



Influência da Opinião do Auditor no Retorno das Ações das Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Influence of Auditor's Opinion on Return of Shares of Brazilian Companies Publicly Traded

Beatriz Facchini de Souza¹ e Paula Carolina Ciampaglia Nardi²

RESUMO

No que diz respeito à redução da assimetria informacional em decisões de investimentos, os investidores podem diminuir incertezas na avaliação de uma empresa, ao analisar o relatório de auditoria independente, uma vez que ele é capaz de atestar a fidelidade às normas contábeis das informações divulgadas pelas empresas. Nesse contexto, o objetivo deste estudo foi analisar a relação entre a opinião divulgada no relatório do auditor independente e o retorno das ações das empresas brasileiras de capital aberto. Foi considerado o período de 2010 a 2014, mediante análise de correlação, teste de Mann Whitney e regressão com dados dispostos em painel. Estatisticamente, os resultados não foram conclusivos quanto ao impacto do tipo de opinião da auditoria no retorno das ações. Houve indícios de que há reação negativa do mercado frente aos relatórios com ênfase e reação positiva na presença de relatórios limpos e com ressalva, o que pode significar que a publicação de um relatório com ressalva pode gerar maior ganho para a empresa do que o prejuízo dessa publicação. A pesquisa aponta para a necessidades de revisão e reflexão, tanto pelas empresas de auditoria quanto pelos órgãos reguladores, quanto à representatividade da atuação do auditor no mercado de capitais.

Palavras-chave: Relatório limpo; Relatório modificado; Retorno das ações.

ABSTRACT

In considering the reduction of informational asymmetry on investment decisions, investors can reduce uncertainties on the valuation of a company when analyzing the audit report, since it is able to attest to fidelity to the accounting standards of the information disclosed by companies. In this context, the aim of this study was to analyze the relationship between the opinion disclosed in the independent auditor's report and returns on shares in Brazilian listed companies. The period from 2010 to 2014 was considered, through a correlation analysis, a

¹ Universidade de São Paulo (FEARP-USP), São Paulo, Brasil.

E-mail: bbfacchini@gmail.com  <http://orcid.org/0000-0002-1637-1450>

² Universidade de São Paulo (FEARP-USP), São Paulo, Brasil.

E-mail: paulanardi@fearp.usp.br  <http://orcid.org/0000-0001-7897-3070>

Mann Whitney test and panel data regression. Statistically, the results were not conclusive as to the impact of the type of audit opinion on share returns. There have been indications of a negative market reaction to reports with cautionary remarks and a positive one in the presence of unmodified and modified reports, which could mean that publishing a qualified assessment report may generate greater gains for the company than the losses related to such a publication. Thus, this research points to the need to review and reflect, both through the audit firms and regulatory agencies on the representativeness of the auditor's performance on the financial market.

Keywords: *Unmodified report; Modified report; Share returns.*

1 INTRODUÇÃO

Em um mercado de capitais eficiente, o investidor racional procura alternativas que proporcionem o máximo retorno com o mínimo risco (Robu & Robu, 2015), com vistas a reduzir incertezas presentes na realidade econômica e financeira de seus futuros investimentos. Uma das formas de se atingir esse objetivo é por meio do uso de informações contábeis financeiras, disponibilizadas pelas empresas ao mercado de capitais.

Nesse contexto, segundo a Teoria de Agência, a assimetria informacional entre gestores e investidores pode gerar desconfiança nos usuários quanto ao conteúdo das demonstrações contábeis (Jensen & Meckling, 1976; Lestari & Nuryatno, 2018). Isso ocorre, porque os principais não possuem acesso aos dados internos da companhia, faltando-lhes comprovação acerca da informação que lhes é disponibilizada. Logo, uma contabilidade transparente desempenha importante papel na manutenção do mercado financeiro, pela capacidade de reduzir a incerteza e de conduzir o investidor às melhores decisões (Ball, Tyler, & Wells, 2015; Damascena, Firmino, & Paulo, 2011). Percebe-se, então, que a confiabilidade nas informações financeiras se configura como condição relevante para o funcionamento do mercado de capitais (Dantas, Barreto, & Carvalho, 2017; Dantas & Medeiros, 2015; Healy & Palepu, 2001).

Diante disso, a atividade exercida pelo auditor independente pode ser um apoio ao desenvolvimento dos mercados de capitais, em função da sua capacidade de redução da assimetria informacional (Damascena *et al.*, 2011; Dantas *et al.*, 2017; Rena, Genc, & Okzul, 2016), via emissão de opinião quanto à veracidade e à credibilidade das informações divulgadas (Bortolon, Sarlo Neto, & Santos, 2013; Chu & Hsu, 2017; Francis, Hunter, Robinson, Robinson, & Yuran, 2017; Jiraporn, Chintrakarn, Tong, & Treepongkaruna, 2018). A opinião de um auditor tecnicamente qualificado pode inspirar maior confiança nos investidores (Santos & Grateron, 2013).

A esse respeito, Choi e Jeter (1992) comentam que a atribuição de opinião de um auditor independente sobre demonstrações financeiras é uma das responsabilidades mais importantes da profissão contábil. Segundo Ittonen (2012), o relatório de auditoria pode conter informações que afetam a magnitude ou os riscos dos fluxos de caixa futuro, logo, seu conteúdo pode ter grande utilidade para os investidores. Além disso, o relatório de auditoria embasa-se em informações referentes à viabilidade e à continuidade da empresa, pois reflete o acesso do

auditor às informações internas e exclusivas, considerando-se os planos de gerenciamento do cliente.

Assim, o relatório de auditoria é capaz de assegurar que as DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas), às quais ele se refere, estejam menos sujeitas a distorções contábeis do que aquelas que não foram auditadas (Damascena *et al.*, 2011). Tal qualidade informacional, quando percebida pelo mercado, pode culminar em maior retorno para as empresas e em menor prêmio pelo risco exigido pelos investidores (Boone, Khurana, & Raman, 2010). Dessa maneira, o relatório de auditoria pode ser utilizado nas tomadas de decisões de investimentos e financiamentos (Dantas *et al.*, 2017; Healy & Palepu, 2001; Ittonen, 2012; Tahinakis, Mylonakis, & Daskalopoulos, 2010). Porém, se não trazer conteúdo compreensível e considerado informativo para o mercado, a necessidade do processo de auditoria passa a ser questionada (Morandi, Salehi, Rigi & Moeinizade, 2011).

Portanto, considerando-se que as DFPs auditadas servem como base para decisões (Almeida, 2004) e que o investidor espera que seus recursos estejam investidos de modo a gerar o maior retorno (Bortolon *et al.*, 2013), torna-se necessário que o acionista acompanhe as oscilações de preço das ações e que compreenda suas causas, como, por exemplo, identificar o efeito do relatório de auditoria no retorno das ações.

Todavia, a literatura sobre o impacto da opinião do auditor no retorno das ações apresenta resultados adversos e opostos (Arruda, Sousa, Pena, Paulo, & Paulo, 2012, Dood, Dopuch, Holthausen, Leftwich, & Khotari, 1984, Dopuch, Holthausen, & Leftwich, 1986, Ittonen, 2012, Morandi *et al.*, 2011; Silva, Lourenço, & Sancovschi, 2017), o que gera dúvidas quanto ao fato de o relatório de auditoria afetar o mercado de capitais e ser uma peça importante para decisões de investimentos.

No mercado de ações da Jordânia, por exemplo, Al-Thuneibat, Khamees e Al-Fayoumi (2008) identificaram que o relatório da auditoria não impacta, clara e significativamente, o preço das ações. Esse resultado é corroborado pelo estudo de Nunes (2009), que verificou que a percepção quanto ao risco e ao desempenho da empresa não é alterada em razão do relatório com ressalvas. Essa conclusão conflui com a obtida no mercado de Xangai, por Czernkowski, Green e Wang (2010), e, também, no de Atenas, por Tahinakis *et al.* (2010), cujos estudos sugerem que essa decorrência pode ser fruto da falta de entendimento acerca do conteúdo e da relevância dos relatórios pelos investidores.

Por outro lado, Gómez-Guillmón (2003) constatou que os relatórios de auditoria trazem utilidade para a tomada de decisão de investimentos e financiamentos. Robu e Robu (2015), também, observaram uma influência da opinião do auditor e de sua afiliação a uma das *Big Four* no retorno das ações, verificação obtida nos estudos de Lee e Lee (2010) e de Arruda *et al.* (2012). Calil, Nunes, Santana e Cunha (2017) notaram que os relatórios com abstenção de opinião interferem nas decisões dos usuários.

Assim, o que se percebe é a existência de dois resultados: um que considera que os relatórios modificados impactam negativamente o mercado de ações (Choi & Jeter, 1992), e o outro que afirma que essa relação pode ser positiva (Lin, Jiang, & Xu, 2011, Robu & Robu, 2015). Essa última tese não recai sobre o fato de um relatório modificado impactar, direta e positivamente, o mercado de capitais, mas, sim, pelo fato de que um relatório é modificado, porque há alguma inconsistência na aplicação das IFRS – *International Financial Reporting*

Standards, que pode ser mantida com a perspectiva de se obter benefícios superiores ao prejuízo que poderia ser gerado, ao apresentar um relatório modificado.

Além das diferentes linhas de pensamento e dos resultados não conclusivos acerca do impacto do tipo de relatório de auditoria no mercado de capitais, as pesquisas prévias, no Brasil (Nunes, 2009, Arruda *et al.*, 2012), analisaram apenas um ponto no tempo. Esse cenário limita a utilização de métodos mais robustos para análise e inferências, como dados em painel.

Outro ponto observado, nos estudos anteriores, é a consideração apenas dos relatórios modificados e não modificados (Arruda *et al.*, 2012, Banimahd, Poorzamani, & Ahmadi, 2013, Dood *et al.*, 1984, Dopuch *et al.*, 1986, Ittonen, 2012, Morandi *et al.*, 2011). Contudo, Morandi *et al.* (2011) sugeriram que as análises fossem por tipos de opinião do relatório. Nesse contexto, Robu e Robu (2015) observaram o relatório modificado, o não modificado e o não modificado com ênfase, para as empresas de Bucareste, mas não analisaram isoladamente o efeito da ênfase. No Brasil, essa abertura detalhada por tipo de relatório ainda não foi utilizada.

Dada a importância que a auditoria e o seu relatório têm como balizadores da informação contábil aos usuários, dos resultados não conclusivos de pesquisas prévias e da escassez de detalhamento quanto à severidade das opiniões dos relatórios, visando à mensuração da sensibilidade desses preços à opinião do auditor, emerge a seguinte pergunta de pesquisa: qual a relação entre a opinião do relatório de auditoria e o retorno das ações das empresas brasileiras de capital aberto?

Este estudo pretende ampliar a discussão de um assunto que vem apresentando resultados divergentes, procurando maiores esclarecimentos sobre a relação proposta. Para isso, verificou-se que a utilização de um período maior para análise poderia permitir a aplicação de um método de análise mais robusto, como os dados dispostos em painel. Além disso, essa pesquisa procurou ampliar os testes, considerando mais tipos de opiniões dos auditores, como o relatório limpo, com e sem ênfase, e o relatório modificado, com a expectativa de auxiliar na obtenção de maiores esclarecimentos para essa linha de estudo.

A importância desta pesquisa repousa sobre a demanda por informações relevantes no processo de tomada de decisão de investimentos. A identificação da relação existente entre o tipo de relatório de auditoria e o impacto no retorno das ações contribui com os investidores no sentido de se identificar causas e de se acompanhar oscilações nos preços das ações, o que reduz incertezas em um momento de decisão de investimentos. Também, permite às empresas compreenderem o efeito da emissão de seus relatórios para o mercado de capitais e, às empresas de auditoria, possibilita reflexão quanto à importância percebida pelo mercado de capitais a respeito de sua atuação.

Identificada a relação entre os tipos de relatórios e o retorno das ações, o estudo permitirá que os agentes dos mercados financeiros aumentem a precisão de suas estimativas quanto ao preço das ações (Biondi & Giannoccolo, 2015; Kothari, 2001), pois indicará que a asseguuração acerca da *performance* da firma, por meio de relatórios financeiros, pode tornar mais exatos os cálculos dos fluxos de caixa futuros e, conseqüentemente, pode melhorar a avaliação da firma (Bushman & Smith, 2001; Kothari, 2001).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Informação contábil

Para observar a importância da informação contábil, parte-se da reflexão do conjunto de contratos que regem uma organização, os quais são incompletos, uma vez que muitas contingências não são por eles previstas (Alchian & Demsetz, 1972). Atrelada a isso, tem-se a relação de agência (Jensen & Meckling, 1976), sob a qual, dada a disparidade de acesso às informações entre acionistas e gestores, há razões para se considerar que nem sempre um agente agirá estritamente em prol do principal (Boucková, 2015). Além disso, a possibilidade de que uma das partes detenha conteúdo informacional superior ao da outra, durante ou previamente ao estabelecimento da relação contratual, pode intensificar essa atribuição (Armstrong, Guay, & Weber, 2010).

Nesse contexto, emerge a demanda pela informação contábil, especialmente por parte dos investidores, que precisam dessas informações para sua tomada de decisão (Lestari & Nuryatno, 2018). Essa demanda está alicerçada no fato de que a gestão da entidade possui acesso ao material informacional completo referente às expectativas de rentabilidade da organização, mas não os acionistas. Essa adversidade potencializa-se, caso os gestores não tenham empecilhos para, de maneira oportunista, divulgarem dados que não reflitam a realidade financeira da firma, sendo que os agentes financiadores podem subestimá-las ou superestimá-las, alocando recursos de modo a causar falhas de mercado (Beyer, Cohen, Lys, & Walther, 2010).

Assim, a informação contábil pode ser uma ferramenta capaz de reduzir os efeitos da assimetria informacional (Bushman & Smith, 2001), inclusive via veiculação de relatórios contábeis fidedignos, capazes de reduzir a alteridade de conteúdo informacional e de mediar o conflito de agência (Chung, Judge, & Li, 2015). Por sua vez, a transparência dos dados divulgados desempenha função importante na elaboração de contratos explícitos, já que esses podem ser baseados em números reportados, e nos implícitos, em vista do papel da sintonia informacional para a construção de relações de trabalho e de boa reputação da empresa (Armstrong *et al.*, 2010).

Logo, a contabilidade toma a forma de banco de dados, os quais podem se transformar em conteúdo essencial para o processo decisório. Ao mesmo tempo, a maior qualidade na divulgação gera mais confiabilidade nos acionistas quanto aos relatórios da empresa, ocasionando maior retorno para elas, já que um menor prêmio pelo risco será cobrado pelos investidores (Beyer *et al.*, 2010; Boone *et al.*, 2010), uma vez que esses procuram minimizar a incerteza com relação à organização em que pretendem investir (Alhazaimeh, Palaniappan, & Almsafir, 2014; Oluwagbemiga, 2014; Robu & Robu, 2015).

Dessa maneira, a divulgação de informações de qualidade forma um elo entre empresas e usuários, fornecendo credibilidade e subsidiando decisões (Bhasin, 2012; Freitas, Cabral, Fonteles, Pessoa, & Santos, 2012), além de reduzir as assimetrias informacionais entre os participantes do mercado, viabilizando-o (La Porta, Lopez-De-Sinales, Shleifer, & Vishny, 1998).

2.2 A opinião do auditor independente e o mercado de capitais

A manutenção do mercado de ações, como alternativa ao financiamento das empresas, é viabilizada pela asseguuração da confiabilidade das informações financeiras para os investidores (Alzoubi, 2017; Dantas & Medeiros, 2015; Healy & Palepu, 2001; Huguet &

Gandía, 2016), função que cabe aos auditores independentes (Bortolon *et al.*, 2013; Quick & Schmidt, 2018). De fato, a expectativa de que os relatórios de auditoria sejam uma forma de proteger os interesses dos investidores foi prerrogativa básica para a estruturação da Sarbanes-Oxley (Johnson, Reichelt, & Soileau, 2018).

Ao emitir opinião quanto à veracidade do relatório contábil, a auditoria auxilia a formação de uma reputação de confiabilidade à firma auditada (Dantas & Medeiros, 2015; Newman, Patterson, & Smith, 2005), o que reduz o risco de seleção adversa pelos acionistas (Firmino, Damascena, & Paulo, 2010), já que relaciona as DFPs ao *framework* contábil vigente (Robu & Robu, 2015).

Portanto, sendo a finalidade do mercado financeiro a de designar a posse do capital acionário disponível em uma economia, o cenário ideal para que os investidores possam tomar suas decisões quanto à alocação de seus recursos é aquele em que podem assumir que os preços das ações refletem a informação disponível acerca da empresa que as emitiu. Quando, de fato, ocorre essa situação, um mercado é considerado eficiente (Fama, 1970).

Sob essa perspectiva, uma vez que a confiabilidade das informações financeiras se configura como condição primordial para o funcionamento dos mercados de capitais (Dantas & Medeiros, 2015; Healy & Palepu, 2001), a atividade da auditoria serve como apoio para o desenvolvimento desses mercados (Santos & Grateron, 2013), sendo seu relatório um meio de comunicação entre o auditor e os usuários (Al-Thuneibat *et al.* 2008), isso porque a auditoria de qualidade forneceria um nível de garantia maior de que o auditor obteve provas suficientes e adequadas de que as DFPs representam, fielmente, a posição financeira e patrimonial subjacente da empresa (Gaynor, Kelton, Mercer, & Yohn, 2016). Como exemplo da importância da atuação da auditoria no mercado de capitais, tem-se o caso da Petrobras, que, incluindo sua empresa de auditoria, a PwC, passou por processos coletivos movidos por investidores estrangeiros que se sentiram enganados com as falsas declarações divulgadas, as quais acabaram por induzir suas decisões de investimento (Kassem & Higson, 2016).

Empiricamente, o relatório de auditoria terá valor informacional relevante se for verificada uma associação com o preço das ações e se essa relação ocasionar mais exatidão na previsão de valores de mercado (Banimahd *et al.* 2013; Barth, 2006).

No entanto, as pesquisas acadêmicas realizadas, que procuram identificar o impacto dos relatórios de auditoria no valor das ações das empresas, apresentaram resultados pouco conclusivos e consistentes. Por exemplo, Gómez-Guillmón (2003) constatou que os relatórios de auditoria trazem utilidade para a tomada de decisão referente aos investimentos e financiamentos quando questionados os próprios usuários. Resultado semelhante foi obtido por Robu e Robu (2015), Ianniello e Galloppo (2015). Entretanto, Al-Thuneibat *et al.* (2008), Nunes (2009), Czernkowski *et al.* (2010), Tahinakis *et al.* (2010), Arruda *et al.* (2012) e Banimahd *et al.* (2013) não observaram reações do mercado com a divulgação dos relatórios.

Um resumo das pesquisas nacionais e internacionais sobre a relação entre a opinião do auditor e o retorno das ações pode ser observado na Figura 1.

Percebe-se que há pesquisas com resultados contraditórios na proposição da relação entre a opinião do auditor e o impacto no retorno das ações, bem como aquelas que se corroboram entre si. Inclusive, houve ocorrência de resultados distintos entre países de origem legal inglesa, francesa e germânica, seguindo a classificação proposta por La Porta, Lopez-de-Sinales, Shleifer e Vishny (1997) e La Porta, Lopez-de-Sinales e Shleifer (1999).

Autores	Objetivos	Períodos	Países	Métodos	Resultados
Dood <i>et al.</i> (1984)	Verificar se a opinião do auditor impacta o preço das ações.	1976 a 1980	Estados Unidos da América	Diferença de média	Há relação negativa com o retorno das ações, dependendo do tipo de opinião.
Gómez-Guillmón (2003)	Examinar se os relatórios de auditoria são informação útil quanto ao risco na concessão de recursos.	2000	Espanha	Questionário a analistas e instituições de crédito	O relatório de auditoria é útil à tomada de decisão de investimentos e financiamentos.
Al-Thuneibat <i>et al.</i> (2008)	Investigar o efeito do relatório de auditoria modificado nos preços e retornos de ações.	2000 a 2005	Jordânia	Teste t de diferença de média	Não há impacto claro do relatório modificado no retorno das ações.
Nunes (2009)	Verificar se o relatório com ressalvas interfere em decisões de investimento e financiamento.	2009	Brasil	Questionário; teste t de Student e teste Qui-Quadrado	O relatório com ressalva não alterou a percepção de risco e de desempenho.
Lee e Lee (2010)	Examinar a relação entre a qualidade de auditoria e o valor de medidas contábeis.	1996 a 2009	Taiwan	Regressão múltipla	A qualidade de auditoria afeta a relevância dos rendimentos e valor das ações.
Czernkowski <i>et al.</i> (2010)	Determinar se a opinião do auditor importa para os investidores.	1999 a 2003	China	Regressão em <i>pooled</i>	Não há impacto significativo do relatório modificado no retorno das ações.
Tahinakis <i>et al.</i> (2010)	Examinar se os relatórios de auditoria são relevantes e úteis para os investidores.	2005 a 2007	Grécia	Diferença de média	O relatório de auditoria possui valor informacional limitado e não influencia as decisões dos investidores.
Morandi <i>et al.</i> (2011)	Examinar a relação entre o relatório de auditoria e o preço e retorno das ações.	2005 a 2009	Irã	Diferença de média	O relatório com ressalva não tem impacto significativo no preço e retorno das ações.
Arruda <i>et al.</i> (2012)	Identificar a relação entre os retornos das ações e o tipo de relatório de auditoria.	2010	Brasil	Diferença de média e Regressão simples	A presença de ressalvas e a auditoria por Big 4 não influenciam o preço da ação.
Banimahd <i>et al.</i> (2013)	Investigar a relevância do relatório de auditoria.	2001 a 2010	Irã	Regressão múltipla	O tipo de relatório de auditoria não impacta o preço da ação.
Robu e Robu (2015)	Analisar a influência do relatório de auditoria na decisão de compra e venda de ações.	2012	Romênia	Regressão com análise de covariância	A opinião do auditor tem influência no retorno das ações.
Ianniello e Galloppo (2015)	Examinar a reação dos investidores a opiniões de auditores quanto a continuidade ou risco financeiro.	2007 a 2010	Itália	Estudo de evento	A opinião modificada exerce impacto negativo no retorno da ação. Os relatórios sem ressalva e com ênfase têm efeito positivo.
Rena <i>et al.</i> (2016)	Analisar em que medida as relações institucionais dos bancos são afetadas pela opinião dos auditores.	2006 a 2014	Turquia	Regressão com dados em painel	A opinião do auditor reforça a orientação da decisão do investidor.
Calil <i>et al.</i> (2017)	Analisar se relatório com abstenção de opinião interfere nas decisões dos usuários.	2012	Brasil	Diferença de Média	O relatório com abstenção de opinião afeta as decisões dos usuários.
Silva <i>et al.</i> (2017)	Analisar a reação do mercado diante de relatórios com ênfase de continuidade.	2011, 2013 e 2015	Brasil	Diferença de Média	Não foi possível explicar ou prever a reação do mercado.
Dantas <i>et al.</i> (2017)	Avaliar se a emissão de relatório de auditoria com opinião modificada impacta a sequência do contrato entre auditor e cliente.	2009 a 2015	Brasil	Regressão com dados em painel por efeitos fixos	Há relação positiva entre a opinião modificada e a troca do auditor no período seguinte.
Shahzad, Pouw, Rubbaniy e El-Temtamy (2017)	Examinar se os investidores perceberam diminuição na qualidade da auditoria independente durante a crise financeira mundial.	2003 a 2009	Estados Unidos da América	Regressão múltipla	Há forte evidência de que a qualidade da auditoria melhorou durante a crise, segundo a visão dos investidores.

Figura 1. Resumo das pesquisas nacionais e internacionais

Também, é possível apreender que a maioria dos trabalhos utiliza mais que um ponto no tempo para a análise dessa relação, o que é importante para aumentar a sensibilidade da análise quanto aos fatores que podem impactar o retorno das ações, além do tipo de opinião presente no relatório de auditoria. No entanto, os estudos realizados no Brasil embasaram-se em apenas um período, suscitando dúvidas sobre a possibilidade de os resultados serem diferentes ao se considerar uma janela temporal maior.

Ademais, o resumo feito na Figura 1 instiga a realização de testes acerca da relação proposta com distintos métodos estatísticos, como os dados dispostos em painel, buscando maior robustez nas análises.

A partir dessas circunstâncias é que surgiu a motivação para se analisar a relação entre a opinião dos relatórios de auditoria e o retorno das ações no mercado brasileiro, com alteração de técnicas estatísticas, o aumento da análise temporal, a ampliação do modelo estatístico e a consideração de variáveis para três tipos de relatório: modificado, não modificado com e sem ênfase, assim como a ênfase isoladamente.

3 METODOLOGIA

O estudo foi desenvolvido por meio de uma pesquisa empírica, que buscou analisar a relação entre os tipos de relatórios de auditoria e o retorno das ações de 214 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, entre os anos de 2010 e 2014. A pesquisa tem como ponto de partida o ano de 2010, pois, anteriormente a isso, as normas vigentes de contabilidade não estavam baseadas nas IFRS, o que poderia causar viés, em função da percepção dos investidores. Ressalte-se que o intervalo determinado considera 5 anos de observação dos dados, em contraposição a períodos únicos observados pelas pesquisas nacionais anteriores.

Os dados contábeis foram obtidos da base Economatica[®], e os relatórios dos auditores independentes foram adquiridos do sítio eletrônico da BM&FBOVESPA, atual B3.

Inicialmente, foi avaliada a normalidade dos dados, utilizando-se o teste Kolmogorov-Smirnov. Em seguida, foi aplicada a correlação de Spearman e de ponto biserial, com a finalidade de se identificar a intensidade com que variáveis se alteram conjuntamente. Na sequência, foi aplicado o teste U de Mann-Whitney, para a análise da diferença de médias, utilizando-se o ordenamento do retorno das ações em função da organização crescente das variáveis contínuas, separando-se o primeiro e o quarto quartil para a análise das médias dos retornos. No caso de variáveis binárias, o valor dos retornos foi ordenado conforme valores um e zero representativos de suas *dummies*.

Por fim, foi aplicada a regressão múltipla com dados dispostos em painel, método que confere melhor controle sobre características não observadas, porque comporta maior número de variáveis explanatórias e, assim, garante a construção de um modelo que trará maior qualidade à explicação da oscilação da variável dependente (Wooldridge, 2012).

As análises estatísticas foram efetuadas no *software* STATA[®], e o modelo utilizado para a análise, cujas variáveis de controle foram definidas com base na literatura prévia, foi:

$$\text{retorno} = \alpha_0 + \beta_1 x \text{Relat} + \beta_2 x \text{BigF}_{it} + \beta_3 x \text{Risco}_{it} + \beta_4 x \text{Roa}_{it} + \beta_5 x \text{Tam}_{it} + \beta_6 x \text{Mg}_{it} \\ + \beta_7 x \text{Liqseca}_{it} + \beta_8 x \text{Cresc}_{it} + \beta_9 x \text{Liq}_{it} + \beta_{10} x \text{Gc}_{it} + \varepsilon_{it}$$

em que:

Retorno = o retorno de 30 dias antes da divulgação do relatório e de 5 dias após, mediante metodologia de Brooks (2002): $\ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$, sendo P o preço da ação. Esse intervalo de dias foi definido com o objetivo de reduzir a probabilidade de se ter outros eventos que impactam o retorno das ações, o que poderia causar maiores ruídos nos resultados (Ianniello & Galoppo, 2015; Czernkowski *et al.*, 2010);

Relat = variável representativa do tipo de relatório de auditoria: Rellimpoenfase = 1, se o relatório é limpo ou com ênfase, e 0, caso contrário; Rellimpo = 1, se o relatório é apenas limpo, e 0, caso contrário; Relenfase = 1, se o relatório é apenas com ênfase, e 0, caso contrário; Ressalva = 1, se o relatório é com ressalva, e 0, caso contrário;

BigF= *dummy* que assume valor 1, se a empresa foi auditada por *Big Four*, e 0, caso contrário. É esperada uma relação positiva com o retorno das ações, pois se espera que as empresas tenham sido auditadas por empresas com maior *expertise* (Pornupatham, 2015; Robu & Robu, 2015; Banimahd *et al.*, 2013; Arruda *et al.*, 2012);

Risco = variável representativa de dependência financeira, sendo a relação entre passivo total e ativo total. Reflete a presença de capital de terceiros, de longo prazo, na estrutura de capital da firma, esperando-se uma relação negativa com o retorno (Pornupatham, 2015; Batista, Pereira, Silva & Imoniana, 2010);

ROA = representativa de desempenho, sendo a relação entre o lucro operacional e a diferença entre ativo total e lucro líquido. Espera-se que o maior desempenho impacte positivamente no retorno das ações (Robu & Robu, 2015; Ianniello & Galoppo, 2012);

Tam = logaritmo do ativo total. É esperado que empresas maiores apresentem maiores retorno das ações (Pornupatham, 2015; Czernkowski *et al.*, 2010);

Mg = margem líquida, calculada pela relação entre lucro líquido e receitas de vendas. O resultado esperado com o retorno é positivo (Robu & Robu, 2015);

Liqseca = liquidez seca, calculada pela relação entre a diferença de ativo circulante e itens não caixa com o passivo circulante. Espera-se uma relação positiva com o retorno das ações (Batista *et al.*, 2010);

Cresc = variação da receita de vendas. Espera-se que empresas com maior crescimento das receitas tenham maiores retornos (Gomariz & Ballesta, 2014);

Liq = liquidez em bolsa, sendo: $100 \times \left(\frac{p}{P}\right) \times \sqrt{\frac{n}{N}} \times \frac{v}{V}$, em que: p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n= número de negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido. É esperada uma relação positiva com o retorno, porque, quanto maior é a liquidez, menor será o risco para o investidor;

GC = *dummy* que assume valor 1, se a empresa está listada nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, e valor 0, caso contrário. É esperada uma relação positiva com o retorno, pois, em função das regras de governança que as empresas estão adotando, espera-se menor incerteza aos investidores.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis contínuas.

Tabela 1

Estatística descritiva

	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
	Retorno					Risco				
Média	0,01	0,00	-0,02	-0,01	-0,01	0,63	0,62	0,64	0,67	0,71
DP	0,09	0,07	0,08	0,07	0,10	0,47	0,38	0,36	0,47	0,62
Mínimo	-0,20	-0,24	-0,41	-0,23	-0,74	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Máximo	0,66	0,15	0,33	0,19	0,40	4,89	3,85	3,35	3,93	7,06
	ROA					Tam				
Média	0,09	0,08	0,07	0,06	0,05	14,37	14,53	14,68	14,69	14,71
DP	0,12	0,10	0,08	0,09	0,11	2,02	2,02	1,95	1,95	2,04
Mínimo	-0,66	-0,28	-0,27	-0,42	-0,95	4,53	4,91	6,24	6,29	6,36
Máximo	0,97	0,99	0,59	0,34	0,35	20,07	20,21	20,33	20,44	20,49
	Mg					Liqseca				
Média	0,01	-0,03	-0,01	-0,05	-0,07	1,53	1,42	1,38	1,36	1,31
DP	1,11	0,93	0,70	0,83	0,71	1,12	0,99	0,91	0,90	0,91
Mínimo	-9,13	-11,71	-8,04	-9,64	-6,74	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	5,77	1,05	1,93	1,92	1,58	6,90	7,75	5,98	5,29	5,99
	Cresc					Liqecon				
Média	0,25	0,13	0,16	0,10	0,05	0,30	0,30	0,31	0,31	0,28
DP	0,31	0,27	0,33	0,29	0,30	0,93	0,82	0,78	0,68	0,74
Mínimo	-1,00	-1,00	-1,00	-0,92	-1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	1,64	1,65	2,01	1,93	1,90	8,67	7,47	6,98	6,05	8,50

De maneira geral, a estatística descritiva, apresentada na Tabela 1, evidencia um comportamento equivalente de cada variável ao longo dos anos estudados. É possível observar uma coerência histórica nas médias das variáveis retorno, risco e desempenho, que pode estar atrelada ao efeito da onda de recessão no país, em razão da qual a economia vem desacelerando desde 2010. Além disso, tem-se a movimentação da operação Lava-Jato e a divulgação de diversos esquemas de corrupção, fatores que impactaram negativamente no mercado de ações das empresas. As consequências desse cenário refletem-se nos dados observados, como aumento médio do risco e redução do retorno e do desempenho das empresas. Coerente com isso, estão os declínios médios na margem líquida, na liquidez e no crescimento das empresas.

A Tabela 2 apresenta a estatística de frequência das variáveis binárias.

Na amostra, foi identificado um percentual maior de relatórios limpos, inclusive sem ênfase, ao longo dos anos, em média de 66%. Essa taxa aumenta para cerca de 94% quando se consideram as ênfases. Portanto, tem-se baixo índice de relatórios com ressalva. Esse cenário é semelhante ao observado por Cipriano, Hamilton e Vandervelde (2017), que consideram o fato

de que os auditores raramente emitem relatórios com ressalva, pois a base de uma ressalva é a condição de se ter ou não obtido evidência apropriada e suficiente para se afirmar que há uma distorção relevante e pontual nas DFPs, o que pode implicar reconhecimentos ou mensuração de ativos e divulgação de informações que não atendam aos princípios contábeis geralmente aceitos. Então, as empresas são encorajadas pelos auditores a corrigirem essa distorção, inclusive pelo fato de que a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) pode entender que a empresa está desrespeitando a busca dos investidores por informação tempestiva e de qualidade.

Tabela 2
Frequência das *dummies*

Variável	Descrição	2010	2011	2012	2013	2014
Rellimpoenfase	1	94,4%	95,3%	95,3%	92,5%	95,3%
Rellimpo	1	67,8%	73,4%	69,6%	51,4%	69,6%
Relenfase	1	26,6%	22,4%	25,7%	41,1%	25,7%
Ressalva	1	5,1%	3,7%	3,3%	3,7%	3,3%
BigF	1	31,3%	24,3%	29,0%	29,9%	29,0%
Gc	1	43,5%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%

Outra característica da amostra que pode ser observada é o fato de que a maioria das empresas é auditada por empresas não *Big Four*, o que pode interferir nas análises estatísticas. Com relação à listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa, observa-se que há quase um equilíbrio nos tipos de empresas.

Depois de comprovado que nenhuma das variáveis apresenta distribuição normal, foi verificada a correlação de Spearman entre as variáveis contínuas e a correlação ponto biserial entre as variáveis binárias e as contínuas, conforme a Tabela 3.

Tabela 3
Correlação

	Retorno	Risco	Roa	Tam	Mg	Liqseca	Cresc	Liqecon
Rellimpo	0,057*	-0,183***	0,219***	0,188***	0,096**	0,041	-0,063**	0,057*
Relenfase	-0,04	0,01	-0,134***	-0,090**	0,044	-0,009	0,075**	-0,019
Rellimpoenfase	0,029	-0,352***	0,188***	0,197***	0,283***	0,068**	0,017	0,068**
Ressalva	0,020	0,283***	-0,116***	-0,217***	0,014	-0,050*	-0,014	-0,066**
Bigf	-0,026	0,017	-0,033	-0,047	0,042	0,036	0,055*	-0,066**
Risco	-0,181*							
Roa	0,188*	-0,202*						
Tam	0,088*	-0,074**	0,060***					
Mg	0,253*	-0,451*	0,705*	0,216*				
Liqseca	0,134*	-0,555*	0,248*	0,095*	0,397*			
Cresc	0,068**	-0,029	0,176*	0,109*	0,183*	0,039		
Liqecon	0,060***	-0,125*	0,140*	0,716*	0,221*	0,190*	0,128*	
Gc	0,005	-0,122***	0,076**	0,198***	0,065**	0,028	0,028	0,039

***, ** e * significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Por meio da análise de correlação, conforme a Tabela 3, verifica-se que os resultados apresentam coerência com o que é esperado pelas relações teóricas. Observou-se uma relação positiva e significativa entre os relatórios de auditoria limpos e os com ressalva com o retorno das ações, embora essas relações não tenham sido significantes.

A relação entre o retorno e a variável “Relenfase”, a qual isola o efeito da ênfase, foi negativa, porém não significativa. A ideia dessa variável era isolar o efeito dos relatórios limpos e com ênfase. O resultado encontrado pode ser justificado pela forma de construção da variável, já que considera 1 para os relatórios com ênfase e 0 em caso contrário, o que inclui os relatórios limpos. No entanto, esse resultado contraria a reflexão de Ianniello e Gallopo (2015), que encontraram que um relatório não modificado com parágrafo de ênfase sinaliza positivamente para o mercado. Portanto, há indícios de que o mercado brasileiro reage negativamente à existência de ênfase nos relatórios de auditoria. Esse resultado, também, opõe-se ao de Almeida e Vasconcelos (2008), para os quais a existência de parágrafos de ênfase sugere esforço do auditor para prover o usuário de conteúdo útil adicional em seu processo decisório, o que seria bem-visto pelo investidor.

A relação entre o retorno e as variáveis explicativas Risco, Roa, Tam, Mg, Liqseca, Cresc, Liq apresentaram correlação significativa com o retorno e com os sinais esperados pela literatura. As variáveis que não apresentaram correlação significativa com o retorno foram BigF e Gc. Todavia, deve-se ressaltar que a análise de correlação é um método utilizado para conhecer, inicialmente, as possíveis relações entre duas variáveis, partindo-se do pressuposto de que a relação é linear e direta (Triola, 1999). Desse modo, a relação entre BigF e Gc com retorno deverá ser mais bem observada nos testes de média e regressão, apresentados adiante. Em seguida, foi aplicado o teste U de Mann-Whitney para a análise de diferença de média dos retornos, conforme a classificação do retorno, mediante ordenamento crescente de cada variável, separando-se os quartis 1 e 4. Para as variáveis *dummies*, o retorno foi ordenado conforme 1 ou 0. Os resultados estão apresentados nas Tabelas 4 e 5.

Tabela 4
Teste de média

Variáveis	Média do Retorno		Estatística
	Q1	Q4	z
Risco	0,006961	-0,06021	5,986***
Roa	-0,0681	-0,00631	-5,135***
Tam	-0,05504	-0,02375	-2,307**
Mg	-0,07302	0,009228	-7,318***
Liqseca	-0,07018	-0,00879	-4,284***
Cresc	-0,04648	-0,01967	-2,113**
Liqecon	-0,12217	0,001635	-3,669***

*** e ** significante a 1%, 5%, respectivamente.

Tabela 5
Teste de média

Variáveis	Média do Retorno		Estatística
	0	1	Z
Rellimpoenfase	-0,01386	-0,00333	-2,139**
Rellimpo	-0,0103	-0,00049	-2,744***
Relenfase	-0,00154	-0,00949	1,752*
Ressalva	-0,00421	0,004403	1,146
Bigf	-0,04596	-0,02608	-1,030
Gc	-0,05795	-0,00197	-2,169***

***, ** e * significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Os resultados do teste de diferença de média, apresentados nas Tabelas 4 e 5, indicaram relações próximas às encontradas na análise de correlação, ou seja, relação positiva e significativa entre a média do retorno e do relatório limpo, limpo com ênfase, com ressalva, Roa, Tam, Mg, Liqseca, Cresc, Liq e Gc, sendo a última não significativa na análise de correlação, ou seja, quando se tem relatório limpo, limpo com ênfase, com ressalva, governança corporativa e maior desempenho da empresa, tamanho, margem líquida, liquidez seca, crescimento, liquidez em bolsa, maior será a média dos retornos das ações.

Com relação aos relatórios com ênfase e risco, a relação encontrada foi negativa, isto é, quanto maior é a média das variáveis de risco e relatório com ênfase, menor será a média dos retornos. Esse resultado está coerente com a análise de correlação, no sentido de que há indicações de impacto negativo dos relatórios com ênfase no mercado de ações.

Por outro lado, houve diferença nos resultados ao se considerar *Big Four*, identificando-se uma relação positiva entre o retorno das ações e a presença de *Big Four*, embora esse resultado, também, não tenha apresentado significância. Esse resultado caminha para a relação positiva entre o retorno das ações e o fato de as empresas serem auditadas por *Big Four*, o que foi possível observar em face da mudança de método estatístico, que analisou a diferença de média de retorno para empresas auditadas e não auditadas por *Big Four*. Diante dos resultados de diferença de média e correlação, com o intuito de aprofundar as análises, foi aplicado o teste de regressão com dados dispostos em painel, cujos resultados estão apresentados na Tabela 6.

Para todos os modelos, os testes apontaram heterocedasticidade, mas não indicaram haver problemas de correlação serial e multicolinearidade. Assim, dado que o teste de Hausman tenha apontado para o uso de modelos fixos, utilizou-se o modelo de dados em painel corrigido para heterocedasticidade.

Com base na Tabela 6, embora as relações propostas entre o retorno das ações e o tipo de relatório de auditoria não tenham sido estatisticamente significantes, os resultados apresentam indícios de que:

a) a relação entre o retorno das ações e a emissão de relatórios limpos sem ênfase foi positiva, conforme esperado, porém sem significância estatística;

b) com base nos relatórios limpos com ênfase e na análise isolada da ênfase, a relação encontrada é negativa com o retorno das ações. Esses resultados podem indicar que há uma reação negativa do mercado frente aos relatórios com ênfase, embora isso não possa ser afirmado por não terem sido observadas significâncias nas variáveis;

c) quando se consideram os relatórios com ressalvas, a relação observada é positiva, diferente do esperado. Uma possível explicação para esse resultado pode estar embasada na reflexão do motivo pelo qual a empresa auditada não atendeu às observações do auditor, sendo, então, ressalvada. Ocorre que, no processo de auditoria, a empresa auditada é informada das inconsistências encontradas e das correções necessárias para evitar o relatório modificado.

Tabela 6

Regressão de dados em painel

	Rellimpoenfase		Rellimpo		Relenfase		Ressalva	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
Rellimpoenfase	-0,025	-1,33						
Rellimpo			0,006	0,62				
Relenfase					-0,01	-1,29		
Ressalva							0,011	0,47
BigF	0,004	0,4	0,005	0,46	0,006	0,52	0,005	0,41
Risco	-0,001	-0,94	-0,001	-0,57	-0,001	-0,76	-0,001	-0,65
Roa	0,059	1,03	0,059	1,02	0,059	1,04	0,057	0,98
Tam	-0,028	-2,81***	-0,028	-2,73***	-0,027	-2,71***	-0,028	-2,82***
Mg	0,002	9,96***	0,002	10,29***	0,002	10,22***	0,002	9,96***
Liqseca	-0,001	-0,85	-0,001	-0,86	-0,001	-0,85	-0,001	-0,86
Cresc	-0,001	-2,76***	-0,001	-2,98***	-0,001	-2,84***	-0,001	-3,03***
Liq	-0,006	-0,4	-0,006	-0,42	-0,007	-0,42	-0,006	-0,42
Gc	0,041	3,36***	0,041	3,36***	0,042	3,33***	0,041	3,37***
Const	0,420	2,79***	0,388	2,59***	0,383	2,64***	0,401	2,74***
F		34,37***		34,22***		34,82***		34,15***
R ²		6,62		6,42		6,55		6,4
Hausman		50,38***		50,30***		49,69***		51,57***
Heterocedasticidade		72201,81***		83521,21***		120000***		110000***
Correlação serial		2,821*		2,812*		2,807*		2,837*
Multicolinearidade		1,27		1,25		1,25		1,26

***, ** e * significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Todavia, por algum motivo, a empresa pode optar por divulgar o relatório modificado, pois o custo dessa divulgação pode ser inferior aos benefícios que se espera obter com a decisão de manter as diferenças contábeis aplicadas. Nesse contexto, a empresa auditada pode ter dificuldades em proceder às correções, ou decidir manter sua contabilidade como está, pelo efeito de gerenciamento de resultados que ela é capaz de gerar, o qual pode ter um impacto maior no retorno das ações, além do próprio relatório com ressalva. Essa linha de raciocínio é defendida por Robu e Robu (2015) e por Lin *et al.* (2011), os quais consideram que as empresas podem optar por relatórios com ressalva por motivações maiores, como *tunneling* e *rent-seeking*. Além disso, esse indício está de acordo com Cipriano *et al.* (2017), que consideram que relatórios sem ressalva podem criar incertezas quanto à presença de distorções relevantes nas DFPs, que podem existir, mas que não foram identificadas pelo auditor. Os autores salientam que relatórios com ressalva são considerados pelo mercado como mais transparentes,

porém essa argumentação é contrária à de Choi e Jeter (1992), que avaliam que os relatórios modificados reduzem a reação do mercado ao lucro líquido divulgado pelas empresas.

Assim, embora o estudo tenha encontrado possíveis relações distintas entre os tipos de relatório de auditoria e o retorno das ações, ressalte-se que os resultados não apresentaram significância estatística em nenhum modelo, assim como encontrado para muitas variáveis de controle. Esse resultado não, necessariamente, indica que as variáveis não apresentem efeito substantivo sobre as outras, mas sinaliza que não houve evidências fortes o suficiente para provar que a hipótese nula não é falsa (Rumsey, 2009), considerando-se a amostra utilizada e a existência de outros fatores que não foram controlados.

De fato, um dos possíveis motivos para isso é a dificuldade na definição de um modelo que capte as diversas variáveis que impactam o retorno das ações, uma vez que pode haver outros eventos que impactam o retorno na data analisada, mas que não foram considerados no modelo. Além disso, os resultados encontrados tendem a afirmar que os relatórios de auditoria não apresentam informação suficiente para serem considerados nas decisões de investimento (Tahinakis *et al.*, 2010), conforme resultados obtidos no mercado da Jordânia, do Brasil, de Xangai, de Atenas, do Irã (Al-Thuneibat *et al.*, 2008; Arruda *et al.*, 2012; Banimahd *et al.*, 2013; Czernkowski *et al.*, 2010; Morandi *et al.*, 2011; Nunes, 2009; Tahinakis *et al.*, 2010).

Por outro lado, os achados contradizem Dood *et al.* (1984), Dopuch *et al.* (1986), que encontraram uma relação negativa e significativa entre o preço das ações e os relatórios modificados, e os estudos de Gómez-Guillmón (2003), Lee e Lee (2010), Ianniello e Galloppo (2015) e Robu e Robu (2015), que identificaram que os relatórios de auditoria trazem utilidade para a tomada de decisão de investimento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A demanda por informação contábil confiável tem se ampliado, continuamente, com a expansão e a consolidação dos mercados de capitais como forma de financiamento das companhias. Atrelado a esse fator, a auditoria independente tem como um de seus propósitos o de proporcionar aos *stakeholders* a condução mais segura dos seus negócios, graças ao incremento de transparência a que visam seus procedimentos, entre eles o relatório de auditoria emitido ao final das análises realizadas. Entretanto, os estudos nacionais e internacionais que se dedicaram à mensuração do impacto da opinião do auditor no retorno das ações apresentam resultados inconclusivos.

Diante disso, este trabalho analisou a relação entre o retorno das ações das companhias abertas brasileiras e a divulgação dos relatórios de auditoria, observando o impacto dos relatórios não modificados, com ênfase e com ressalva, para os anos de 2010 a 2014, ou seja, utilizou um período mais extenso para a análise e valeu-se de diferentes métodos estatísticos, se comparado com as pesquisas já realizadas.

De modo geral, embora os resultados não tenham apresentado significância estatística, os indícios foram de que os relatórios limpos sem ênfase têm relação positiva com o retorno das ações, ao passo que os relatórios limpos com ênfase se relacionam negativamente com o retorno das ações. Com isso, há indicação de que o mercado pode reagir, frente à ênfase, com a incerteza sobre as informações auditadas. Esses achados, assim como os sinais de relação

positiva entre os relatórios com ressalva e o retorno das ações, estão de acordo com o que defendem Cipriano *et al.* (2017), no sentido de que os relatórios sem ressalva podem alimentar as incertezas dos usuários de haver distorções nas DFPs, mas que não foram identificadas pelo auditor, o que geraria ceticismo. Além disso, outro ponto a ser considerado é o fato de que receber um relatório com ressalva é praticamente uma opção da empresa auditada, que, pelo fato de o custo desse relatório ser menor que o benefício que ele possa gerar, decide não atender às alterações sugeridas pela auditoria, provavelmente por motivações como *tunneling* e *rent-seeking* (Lin *et al.*, 2011; Robu & Robu, 2015).

Destaque-se, também, que uma possível explicação para a não reação do mercado aos tipos de relatório de auditoria pode estar fundamentada em sua atual estrutura e seu conteúdo, os quais podem estar sendo ineficientes em trazer informações relevantes aos tomadores de decisão, além daquelas que eles mesmos podem obter por outras fontes. Assim, o estudo confirma a necessidade de revisão e reflexão, por parte das empresas de auditoria e dos órgãos reguladores, quanto à representatividade da atuação do auditor no mercado de capitais, o que significa, por vezes, ir além da mudança nos pontos que são apresentados nos relatórios, incluindo a abordagem dos principais assuntos de auditoria, proposta pelo *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB). Deve-se, ainda, refletir acerca de procedimentos e responsabilidades designados à auditoria quando da identificação de fraudes no contexto de distorções materiais (Kassem & Higson, 2016).

Ressaltem-se, ademais, as limitações e as oportunidades para pesquisas futuras observadas a partir deste estudo, como: (i) analisar períodos trimestrais, de modo a buscar captar o efeito da emissão dos relatórios nos retornos das ações, com maior sensibilidade; (ii) considerar o *audit delay*; (iii) tratar os cenários de republicação dos relatórios de auditoria e das DFPs, pois foi comum a reapresentação dos relatórios no período analisado, provavelmente em razão das dificuldades na interpretação e na implementação das IFRS, (iv) rever as variáveis explicativas de retorno, em vista de que se torna um desafio a identificação de um modelo que considere as variáveis explicativas que influenciam o retorno das ações; (v) procurar trabalhar com uma variável de conteúdo do relatório de auditoria.

É importante salientar que uma fragilidade deste estudo é a determinação de um modelo robusto que considere o maior número possível de variáveis de controle que impactam o preço das ações, para, então, isolar-se o efeito do tipo dos relatórios. Nesse sentido, os resultados dessa linha de pesquisa, muitas vezes contraditórios, podem ocorrer em função dos efeitos simultâneos de comunicados de imprensa (Choi & Jeter, 1992).

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*, 23(1), 84-101. Doi: <http://dx.doi.org/10.1108/02686900810838182>
- Alhazaimeh, A., Palaniappan, R., & Almsafir, M. (2014). The impact of corporate governance and ownership structure on voluntary disclosure in annual reports among listed Jordanian

- companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 129(15), 341-348. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.03.686>
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777-795. Doi: <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.015>
- Almeida, B. J. M. (2004). Auditoria e sociedade: o diálogo necessário. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(34), 80-96. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772004000100006>
- Almeida, K. K. N., & Vasconcelos, M. T. C. (2008). Conteúdo informativo do parecer dos auditores independentes sobre demonstrações contábeis de empresas brasileiras. *Anais do Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, Salvador, BA, Brasil, 2.
- Alzoubi, E. S. S. (2017). Audit quality, debt financing, and earnings management: evidence from Jordan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. In Press. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2017.12.001>
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.001>
- Arruda, M. P., Sousa, R. A. M., Pena, T. J. S., Paulo, I. S. L. M., & Paulo, E. (2012). Repercussão do anúncio dos pareceres de auditoria no preço das ações das companhias abertas brasileiras. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 4(1), 230-250. Doi: <http://dx.doi.org/10.15603/2176-9583/refae.v4n1p230-250>
- Ball, F., Tyler, J., & Wells, P. (2015). Is audit quality impacted by auditor relationships?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2), 166-181. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2015.05.002>
- Banimahd, B., Poorzamani, Z., & Ahmadi, S. A. (2013). The value relevance of audit report, auditor type and auditor tenure: evidence from Iran. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1), 89-103. Doi: <http://dx.doi.org/10.5296/ajfa.v5i1.2787>
- Batista, C. G., Pereira, A. C., Silva, A. F., & Imoniana, J. O. (2010). Impacto dos pareceres de auditoria na variação do retorno das ações preferenciais das empresas listadas na BOVESPA. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 10.
- Barth, M. (2006). Research, standard setting, and global financial reporting. *Foundations and Trends® in Accounting*, 1(2), 71-165. Doi: <http://dx.doi.org/10.1561/14000000002>
- 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), 296-297. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Bhasin, M. L. (2012). Voluntary corporate governance disclosures: evidence from a developing country. *Far East Journal of Psychology and Business*, 9(2), 10-31.
- Biondi, Y., & Giannoccolo, P. (2015). Share price formation, market exuberance and financial stability under alternative accounting regimes. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 10(2), 333-362. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11403-014-0131-7>
- Boone, J. P., Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2010). Do the Big 4 and the Second-tier firms provide audits of similar quality? *Journal of Accounting Policy*, 29(4), 330-352. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.06.007>

- Bortolon, P. M., Sarlo Neto, A. S., & Santos, T. B. (2013). Custos de auditoria e governança corporativa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 24(61), 27-36. DOI:<http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772013000100004>
- Boucková, M. (2015). Management Accounting and Agency Theory. *Procedia Economics and Finance*, 25(15), 5-13. Doi: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00707-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00707-8)
- Brooks, C. (2002). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Calil, G. L., Nunes, D. M. S., Santana, C. M., & Cunha, J. H. C. (2017). Relatório dos auditores independentes: uma análise da influência do relatório com abstenção de opinião. *Negócios em Projeção*, 8(1), 75-87.
- Choi, S. K., & Jeter, D. C. (1992). The effects of qualified audit opinions on earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 229-247. Doi: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90019-X](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90019-X)
- Chu, B., & Hsu, Y. (2017). Non-audit services and audit quality – the effect of Sarbanes-Oxley Act. *Asia Pacific Management Review*. In Press. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2017.07.004>
- Chung, H., Judge, W. Q., & Li, Y. (2015). Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 32, 64-90. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.001>
- Cipriano, M., Hamilton, E. L., & Vandervelde, S. D. (2017). Has the lack of use of the qualified audit opinion turned it into the “Rotten Kid” threat? *Critical Perspectives on Accounting*, 47, 26-38. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2016.10.001>
- Czernkowski, R., Green, W., & Wang, Y. (2010). The value of audit qualifications in China. *Managerial Auditing Journal*, 25(5), 404-426. Doi: <http://dx.doi.org/10.1108/02686901011041812>
- 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. *Contabilidade Vista & Revista*, 22(2), 125-154.
- Dantas, J. A., Barreto, I. T., & Carvalho, P. R. (2017). Relatório com modificação de opinião: risco para o auditor?. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(3), 140-157. Doi: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n33p140>
- Dantas, J. A., & Medeiros, O. R. (2015). Determinantes de qualidade da auditoria independente em bancos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(67), 43-56. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/rcf.v26i67.98097>
- Dood, P., Dopuch, N., Holthausen, R., Leftwich, R., & Kothari, S. P. (1984). Qualified audit opinions and stock prices: information content, announcement dates, and concurrent disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 6(1), 3-38. Doi: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(84\)90018-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(84)90018-1)
- Dopuch, N., Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1986). Abnormal stock returns associated with media disclosure of ‘subject to’ qualified audit opinions. *Journal of Accounting and Economics*, 8, 93-117. Doi: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(86\)90013-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90013-3)

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Firmino, J. E., Damascena, L. G., & Paulo, E. (2010). Qualidade da auditoria no Brasil: um estudo sobre a atuação das auditorias independentes denominadas *Big Four*. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 5(3), 40-50. Doi: http://dx.doi.org/10.21446/scg_ufrj.v5i3.13215
- Francis, B. B., Hunter, D. M., Robinson, D. M., Robinson, M. N., & Yuan, X. (2017). Auditor changes and the cost of bank debt. *The Accounting Review*, 92(3), 1-30.
- Freitas, A. R., Cabral, A., Fonteles, I., Pessoa, M. N., & Santos, S. (2012). Engajamento dos stakeholders: uma análise dos relatórios de sustentabilidade de empresas brasileiras do setor financeiro. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 11(4), 14-25.
- Gaynor, L. M., Kelton, A. S., Mercer, M., & Yohn, T. L. (2016). Understanding the relation between financial reporting quality and audit quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 35(4), 1-22.
- Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- Gómez-Guillmón, A. D. (2003). The usefulness of the audit report in investment and financing decisions. *Managerial Auditing Journal*, 18(6-7), 549-559. Doi: <https://doi.org/10.1108/02686900310482687>
- 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), 405-440. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Huguet, D., & Gandía, J. L. (2016). Audit and earnings management in Spanish SMEs. *Business Research Quarterly*, 19(3), 171-187. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.12.001>
- Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015). Stock market reaction to auditor opinions – Italian Evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6/7), 610-632. Doi: <https://doi.org/10.1108/MAJ-06-2014-1045>
- Ittonen, K. (2012). Market reactions to qualified audit reports: research approaches. *Accounting Research Journal*, 25(1), 8-24. Doi: <https://doi.org/10.1108/10309611211244483>
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., Tong, S., & Treepongkaruna, S. (2018). Does board independence substitute for external audit quality? Evidence from an exogenous regulatory shock. *Australian Journal of Management*, In Press. Doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2960266>
- Johnson, E., Reichelt, K. J., & Soileau, J. S. (2018). No news is bad news: do PCAOB Part II reports have an effect on annually inspected firms' audit fees and audit quality? *Journal of Accounting Literature*, In Press. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.01.002>
- Kassem, R., & Higson, A. W. (2016). External auditors and corporate corruption: implications for external audit regulators. *American Accounting Association*, 10(1), 1-10. Doi: <https://doi.org/10.2308/ciia-51391>
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 105-231. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. Doi: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. Doi: <https://doi.org/10.3386/w5661>
- Lee, H., & Lee, H. (2010). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity? *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 628-646. Doi: <https://doi.org/10.1108/MAJ-07-2012-0728>
- Lestari, S. Y., & Nuryatno, M. (2018). Factors Affecting the Audit Delay and Its Impact on Abnormal Return in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 10(2), 48-56. Doi: <https://doi.org/10.5539/ijef.v10n2p48>
- Lin, Z., Jiang, Y., & Xu, Y. (2011). Do modified audit opinions have economic consequences? Empirical evidence based on financial constraints. *China Journal of Accounting Research*, 4(3), 135-154. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2011.06.004>
- Morandi, M., Salehi, M., Rigi, M., & Moeinizade, M. (2011). The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran. *African Journal of Business Management*, 5(8), 3354-3360. Doi: <https://doi.org/10.5897/AJBM10.1456>
- Newman, D. P., Patterson, E. R., & Smith, J. R. (2005). The role of auditing in investor protection. *The Accounting Review*, 80(1), 289-313. Doi: <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.289>
- Nunes, D. M. S. (2009). *Uma análise da influência do parecer dos auditores independentes com ressalvas em decisões de usuários das informações contábeis*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.
- Oluwagbemiga, O. E. (2014). The use of voluntary disclosure in determining the quality of financial statements: evidence from the Nigeria listed companies. *Serbian Journal of Management*. 9(2), 263-280. Doi: <https://doi.org/10.5937/sjm9-5784>
- Pornupatham, T. V. S. (2015). Do audit opinions reflect earnings persistence? *Managerial Auditing Journal*, 30(3), 244-276. Doi: <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2013-0973>
- Quick, R., & Schmidt, F. (2018). Do audit firm rotation, auditor retention, and joint audits matter? An experimental investigation of bank directors' and institutional investors' perceptions. *Journal of Accounting Literature*, 41, 1-21. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.01.003>
- Rena, B. E., Genç, E. G. & Özkul, F. U. (2016). The Impact of the Opinions of the Independent Auditors on the Investor Decisions in Banking Sector: An Empirical Study on the Banks Operating in Turkey, *Accounting and Finance Research*, 5(1), 157-163. Doi: <https://doi.org/10.5430/afr.v5n1p157>
- Robu, M. A., & Robu, I. B. (2015). The influence of the audit report on the relevance of accounting information reported by listed Romanian companies. *Procedia Economics and Finance*, 20, 562-570. Doi: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00109-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00109-4)
- Rumsey, D. (2009). Teaching Bits: Random Thoughts on Teaching. *Journal of Statistics Education*, 17(3), Doi: <https://doi.org/10.1080/10691898.2008.11889578>

- Santos, A., & Grateron, I. R. G. (2003). Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(32), 7-22. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772003000200001>
- Shahzad, K., Pouw, T., Rubbaniy, G., & El-Temtamy, O. (2017). Audit quality during the global financial crisis: the investors' perspective. *Research in International Business and Finance*. In Press. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.137>
- Silva, A. H. C., Lourenço, T. S., & Sancovschi, M. (2017). Reação do mercado aos pareceres dos auditores sobre incertezas quanto à continuidade operacional de empresas de capital aberto após adoção das IFRS. *Pensar Contábil*, 19(70), 4-13.
- 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.
- Triola, M. F. (1999). *Introdução à Estatística*. 7. ed. Rio de Janeiro: LTC.
- Wooldridge, J. M. (2012). *Introdução à Econometria: uma abordagem moderna*. Massachusetts: Thomson.