financeira de uma entidade, pois não está livre de viés.

Daí surge, portanto, a necessidade de teste da validade e coerência de tais informes, sendo estudada e aplicada por uma área específica da contabilidade, a auditoria (CFC, 1983).

2.2 AUDITORIA E SUAS RESSALVAS

O auditor se manifesta sobre os informes contábeis por meio de relatório de auditoria independente e, conforme a NBC TA 700 (CFC, 2016a) pode ser classificado em dois tipos, sendo eles: opinião não modificada (relatório sem ressalva), quando observar todos os dispositivos previstos na legislação contábil geral e específica, no que for pertinente; e, opinião modificada, quando, ao avaliar as informações contábeis, identificar que estas possuem distorções relevantes ou quando não conseguir evidências de auditoria suficientes para tirar suas conclusões.

O relatório com opinião modificada, é classificado como relatório com ressalva, quando evidenciado distorção relevante ou quando não foi possível obter evidências

de auditoria de forma não generalizada; relatório adverso, quando as informações contábeis não foram apresentadas de forma justa e verdadeira; e, relatório com abstenção de opinião, quando o auditor não conseguiu obter evidências de auditoria, de forma generalizada, e conseqüentemente deixa de dar sua opinião, como preconiza a NBC TA 705 (CFC, 2016b).

Para melhor visualização e interpretação do exposto, o quadro 1 elucida e resume as circunstâncias em que os relatórios de opinião modificada devem ser emitidos, nos termos da NBC TA 705 (CFC, 2016b).

Natureza do assunto que gerou a modificação	Julgamento do auditor sobre a disseminação de forma generalizada dos efeitos ou possíveis efeitos sobre as demonstrações contábeis	
	Relevante, mas não generalizado	Relevante e generalizado
Demonstrações contábeis apresentam distorções relevantes	Opinião com ressalva	Opinião adversa
Impossibilidade de se obter evidência de auditoria apropriada e suficiente	Opinião com ressalva	Abstenção de opinião

Quadro 1: Opinião do auditor independente
Fonte: NBC TA 705 (CFC, 2016b)

Por um lado, a emissão de um relatório sem ressalvas pode ser um sinal positivo para o mercado acionário, por outro lado, um relatório com modificação de opinião pode trazer um sinal negativo, ou seja, através deste estudo pode-se testar a teoria da sinalização aplicada à qualidade e relevância da informação gerada por um relatório contábil de auditoria independente (Spence, 1973; Santana et al., 2014; Hendriksen & Van Breda, 1999).

Nesta esteira de raciocínio, cabe ressaltar que a publicação de relatórios de auditoria minimiza a assimetria informacional entre o usuário interno (gestores) e o externo (shareholders e stakeholders), haja vista que dificilmente um usuário externo

teria acesso a informações privilegiadas acerca da validade das informações geradas pela contabilidade, exceto pela auditoria (Arkelof, 1970).

Neste caso, a auditoria serve como ferramenta de redução conflitos de interesses e assimetria informacional ao tempo em que, ao publicar relatórios de auditoria independente, mesmo que de forma obrigatória, as companhias estão sinalizando ao mercado o nível de cuidado, zelo, comprometimento e aderência, que possuem às normas legais e contábeis, previsto na NBC TA 700 (Spence, 1973; Hendriksen & Van Breda, 1999; Healy & Papelu, 2001; Santana et al., 2014; CFC, 2016a).

Ressalta-se ainda, que a literatura nos mostra que auditoria realizadas por *big four* (Deloitte, EY, KPMG e PWC) demonstram maior qualidade de informação através da redução de gerenciamento de resultados (Almeida & Almeida, 2009), portanto, um fator a ser considerado na estimação estatística.

Sobre auditoria, a literatura internacional vem abordando temas ligados a normatização, independência profissional, qualidade de auditoria, ceticismo, materialidade, riscos de auditoria e outros temas afins (Costa, 2017).

Na literatura brasileira, Camargo et al. (2014) identificaram um aumento no volume de publicações entre o período de 2005 a 2008 e uma suave redução entre 2009 a 2010, em que prevaleceram artigos documentais e *survey*. Camargo et al. (2014) identificaram, ainda, que os principais temas abordados foram: relatório de auditoria, troca de auditores (rodízio de auditoria), conselhos/comitês, qualidade e procedimentos de auditoria.

Ribeiro (2015) relacionou como principais temas relacionados à auditoria os que segue: a governança corporativa, normas internacionais de contabilidade,

controle interno, fraudes, avaliação de riscos, mercado de capitais, gerenciamento de resultados, responsabilidade social, avaliação de empresas, criação de valor, desempenho e estratégia.

Porte et al. (2018) em pesquisa mais recente, confirmaram o interesse em pesquisas relacionadas ao relatório de auditoria, todavia, apresenta novas temáticas que estão sendo desenvolvidas na literatura nacional, principalmente após o estabelecimento SOX. São eles: comitê de auditoria, auditoria externa, auditoria interna, controle interno, cobertura de mídia em contabilidade, pesquisa e dados socioeconômicos da empresa.

Especificamente no tocante aos relatórios de auditoria, Camargo (2011) levantou os principais enfoques abordados em pesquisas científicas nacionais e evidenciou estudos sobre questões normativas (exigências legais), questões polêmicas (escândalos nacionais e internacionais), utilidade e/ou compreensibilidade (grau de satisfação do usuário) e reflexos da evidenciação (explicações empíricas).

2.3 MODELO DE OHLSON

Ohlson (1995) utilizou variáveis contábeis para avaliação de empresas. Tal modelo de estimativa impactou significativamente a pesquisa acadêmica de mercado de capitais (Cupertino e Lustosa, 2004).

Ohlson (1995) conseguiu fixar em seu modelo a relação entre três variáveis contábeis: ganhos (lucros), valor contábil e dividendos. Tal fato garante à contabilidade, ainda conforme Ohlson (1995), Martins (2000) e Fernández (2001), status de ferramenta que fornece informação para seus usuários, inclusive para efeito de avaliação. Assim, por se tratar de informação contábil, que é disponível e

transparente, todo e qualquer usuário poderá, por meio da aplicação do modelo sugerido por Ohlson (1995), avaliar empresas, reforçando ainda mais a necessidade da qualidade, garantindo sua relevância.

O modelo de Ohlson assume três premissas: 1. O valor presente dos dividendos reflete em valor de mercado das ações; 2. Os valores expostos em livros contábeis, em Patrimônio Líquido, refletem ganhos normais; e, 3. Apuração do valor presente líquido de ganhos anormais esperados, extraído de “outras informações ou fatos relevantes”, tais como divulgação de distribuição de dividendos, na mesma linha da teoria da sinalização aqui já discutida (Spence, 1973; Ohlson, 1995).

Por fim, Ohlson (1995) propôs a seguinte equação para avaliação de empresas, baseados no exposto acima:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

Deste, Ohlson (1995) concluiu que a contabilidade é meio para avaliação de empresas. Todavia, merecem ajustes por meio de “outros” fatos relevantes que também influenciam valor de mercado, bem como, que a distribuição de dividendos é realizada com base no valor contábil, reduzindo o valor da empresa no futuro, todavia sem impacto nos ganhos do exercício corrente (Ball & Brown, 1968; Ohlson, 1995).

Além dos fatores já discutidos por Ohlson (1995), diversos estudos demonstram, ainda, o impacto de variáveis macroeconômicas (PIB, Selic e dólar) para justificar variações contábeis em indicadores de endividamento, em valorização de empresas e, conseqüentemente, em retorno de ativos, na propensão do risco de empreender, na previsão de lucros e na emissão de ações na bolsa de valores (Guerra & Ornelas, 2014; Oliveira & Frascaroli, 2014; Moura & Coelho, 2016; Paredes & Oliveira, 2017; Mota et al., 2017)

No tocante a tamanho de empresa, Leone e Leone (2012) promoveram estudo bibliográfico relacionando as diversas metodologias e técnicas para classificação das empresas por métricas quantitativas, qualitativas e mistas, sendo uma delas a definição de tamanho de empresa pelo total do seu ativo. Já a lei 11.638/07 se restringe a classificar empresas de grande porte com base em valor de ativo (R\$ 240 milhões) e receita bruta anual (R\$ 300 milhões) (Brasil, 2007). O tamanho de empresa também se configurou como fato relevante para precificação de ativos com risco no mercado internacional (Fama & French, 2015), bem como, no mercado brasileiro (Moreira et al., 2021).

Os estudos de Yokoyama et al. (2015) e Miralles-Quiros et al. (2017) mostraram que a informação gerada por grandes empresas possui menor poder informativo, todavia, com maior relevância em relação as empresas de porte menor, inclusive com melhores retornos quando apresentadas em carteira de investimentos.

Costa et al. (2012) identificaram que crises econômicas afetam de forma significativa a maneira como os analistas avaliam patrimônio líquido e lucro líquido, leia-se informações contábeis, devendo, portanto, ser levadas em consideração no momento da sua decisão. O lucro líquido, patrimônio líquido e crise são fatos relevantes a serem considerados no processo de estimação e predição de retornos futuros (Rezende, 2005; Costa et al., 2012; Batista et al., 2017).

Moreira et al. (2021) testaram em diversos períodos macroeconômicos e identificaram que tamanho e crise estão relacionados e afetam a precificação de ativos, demonstrando uma maior sensibilidade ao risco por parte dos investidores nestes períodos.

Observe que o risco também é fator relevante nas decisões dos investidores (Silva Junior & Machado, 2020) e, assim, deve ser considerado no modelo de

estimação empírica. Silva Junior e Machado (2020) indicam liquidez e volatilidade como indicativos de riscos, bem como, assumem o Beta do CAPM de Sharpe (1964) com a mesma característica.

Nesta linha de raciocínio foi identificada vasta literatura que indica o efeito das variáveis lucro líquido, patrimônio líquido, crise econômica, tamanho da empresa (ativo), PIB (produto interno bruto), Selic, Dólar, Beta, Liquidez, Volatilidade, ressalva e *big four*, no retorno de ativo, as quais serão utilizadas no processo de estimação do modelo empírico deste trabalho.

Com base nos achados acima, vamos avaliar os efeitos no mercado acionário brasileiro das ressalvas de auditoria independente.

2.4 APRESENTAÇÃO DAS HIPÓTESES

A pesquisa se faz necessária para aferir o grau de relevância e o impacto da informação contábil (ressalva de auditoria) para o mercado acionário. Adicionalmente, contribui ao testar o sinal emitido pelo relatório dos auditores independentes na decisão e conseqüentemente nas ações e retornos das empresas, considerando o arcabouço teórico trazido pelo modelo de Ohlson (1995).

Primeiramente, considerando pesquisas que evidenciam a auditoria como fator de redução de gerenciamento de resultados, assimetria informacional e, desta forma, propiciar melhor qualidade de informação, influenciando a tomada de decisões, bem como, considerando que a ressalva de auditoria demonstra o não cumprimento total às normas e princípios contábeis, sinalizando ao usuário que a informação não é confiável, surge a primeira hipótese a ser testada.

HIPOTESE 01: a ressalva de auditoria impacta negativamente o retorno de ações.

Na sequência, partindo do pressuposto teórico de que auditoria de *big four* reflete maior qualidade da informação contábil e, portanto, havendo um aumento do seu grau de relevância refletida nas decisões dos usuários, surge uma segunda hipótese a ser testada.

HIPOTESE 02: a ressalva de auditoria possui impacto negativo no retorno de ações quando realizadas por *big four*.

Levando em consideração a reação negativa (pessimista) do mercado acionário nos períodos de crise econômicas, acredita-se que os efeitos da ressalva de auditoria aliada a estes períodos serão maximizados, o que reflete numa terceira hipótese a se verificar.

HIPOTESE 03: a ressalva de auditoria possui maior impacto negativo no retorno de ações em períodos de crise econômica.

Ainda, seguindo a mesma linha de raciocínio, cabe testarmos mais hipóteses, interagindo auditorias realizadas por *big four* em períodos de crise econômica, traduzindo mais uma hipótese de pesquisa.

HIPOTESE 04: a ressalva de auditoria de *big four* afeta negativamente o retorno de ações em períodos de crise econômica.

Desta forma, o retorno de ações será testado levando em consideração o efeito das ressalvas de auditoria e outras variáveis: *big four*, Ressalvas de *big four*, Crise econômica, Dólar, Selic, PIB, PL, LL, Liquidez, Volatilidade (risco), Beta (risco) e tamanho (LN de ativo).

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O objetivo do presente trabalho foi testar a reação do mercado acionário brasileiro às ressalvas de auditoria, ou seja, constatar se este fato influencia decisões dos investidores e, portanto, se há variação no retorno das ações.

A pesquisa se caracteriza como empírica pois mediante observações de dados secundários coletados na Economatica, aplicação de modelos estatísticos, teorias e modelos econômicos, chegaremos às conclusões acerca da reação dos acionistas em relação a divulgação das ressalvas de auditoria, portanto, também é quantitativa (Watts & Zimmerman,1990).

É explicativa, pois, por meio de técnicas estatísticas, busca-se explicar hipóteses e, de maneira geral, se a divulgação de ressalvas de auditoria, de alguma forma, afeta a decisão do mercado acionário e, portanto, afeta retorno de ações.

A princípio, o período de um ano é muito longo, podendo surgir diversos fatores influenciando retorno de ações (Ball & Brown, 1968), portanto, optou-se pela utilização da metodologia do estudo de eventos por aferir o retorno de ação na ocorrência do fato estudado (Mackinley,1997).

Campbel et al. (1997) determinam que o estudo de eventos é utilizado para aferir o impacto no valor de uma firma em decorrência da mudança de regulação, fusões e aquisições, anúncio de ganhos, bem como aferir o efeito de variáveis macroeconômicas e deve ser realizada seguindo etapas pré-definidas, conforme figura 1, a seguir:

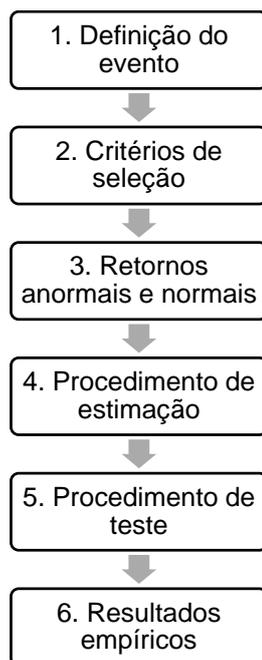


Figura 1: Etapas de um estudo de evento

Fonte: Campbell et al. (1997).

Nota: Elaborado pelo autor.

Fama et al. (1969), precursores deste procedimento metodológico, concluíram que o mercado reage antecipadamente a uma notícia de distribuição de dividendos. Todavia, aguarda maiores informações para tomada de decisão, havendo necessidade, portanto, de estudar o momento antes e depois do fato pesquisado. Fama et al. (1969) contribuíram, ainda, com a mensuração da velocidade em que o mercado reage a tal informação.

Beyer (2010) estudou a reação do mercado acionário por meio do retorno anormal quanto à divulgação de relatórios financeiros de forma voluntária, divulgação de relatórios financeiros obrigatórias por regulamentos e divulgação de relatórios dos analistas e identificou que as divulgações voluntárias explicam a maior parte dos retornos anormais, no entanto, as demais divulgações, inclusive as obrigatórias (leia-se relatórios de auditoria), também se mostram relevantes e significativas estatisticamente para tal afirmativa.

Assim, seguindo a estrutura definida pela literatura já destacada, descreve-se o procedimento metodológico a seguir:

3.1 DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO DE EVENTOS

3.1.1 Definição do evento

Segundo o art. 177, §3º da Lei 6.404/76, os relatórios de auditoria devem ser publicados anualmente juntamente com demonstrativos contábeis consolidados, afirmando, ainda, a necessidade de cumprimento de normas emitidas pela CVM (Brasil,1976). Todavia, por força do art. 29, da Instrução CVM nº 480/2009, há a exigência de publicação trimestral destas mesmas informações, no prazo máximo de 45 dias após o encerramento do período, exceto referente ao último trimestre do exercício, por considerar que a informação consolidada será apresentada no prazo previsto de publicação anual (CVM, 2009).

Diante disto, a publicação referente ao primeiro trimestre de um dado exercício, que engloba os meses de janeiro, fevereiro e março, devem ser publicados até o dia 15 de maio (CVM, 2009). Considerando o longo espaço de tempo compreendido entre as publicações anuais e, portanto, com diversas variáveis justificando retornos anormais, optou-se por analisar as informações trimestrais em substituição à análise de informações anuais.

No tocante ao quarto trimestre, encerrado em dezembro, segue o prazo máximo de publicação anual, ou seja, 120 dias do fechamento do exercício, ou seja, 30 de abril do ano subsequente, nos termos do quadro a seguir:

Descrição	Referência de informações	Prazo legal para publicação
1º trimestre	01 de janeiro a 31 de março	Até 15 de maio
2º trimestre	01 de janeiro a 30 de junho	Até 14 de agosto

3º trimestre	01 de janeiro a 30 de setembro	Até 14 de novembro
4º trimestre	01 de janeiro a 31 de dezembro	Até 30 de abril do ano subsequente

Quadro 2: Data limite para publicação dos relatórios de auditoria

Fonte: CVM (2009)

Nota: Elaborado pelo autor

Por meio da base de dados da CVM, foi identificada a data da publicação do relatório de auditoria trimestral com ressalva (data do evento), por empresa, selecionando as que receberam ressalvas de auditoria, onde aplicou-se a variável *dummy* (1 para ressalva e 0 para os demais tipos de relatório).

3.1.2 Amostra da pesquisa

Fundamentado na teoria positiva de Watts e Zimmerman (1990), realizou-se uma pesquisa empírica, de cunho quantitativo, na qual foram analisadas as empresas listadas no Brasil Bolsa Balcão (B3), no período de 2010 a 2019.

O recorte longitudinal iniciou-se em 2010 em decorrência da limitação de informações constantes no banco de dados da Economatica. O banco de dados indicando o exato dia da publicação dos relatórios de auditoria só começam a ser publicados a partir do primeiro trimestre do referido ano. Definiu-se como data limite para análise o ano de 2019 pois é o último ano publicado até a data da pesquisa.

Foram utilizados de dados secundários, coletados no sítio eletrônico da B3, Economatica, BACEN (Banco Central do Brasil) e IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística).

3.1.3 Desenvolvimento do Modelo empírico

Considerando o conceito de retorno anormal, temos a aplicação da equação matemática onde é aferido a diferença entre o retorno real e o retorno normal de uma

carteira no tempo, aqui definido como Ibovespa, conforme se observa a seguir (Campbell et al., 1997).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - Ibov_{i,t}$$

Onde, $AR_{i,t}$ representa retorno anormal de um título i no tempo t , $R_{i,t}$ significa retorno normal observado do título i no tempo t e $Ibov_{i,t}$ se refere ao retorno médio de uma carteira i no tempo t .

Baseado em Ball e Brown (1968), Beaver (1968), Ohlson (1995) e MacKinley (1997), para aferir o retorno real de um título utilizou-se da seguinte equação:

$$R_{i,t} = \frac{Pa_{i,t} - Pa_{i,t-1}}{Pa_{i,t-1}}$$

Em que $Pa_{i,t}$ representa o preço da ação do ativo i no tempo t e $Pa_{i,t-1}$ representa o preço da ação de um ativo i no tempo $t-1$. Por fim, para estimar o retorno médio de um ativo, utilizou-se o retorno Ibovespa coletado na plataforma Economatica.

3.1.4 Procedimento de teste

O Modelo definido por Ohlson (1995), admite que informações de ganhos, valor contábil e dividendos influenciam ganhos anormais, ou seja, eventos relevantes podem afetar ganhos futuros gerando expectativa de ganhos atuais (Fama et al., 1969). Nesta linha de raciocínio, pretende-se verificar se relatórios de auditoria com ressalva, sendo considerado informação e evento relevante, poderá afetar o mercado acionário e o retorno das ações.

Assim, seguindo os resultados encontrados por Ohlson (1995) e a metodologia já descrita, a análise do impacto do retorno de ações e, portanto, a aferição da reação

do mercado acionário será realizada por meio da regressão descrita na equação (1), em modelo semelhante ao aplicado por Beyer et al. (2010):

$$RA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RCr_{i,t} + \beta_2 Big4 + \beta_3 ResBig4 + \beta_4 CE_{i,t} + \beta_5 Dolar_{i,t} + \beta_6 Selic_{i,t} + \beta_7 PIB_{i,t} + \beta_8 PL_{i,t} + \beta_9 LL_{i,t} + \beta_{10} Liquidez_{i,t} + \beta_{11} Vol_{i,t} + \beta_{12} Beta_{i,t} + \beta_{13} Tam_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

Apresenta-se abaixo, no quadro 3, a discriminação e descrição das variáveis da equação e a respectiva fundamentação teórica que justifica sua relação com o tema abordado, sendo, desta forma, a principal justificativa deste trabalho.

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE	FUNÇÃO
$RA_{i,t}$	Variável dependente representada pelo retorno da ação na empresa i no tempo t . variável a ser explicada. $RA_{i,t} = \frac{Pa_{i,t} - Pa_{i,t-1}}{Pa_{i,t-1}}$	Ball e Brown (1968); Beaver (1968); Ohlson (1995)	Explicada.
RCr	Variável explicativa representada pelo Relatório com ressalva (variável dummy, em que se atribui 1 para ressalvas da auditoria e zero nos demais casos).	NBC TA 705 (CFC, 2016b)	Explicativa.
$Big4$	Representada por auditorias realizadas por empresas <i>big four</i> .	Almeida e Almeida (2009); Chen et al. (1999), Hoti et al. (2012), Al-Attar (2017) e Pakdaman (2018).	Explicativa.
$ResBig4$	Representada por ressalvas de auditorias emitidas por empresas <i>big four</i> .	Almeida e Almeida (2009); Chen et al. (1999), Hoti et al. (2012), Al-Attar (2017) e Pakdaman (2018).	Explicativa.
CE	Variável explicativa representada pela crise econômica (variável dummy, em que se atribuiu 1 para período de	Costa et al. (2012); Rezende (2005); Batista et al. (2017) e Moreira et al. (2021).	Explicativa.

	crises e 0 para não crise). Anos de crise considerados para estimação foram 2014, 2015 e 2016.		
<i>Dolar</i>	Variável explicativa representada pela variação cambial do Dólar trimestral.	Guerra e Ornelas (2014); Oliveira e Frascaroli (2014); Moura e Coelho, (2016); Paredes e Oliveira (2017); Mota et al. (2017)	Controle.
<i>Selic</i>	Variável explicativa representada pela variação da taxa Selic trimestral.	Guerra e Ornelas (2014); Oliveira e Frascaroli (2014); Moura e Coelho, (2016); Paredes e Oliveira (2017); Mota et al. (2017)	Controle.
ΔPIB	Variável explicativa representada pela variação do PIB trimestral.	Guerra e Ornelas (2014); Oliveira e Frascaroli (2014); Moura e Coelho, (2016); Paredes e Oliveira (2017); Mota et al. (2017)	Controle.
<i>PL</i>	Valor do Patrimônio Líquido por ação. $PL = \frac{PL}{n^{\circ} \text{ de ações}}$	Ball e Brown (1968); Beaver (1968); Ohlson (1995); Gonçalves et al. (2014)	Controle.
<i>LL</i>	Valor do Lucro Líquido por ação. $LL = \frac{LL}{n^{\circ} \text{ de ações}}$	Ball e Brown (1968); Beaver (1968); Ohlson (1995); Gonçalves et al. (2014)	Controle.
<i>Liquidez_{i,t}</i>	Representada pela liquidez do título (medida de risco).	Fama e French (2015); Moreira et al. (2021); Yokoyama et al. (2015) e Miralles-Quiros et al. (2017)	Controle.
<i>Vol_{i,t}</i>	Representada pela volatilidade do título (medida de risco).	Fama e French (2015); Moreira et al. (2021); Yokoyama et al. (2015) e Miralles-Quiros et al. (2017)	Controle.
<i>Beta_{i,t}</i>	Representada pelo Beta do CAPM do título (medida de risco).	Fama e French (2015); Moreira et al. (2021); Yokoyama et al. (2015) e Miralles-Quiros et al. (2017)	Controle.

$Tam_{i,t}$	Variável explicativa de tamanho de empresa representado pelo LN de Ativo.	Brasil (2007); Leone e Leone (2012); Yokoyama et al. (2015) Miralles-Quiros et al. (2017)	Controle.
ϵ_i	Função erro.	Ohlson (1995)	Controle.

Quadro 3: Descrição das variáveis do modelo empírico

Fonte: Coluna 03 do quadro

Nota: Elaborado pelo autor.

Foram levados em consideração a sinalização por meio das informações contábeis obrigatórias e complementares à análise e consequente tomada de decisão como variável explicativa: relatórios de auditoria independente com ressalva, bem como, outros eventos relevantes que também podem influenciar retorno de ação: *big four*, Ressalvas de *big four*, Crise econômica, Dólar, Selic, PIB, PL, LL, Liquidez, Volatilidade (risco), Beta (risco) e tamanho (Ln de ativo).

Em seguida, os dados consolidados foram importados para o programa STATA para os tratamentos estatísticos pertinentes: a) Estatística descritiva; b) Teste de correlação; c) Regressão múltipla com dados em painel evidenciando o efeito de ressalvas de auditoria, juntamente com o efeito das demais variáveis e hipóteses prevista no presente trabalho;

Capítulo 4

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Face aos procedimentos metodológicos e estatísticos apresentados na seção anterior, os resultados da pesquisa são apresentados por meio das tabelas geradas pelo STATA, a iniciar pela estatística descritiva com a contextualização do ambiente em que a pesquisa foi realizada.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variáveis	N	média	desvio padrão	min	p25	p50	p75	max
retorno_anor	809	0,000333	0,009207	-0,024472	-0,004476	0,000094	0,004669	0,030951
pl_acao	809	11,07783	72,82198	-559,4604	4,186757	11,71062	23,51255	210,4037
ll_acao	809	0,019419	3,081238	-19,90812	0	0,227902	0,732091	8,104001
tamanho	809	15,50818	2,080592	10,93866	13,78853	15,38592	17,24866	20,50264
dólar	809	0,004081	0,075548	-0,074715	-0,045231	-0,012100	-0,006066	0,252330
Selic	809	-0,019470	0,065389	-0,238951	-0,041390	-0,019461	0	0,170409
pib	809	0,008441	0,027450	-0,0514	0,0029	0,0119	0,0272	0,052
beta	809	0,778473	0,357043	0,053376	0,553885	0,760078	1,00264	1,734372
liq	809	1,127897	0,848354	0,184477	0,635112	0,923704	1,281252	4,602424
volat	809	0,288525	0,078852	0,088638	0,244762	0,289169	0,334926	0,644851
big4	809	0,755253	0,430202	0	1	1	1	1
ressalva	809	0,048207	0,214337	0	0	0	0	1
resbig4	809	0,027194	0,162749	0	0	0	0	1
crise	809	0,338689	0,473557	0	0	0	1	1

Fonte: elaborado pelo autor

A priori, identificou-se que em apenas 33,86% do período em análise (2010 a 2019) houve crise e, portanto, em média, as empresas abarcadas pelo trabalho apresentaram resultados superavitários, razão pela qual identificou-se lucro líquido médio por ação e patrimônio líquido por ação positivos.

As empresas analisadas ficaram caracterizadas como de grande porte, uma vez que a média de tamanho (15,50) está próxima ao seu máximo (20,50), com média de liquidez, beta e volatilidade entre p25 e p75, portanto, demonstrando variações normais, mesmo dentro de ambiente de crise. Especificamente, no tocante à medida de risco (beta), observou-se que as empresas em geral apresentaram, risco baixo, abaixo de 1.

No tocante ao ambiente econômico, observou-se que as variáveis macroeconômicas: PIB, Selic e Dollar, encontram-se na média de todas as empresas avaliadas, demonstraram variações abaixo de 2% e, portanto, de baixo impacto à pesquisa, exceto o PIB.

Observou-se que em todo o período considerado (10 anos), foram identificadas apenas 809 observações, ou seja, apenas 4,82% das circunstâncias foram emitidas ressalvas às empresas cotadas na B3. A pesquisa apurou que 75,52% das empresas foram auditadas por *big four* e que estas emitiram 2,71% das ressalvas, e mais da metade das ressalvas emitidas no período foram emitidas por grandes empresas de auditoria.

Foi aplicado o teste de correlação a 1%, 5% e 10% com a finalidade de identificar se as variáveis, de alguma forma, possuem alguma relação entre si, sejam positivas, negativas ou se independentes (sem correlação).

TABELA 2: TESTE DE CORRELAÇÃO

	Retorno_anor	PI_acao	LI_acao	Tamanh	Dólar	Selic	Pib	Beta	Liq	Volat	Resbig4	Big4
Retorno_anor	1.0000											
PI_acao	0.0478	1.0000										
LI_acao	0.0572	0.7456*	1.0000									
Tamanho	-0.0346	0.1477*	0.2114*	1.0000								
Dólar	-0.0150	0.0399	0.0505	-0.0161	1.0000							
Selic	-0.0218	0.0070	-0.0274	-0.0311	0.4320*	1.0000						
Pib	-0.0965***	0.0256	0.0918*	-0.0229	-0.1140*	-0.1860*	1.0000					
Beta	-0.0420	-0.1025*	-0.1285*	0.2215*	-0.0228	0.0020	-0.0182	1.0000				
Liq	0.0686*	0.2036*	0.1958*	-0.2679*	0.0130	0.0468	0.0306	-0.2822	1.0000			
Volat	-0.0612*	-0.2068*	-0.2721*	-0.3023*	0.0127	0.0577	0.0475	0.3083*	-0.1604*	1.0000		
Resbig4	0.0659*	0.0225	0.0017	-0.0204	0.0043	0.0207	-0.0566	-0.0301	0.0316	0.0227	1.0000	
Big4	-0.0166	0.2680*	0.2848*	0.4490*	-0.0104	-0.0146	-0.0076	0.0248	0.0305	-0.2781*	0.0952*	1.0000

Fonte: elaborado pelo autor

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Da estimação, identificou-se que o PIB se mostrou estatisticamente relevante à 99%, todavia, com correlação negativa e forte e, assim, quanto maior o PIB, menor o retorno anormal esperado ou quanto menor o PIB, maior o retorno anormal esperado. Além desta variável, observou-se que liquidez, volatilidade e ressalvas de *big four* possuem correlação estatística à 90% com o retorno anormal, sendo que liquidez e ressalvas de *big four* com efeito positivo e volatilidade com efeito negativo sobre a variável explicada.

Ficou constatado, ainda, que não houve nenhuma variável com correlação uni variada superior à 70%. As demais variáveis não mostraram níveis de estatística relevantes para que se possa inferir correlação entre elas e, portanto, desprezadas na análise.

4.2 TESTE DE REGRESSÃO

Por fim, na busca pelo efeito das influências das diversas variáveis no retorno anormal, foi realizada regressão, com variáveis contínuas com winsorização a 1% e 99%, evidenciada por meio de painel na Tabela 3.

TABELA 3: REGRESSÃO MÚLTIPLA EM PAINEL

Retorno_anormal	Coefficiente	P-Value
Ressalva	-0,0040509	0,101
Resbig4	0,0075003	0,018
Big4	-0,0016846	0,064
PI_acao	1,88e-07	0,978
LI_acao	0,0002338	0,164
Tamanho	-0,0003526	0,079
Dólar	0,0349168	0,784
Selic	0,0108621	0,917
Pib	0,013136	0,902
Beta	0,0002106	0,842
Liq	0,0003972	0,351
Volat	0,0054168	0,325
Crise	0,0050762	0,519
Prob > F = 0,00000		
R2 ajustado = 0,0578		
VIF = 7,87		
Teste Breusch-Pagan= 0,3156		
Observações= 809		

Fonte: elaborado pelo autor

Quanto ao coeficiente de determinação (R^2), que objetiva identificar e justificar se as variáveis explicativas se ajustam à regressão e, portanto, se de fato explicam a variável explicada. Da estimação, identificou-se um R^2 de 10,56% e, assim, concluiu-se que o modelo possui baixo poder explicativo, pois significa que explica a variância das variáveis em nível baixo. A análise de multicolinearidade (VIF) se tornou irrelevante, uma vez que o teste de R^2 se mostrou baixo.

Aplicou-se, ainda, o teste de heterocedasticidade para aferir o grau de dispersão dos dados da amostra e identificou-se resultado negativo (0.3156).

Da análise da regressão múltipla, foi identificado que apenas as variáveis tamanho, *big four* e ressalvas de *big four* são estatisticamente relevantes ao nível de 5% e 10%, para justificar retorno anormal e, desta forma, demonstram, quando analisadas conjuntamente, o reflexo do mercado acionário. Significa que apenas estas variáveis impactam tomadas de decisões, sendo que o efeito de tamanho e *big four* com influência negativa e ressalvas de *big four* com impacto positivo sobre o retorno de ações, corroborando com o resultado da correlação.

Observou-se, também, que as hipóteses testadas se configuraram parcialmente relevantes na tomada de decisão e, desta forma, *big four* e ressalvas de *big four* são estatisticamente relevantes para determinar retorno anormal. Tal conclusão, refletiu que as diversas variáveis analisadas conjuntamente fazem com que o mercado enxergue ressalvas de auditoria como significativa no processo de tomada de decisão.

Adicionalmente, demonstrou, ainda, que o modelo de Ohlson (1995), que constatou patrimônio líquido e lucro líquido como variáveis explicativas de retorno

anormal, fica em segundo plano quando analisado pelo mercado brasileiro, uma vez que também não se mostrou estatisticamente relevante. O mesmo achado se aplica às outras variáveis de controle utilizadas na pesquisa.

Tal achado desconstrói a literatura e doutrina que afirma que LL e PL influenciariam os retornos dos ativos (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968; Spence, 1973; Ohlson, 1995; Costa et al., 2012), todavia, reforça a literatura nacional e internacional que indicam ressalvas de auditoria como fato relevante na tomada de decisões e, portanto, o mercado acionário reage à elas (Chen et al., 1999; Batista, 2009; Hoti et al., 2012; Al-attar, 2017; Pakdaman, 2018).

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

O objetivo do presente trabalho foi o de aferir o impacto da ressalva de auditoria independente no retorno das ações, ou seja, identificar a reação do mercado acionários brasileiro às ressalvas de auditoria.

Para tanto, os dados financeiros foram coletados na base Economatica e os tipos de relatórios de auditoria por meio de sítio eletrônico da B3 e a estatística foi rodada no sistema STATA. Na pesquisa foram consideradas as seguintes variáveis explicativas: LL, PL, tamanho (ativo), dólar, selic, PIB, beta (risco), liquidez, volatilidade (risco), crise, ressalvas de auditoria, *big four*, e ressalvas de *big four*

Foi identificado que apenas as variáveis tamanho, *big four* e ressalvas de *big four* são estatisticamente relevantes ao nível de 5% e 10%, para justificar retorno anormal e, desta forma, demonstram, quando analisadas conjuntamente, o reflexo do mercado acionário.

Significa que apenas estas variáveis impactam tomadas de decisões, sendo que o efeito de tamanho e *big four* com influência negativa e ressalvas de *big four* com impacto positivo sobre o retorno de ações, corroborando com o resultado da correlação.

Observou-se, também, que as hipóteses testadas se confirmaram parcialmente, uma vez que ressalvas de auditoria, em geral, não afetam o retorno de ações, todavia, quando as auditorias foram realizadas por *big four* ou quando emitida ressalva por *big four* se mostrou estatisticamente relevante.

As outras hipóteses foram rejeitadas, ou seja, de que ressalvas de auditoria, em geral ou realizadas por *big four*, possuiria maior impacto em períodos de crise econômica.

Desta forma, *big four* e ressalvas de *big four* são estatisticamente relevantes para determinar retorno anormal. Tal conclusão, refletiu que as diversas variáveis analisadas conjuntamente fazem com que o mercado enxergue ressalvas de auditoria como significativa no processo de tomada de decisão.

Tal achado desconstrói a literatura e doutrina que afirma que LL e PL influenciariam os retornos dos ativos (Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968; Spence, 1973; Ohlson, 1995; Costa et al., 2012), todavia, reforça a literatura nacional e internacional que indicam ressalvas de auditoria como fato relevante na tomada de decisões e, portanto, o mercado acionário reage à elas (Chen et al., 1999; Batista, 2009; Hoti et al., 2012; Al-attar, 2017; Pakdaman, 2018).

Os resultados trazem à literatura nacional e internacional, evidências empíricas de que as informações contábeis testadas, conjuntamente com outras variáveis explicativas e de controle, se mostram relevantes no processo decisório, trazendo contribuições às empresas em geral que contratam auditoria independente (principalmente *big four*), às próprias empresas de auditoria independente (principalmente *big four*) e aos usuários da informação contábil em geral por destacar novas informações contábeis relevantes.

A pesquisa se limitou a aferir o efeito da ressalva, conjuntamente com as demais variáveis aqui já elencadas, no retorno das ações. Todavia, caberia aferir em futuras pesquisas o efeito dos demais tipos de relatórios de auditoria (sem ressalva, com abstenção de opinião e adverso), bem como a inclusão da variável setor ao

modelo de regressão múltipla, ficando, portanto, como sugestão para próximas pesquisas.

REFERÊNCIAS

- Al-Attar, K. A. (2017). The Impact of Auditing on Stock Prices of Amman Stock Market's Listed Companies. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 7(6), 210–220.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500
- Alzeban, A. (2021). CAE Remuneration and Financial Reporting Quality. *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review*, 24(1), 90–103.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.
- Batista, C. G. (2009) O impacto dos pareceres de auditoria na variação do preço (retorno) das ações preferenciais das empresas listadas na Bovespa. *Dissertação de Mestrado FECAP - Faculdade Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo*. 138
- Batista, T. C., Oliveira, J. F. & Macedo, M. A. S. (2017) Relevância da Informação Contábil para o Mercado Brasileiro de Capitais: Uma Análise Comparativa entre Lucro Líquido, Lucro Abrangente e Fluxo de Caixa Operacional. *RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16, 1, 381-408.
- Beaver, W. H., (1968) The information content of earnings announcements empirical research in accounting. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296–343.
- Brasil. (1976), Lei 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado em: 11 de março de 2018, de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.html.
- Brasil. (2007), Lei 11.638/07, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado em: 04 de abril de 2019, de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.html.
- Brandão, C. V., Ballarini, L. M., Marques, V. A., & Freitag, V. C. (2021). Red Flags de Auditoria e Divulgação das Deficiências Decontroles Internos nas Empresas do IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(48), 22-39.

- Camargo, R. V. W., Camargo, R. de C. C. P., Dutra, M. H., & Alberton, L (2014), Produção Científica em Auditoria: uma Análise dos Estudos Acadêmicos Desenvolvidos no Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 24, 1, 84-111.
- Camargo, R. V. W., Dutra, M. H., Pepinelli, R. de C. C., & Alberton, L. (2011), Parecer dos auditores independentes: uma análise da produção científica nacional desenvolvida entre os anos de 1987 e 2010. *ASAA Journal*, 4, 2, 162–183.
- Campbell, J. Y.; Lo, A.W & Mackinlay, A. C. (1997) *The Econometrics of Financial Markets.*, *Princeton University Press*, 2.
- Carvalho, D., Carvalho, L., Dantas, J., & Medeiros, O. (2019). Reação do mercado à opinião modificada da auditoria: valor de mercado e percepção de risco. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 97-115.
- CFC. (2016a) Norma Brasileira de Contabilidade TA 700. Recuperado em: 05 de janeiro de 2021, de <https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>.
- CFC. (2016b) Norma Brasileira de Contabilidade TA 705. Recuperado em: 05 de janeiro de 2021, de: <https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>.
- CFC. (1983) Resolução CFC nº 560/1983. Recuperado em 05 de janeiro de 2021, de: https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=1983/000560&arquivo=RES_560.DOC.
- Chen, C. J., Su, X. & Zhao, R. (1999), Market Reaction to Initial Qualified Audit Opinions in an Emerging Market: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *International Accounting Research Conference*.
- Costa, A. R. R., & Alves, A. T. (2017). Auditoria na literatura internacional: conclusões para a base Scopus, de 2002 a 2015. *Revista Mineira de Contabilidade*, 18(1), 38-51.
- Costa, F. M., Reis, D. J. S. D., & Teixeira, A. M. C. (2012). Implicações de crises econômicas na relevância da informação contábil das empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 6(2), 141-153.
- CPC. (2011). Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00 – R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Recuperado em: 03 de fevereiro de 2018, de: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>.
- Cupertino, C. M., & Lustosa, P. R. B. (2009). O Modelo Ohlson de Avaliação de Empresas:Tutorial para Utilização. *Contabilidade Vista & Revista*, 17(1), 47-68.
- Fama, EF, & French, KR (2015). Um modelo de precificação de ativos de cinco fatores. *Journal of Financial Economics*, 116 (1), 1-22.

- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fernandez, P. (2001), Company Valuation Methods: the most common errors in valuations. *Social Science Research Network*. Recuperado em 05 de janeiro de 2021, de www.papers.ssrn.com.
- Gonçalves, J., Batista, B., Macedo, M., & Marques, J. (2014). Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 25-43.
- Guerra, L., & Ornellas, R. S. (2014). Modelo de previsão de lucros de companhias listadas na BMF&Bovespa baseado em análise de balanços, indicadores macroeconômicos e monitoramento de notícias. *Revista de Finanças Aplicadas*, 3(1), 1-36.
- Hartmann, C. F., & Martinez, A. L. (2020). Tax Aggressiveness and Big4 Audit Firms. *Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 10(3), 37-46.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (1999), *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Hoti, A. H., Ismajli, H., Ahmeti, S. & Dermaku, A., (2012). Effects of Audit Opinion on Stock Prices: The case of Croatia and Slovenia, *EuroEconomica, Danubius University of Galati*, 2(31), 75-87.
- Kipkosgei, T. C. (2010), the effect of modified audit opinions on share prices for companies quoted at the Nairobi stock exchange. *Dissertação de mestrado University of Nairobi*. Nairobi.
- Leone, R. J. G., & Leone, N. M. C. P. G. (2011). Pequenas e médias empresas: contribuições para a discussão sobre por que e como medir o seu tamanho. *RAUnP - Revista Eletrônica do Mestrado Profissional em Administração da Universidade Potiguar*, 4(1), 67-83.
- Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Análise da relevância da informação contábil no Brasil num contexto de convergência às normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 65-85.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Martinez, A. L. (2001). "Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. *Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo*, São Paulo.

- Martins, E. (2000) Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica. *Caderno de estudos FIPECAFI*, 13, 24, .28-37.
- Miralles-Quirós, M. D. M.; Miralles-Quirós, J. L.; Gonçalves, L. M. (2017) Revisiting the Size Effect in the Bovespa. *Revista de Administração de Empresas*, 57, 4, 317-329.
- Moreira, K. D. S., Penedo, A. S. T., Pereira, V. S., & Ambrozini, M. A. (2021). Crises e Precificação de Ativos no Mercado de Capitais Brasileiro: Os Cinco Fatores de Fama & French. *Revista Gestão Organizacional*, 14(2), 95-115.
- Mota, M. O., Sobreira, M. C., Vale, M. S., & Nogueira, L. C. C. (2017). Relações de Influência de Indicadores Macroeconômicos na Propensão ao Risco de Empreender. *Revista de Gestão*, 24(2), 159-169.
- Moura, A. A. F., & Coelho, A. C. (2016). Impacto de Mudanças em Padrões Contábeis em Indicadores de Endividamento de Firms: Evidências no Brasil. *Brazilian Business Review*, 13(5), 27-51.
- Muslih, M., & Amin, M.N. (2018). The influence of audit opinion to the company stock price. *Proceeding International Seminar on Accounting for Society*. 1, 1.
- Necula, C. (2014). The influence of modified audit opinion on the stock market and cost of debt: U.S. evidence. *Dissertação de Mestrado, Amsterdam Business Scholl*. Amsterdam, Holanda.
- Oliveira, J. C. T., & Frascaroli, B. F. (2014) Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4, 1, 30-51.
- Ohlson, J. A. Earnings, book values and dividends in equity valuation (1995). *Contemporary Accounting Research*, 11, 2, 661-687.
- Pakdaman, H. (2018). Auditor's Opinion and Market Reaction of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). *Revista Publicando*, 5, 14, 101–118.
- Paredes, B., & Oliveira, M. (2017). O impacto dos fatores macroeconômicos e de risco sobre a mensuração do valor das empresas. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 43-64.
- Parreira, M. T. S., Nascimento, E. M., Puppim, L., & Murcia, F. D. (2021). Rodízio de Auditoria Independente e Gerenciamento de Resultados: Uma Investigação entre Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Enfoque Reflexão Contábil*, 40(1), 67-86.
- Porte, M., Saur-Amaral, I., & Pinho, C. (2018). Pesquisa em auditoria: principais temas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(76), 41-59.
- Rezende, A. J. (2005), A relevância da informação contábil no processo de avaliação de empresas da nova e velha economia: uma análise dos investimentos em ativos

intangíveis e seus efeitos sobre value-relevance do lucro e patrimônio líquido. *Brazilian Business Review*, v. 2, n. 1, p. 33-52.

- Ribeiro, H. C. M.(2015). Análise das pesquisas sobre auditoria publicadas em periódicos brasileiros. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(1), 88-112.
- Santana, A. G., Teixeira, S. A., Cunha, P. R., & Bezerra, F. A. (2014). Auditoria independente e a qualidade da informação na divulgação das demonstrações contábeis: estudo comparativo entre empresas brasileiras auditadas pelas big four e não big four. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(3), 70-87.
- Sena, T. R., Dias Filho, J. M., & Moreira, N. B. (2020). Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais no Novo Mercado do Brasil: Uma Análise da Influência de Auditorias Big Four e não Big Four. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 10(2), 4-21.
- Silva Júnior, C., & Machado, M. (2020). A Comunalidade na Liquidez é um Fator de Risco Precificável? *Revista de Administração Mackenzie*, 21(2), 1-28.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425.
- Spence, M. (1973). "Job Market Signaling." *The Quarterly Journal of Economics*, 87, 3, 355–374.
- Suleiman Almarayeh, T., Aibar-Guzmán, B., & Abdullatif, M. (2020). Does audit quality influence earnings management in emerging markets? Evidence from Jordan. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 23(1), 64–74.
- Tahinakis, P., Mylonakis, J., & Daskalopoulou, E. (2010). An Appraisal of the Impact of Audit Qualifications on Firms' Stock Exchange Price Fluctuations. *Journal Name Enterprise Risk Management*, 1(1), 86-99
- Yokoyama, Karen Yukari, & Gomes Baioco, Vitor, & Brasil Rodrigues Sobrinho, William, & Sarlo Neto, Alfredo (2015). A Influência do Tamanho da Empresa na Informação Contábil: Evidências em Empresas Large Caps e Small Caps Listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(3),313-330.
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.