

A Reação do Mercado Brasileiro às Ressalvas de Auditoria

Guilherme Valderedo Barbosa Guimarães

<https://orcid.org/0000-0002-1999-3327>

Silvania Neris Nossa

<https://orcid.org/0000-0001-8087-109X>

Nadia Cardoso Moreira

<https://orcid.org/0000-0002-9085-6595>

Valcemiro Nossa

<https://orcid.org/0000-0001-8091-2744>

Resumo

Objetivo: O presente trabalho tem por objetivo analisar a reação do mercado acionário brasileiro às ressalvas de auditoria independente divulgadas em notas explicativas.

Método: Foi realizada uma pesquisa empírica e quantitativa, para estudar a relação das ressalvas de auditoria independente com o retorno de ações, considerando os contextos em que a auditoria é *Big Four* e antes e depois de cenários de crise econômica. Foram consideradas ainda na análise de regressão múltipla os efeitos de outras variáveis de controle tais como: PIB, dólar e Selic, volatilidade, tamanho, patrimônio líquido, lucro líquido e liquidez da ação. A estimação ocorreu por meio de regressão múltipla usando o Stata 17. Os dados utilizados são trimestrais, foram coletados nas notas explicativas e na Economatica, referente ao período de 2010 a 2019.

Resultados e contribuições: Os resultados encontrados nesta pesquisa indicam que o mercado brasileiro reage de forma negativa quando a ressalva é emitida por empresas de auditoria externa que não são *Big Four* em períodos que não são de crise econômica. Esses resultados contribuem com as empresas ao trazerem evidências empíricas de que o preparo das demonstrações contábeis fora das normas, quando identificado pela empresa de auditoria externa e expresso por meio de ressalvas, pode ocasionar uma reação de mercado negativa a depender da qualidade da auditoria e do cenário econômico brasileiro. Contribui com a literatura, nacional e internacional, ao analisar a reação de mercado às ressalvas de auditoria externa a depender da qualidade da auditoria e do cenário econômico.

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

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 29/04/2022. Pedido de revisão em 16/08/2022. Resubmetido em 14/10/2022. Aceito em 22/10/2022 por Vinicius Gomes Martins, Professor Doutor (Editor Assistente) e por Professor Doutor Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 23/12/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

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

No Brasil, Brandão et al. (2021) abordam a emissão de *red flags* e a divulgação de deficiência de controles internos nas empresas IBrX100, que pode contribuir para o papel da auditoria interna na redução de riscos e de assimetria informacional entre as partes interessadas. Parreira et al. (2021), quando estudaram gerenciamento de resultados e auditoria externa, identificaram que o rodízio de auditoria não afeta *accruals* totais e isso traz reflexos positivos aos *stakeholders*. Sena et al. (2020) concluíram que auditorias externas realizadas por *Big Four* não impactam o nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (não contábeis). Almeida e Almeida (2009) demonstraram que auditorias externas realizadas por *Big Four* refletem maior qualidade de informação por meio 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 interna, quando baseada em resultados, afeta a qualidade dos demonstrativos financeiros, reduzindo a objetividade da auditoria. 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 por auditoria externa, isso pode emitir sinal de confiança para o mercado acionário. Da mesma forma, espera-se que quando uma empresa tem seus relatórios financeiros ressalvados por auditoria externa, o sinal emitido para o mercado não seja igual ao sinal emitido por uma empresa sem ressalvas (Spense, 1973; Santana et al., 2014).

No que se refere ao sinal emitido ao mercado acionário por empresas com e sem ressalvas de auditoria externa, as pesquisas de 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 al., 2012), Jordânia (Al-Attar, 2017), Quênia (Kipkosgei, 2010) e Grécia (Takinakis et al., 2010), todavia os achados não mostram 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 externas 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 das ressalvas de auditoria externa.

No Brasil, Batista (2009) realizou pesquisa relacionando a reação do mercado acionário à opinião de auditoria externa. Todavia, verificou-se que Batista (2009) estimou 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 externa (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.

Observa-se que pesquisas internacionais já testaram o efeito de diversas variáveis no retorno de ativos, bem como mediram a qualidade da informação contábil em auditoria externa e testaram a eficiência das ressalvas no mercado. O mercado acionário brasileiro ainda é carente de pesquisa dessa natureza, que compare empresas auditadas com e sem ressalvas, em cenários em que a empresa de auditoria é *Big Four* e não *Big Four*, e, ainda, considera os cenários com e sem crise econômica.

Diante da controvérsia da literatura e da ausência de pesquisa com os controles considerados neste estudo sobre o tema no Brasil, o objetivo desta pesquisa é analisar a reação do mercado acionário brasileiro às ressalvas de auditoria independente divulgadas em notas explicativas. 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.

Para tanto, considerando que o art. 177, § 3º, da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (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 da NBC TA 705 (CFC, 2016b).

Com o 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 uma série histórica, na base Economatica. Para testar as hipóteses desta pesquisa, foi usado um modelo de regressão múltipla, no qual a variável dependente empregada foi o retorno anormal do dia da divulgação dos demonstrativos da empresa, estimado pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros robustos à heterocedasticidade, incluindo controle de efeitos fixos de tempo e setor.

Os resultados encontrados sugerem que quando a empresa divulga seus demonstrativos com uma ressalva emitida por uma empresa de auditoria externa que não é *Big Four*, em períodos que não são de crise econômica, seus retornos anormais são menores do que aquelas empresas que não tiveram ressalvas emitidas. E o retorno anormal daquelas que tiveram ressalvas emitidas por *Big Four* (em período de crise ou não), ou tiveram ressalvas emitidas em período de crise econômica (emitida por *Big Four* ou não) não são estatisticamente diferentes daquelas que não tiveram ressalvas emitidas.

Os resultados contribuem com os gestores das empresas, identificando que o preparo dos demonstrativos contábeis de acordo com as normas é relevante, uma vez que quando isso não acontece e é identificado pela empresa de auditoria externa pode ocasionar reações negativas por parte do mercado acionário. A pesquisa também contribui com a literatura, nacional e internacional, trazendo evidências empíricas de que o mercado brasileiro se posiciona com relação às ressalvas emitidas pela auditoria externa; além disso, que a reação do mercado acionário é diferente a depender da qualidade auditoria e do cenário econômico brasileiro.

2. Referencial Teórico

2.1 A Informação Contábil e o Retorno de Ações

Dentre os estudos sobre a relevância da informação contábil em mercado acionários, destacam-se os estudos de Ball e Brown (1968), Beaver (1968) e Ohlson (1995).

Ball e Brown (1968) estudaram o efeito da publicação de informações contábeis no retorno de ações. Eles afirmaram, ainda, que o mercado é eficiente e imparcial, ou seja, os dados divulgados por meio das demonstrações financeiras são úteis para a 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. Beaver (1968), diante das reações controversas dos investidores no mercado acionário, buscou aferir suas percepções à divulgação de lucros (resultados) e à consequente movimentação de preço e volume de operações em ações ordinárias realizadas nas semanas imediatamente posteriores à publicação das informações contábeis. Apesar de Ball e Brown (1968) indicarem que a informação contábil é apenas uma das diversas 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.

Nessa mesma linha de raciocínio, Ohlson (1995) analisou dados Americanos e Rezende (2005) analisou dados brasileiros e concluíram 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). E, no que se refere à legislação contábil, o CFC (2011) ressalta que a informação contábil só é considerada relevante se essa tiver capacidade de influenciar a tomada de decisão, devendo possuir capacidade preditiva e valor confirmatório, inclusive como meio de *feedback*, conforme Pronunciamento Técnico CPC 00 R1 (CPC, 2011). Ainda conforme Pronunciamento Técnico CPC 00 R1 (CPC, 2011), além da relevância, são características de qualidade da informação contábil, a: materialidade, representação fidedigna, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade. Daí surge, portanto, a necessidade de teste de validade e coerência de tais informes, sendo estudada e aplicada por uma área específica da contabilidade, a auditoria (CFC, 1983).

Ohlson (1995) concluiu que a contabilidade pode ser um meio para avaliação de empresas. Todavia, as avaliações de empresas merecem ajustes por meio de “outros” fatos relevantes que também influenciam o valor de mercado (Ohlson, 1995). Ressaltaram Ball e Brown (1968) e Ohlson (1995) 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). Diante do exposto, o parecer de auditoria externa pode ser mais um fato relevante a trazer informação para as partes interessadas na medida que as informações são divulgadas. Inclusive, a análise crítica de auditoria externa pode mudar a percepção dos investidores sobre as informações divulgadas.

Outros aspectos podem ser considerados na análise empírica como variáveis de controle. 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). 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 às empresas de porte menor, inclusive com melhores retornos quando apresentadas em carteira de investimentos.

2.2 Auditoria, Ressalvas, Crise e o Retorno de Ações

Na literatura, destacam-se os trabalhos de Camargo et al. (2014), Ribeiro (2015), Costa (2017) e Porte et al. (2018), que identificaram um aumento no volume de publicações sobre auditoria, tanto interna quanto externa. E dentre os temas mais observados destacam-se: relatório de auditoria, troca de auditores (rodízio de auditoria), conselhos/comitês, qualidade, procedimentos de auditoria. Nesse sentido, Ribeiro (2015) ressaltou alguns dos principais temas relacionados à auditoria: 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 ainda estratégia, comitê de auditoria, auditoria externa, auditoria interna, controle interno, cobertura de mídia em contabilidade, pesquisa e dados socioeconômicos da empresa (Porte et al., 2018).

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

O relatório com opinião modificada é classificado como: relatório com ressalva, quando evidenciada 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 no cenário brasileiro, a Figura 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

Figura 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 (Spence, 1973; Santana et al., 2014; Hendriksen & Van Breda, 1999). Em outras palavras, o auditor, quando emite um parecer com ressalva destaca que a informação divulgada, não é a mais recomendada e, por isso, o parecer com ressalva pode ser visto como um sinal negativo para as partes interessadas. Assim, por meio 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).

Hendriksen e Van Breda (1999) concordam que a divulgação de informações sem ressalvas pode emitir sinal de confiança para o mercado acionário. Sobre o sinal emitido ao mercado acionário por empresas com e sem ressalvas de auditoria externa, as pesquisas da mesma natureza foram realizadas em diversos países: Estados Unidos (Necula, 2014), China (Chen et al., 1999), Iran (Pakdaman, 2018), Indonésia (Muslih & Ami, 2018), Croácia e Eslovênia (Hoti et al., 2012), Jordânia (Al-Attar, 2017), Quênia (Kipkosgei, 2010) e Grécia (Takinakis et al., 2010), todavia os resultados não mostram 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 externas 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 opiniões de auditoria e o retorno, sob a justificativa do baixo poder informativo das ressalvas de auditoria externa. Apesar dos resultados não conclusivos na literatura, espera-se que quando uma empresa tem as demonstrações financeiras ressalvadas por auditoria externa, o sinal emitido para o mercado seja negativo (Spence, 1973; Santana et al., 2014).

Nessa esteira de raciocínio, cabe ressaltar que a publicação de relatórios de auditoria pode mitigar 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).

Nesse caso, a auditoria serve como ferramenta de redução conflitos de interesses e assimetria informacional ao tempo 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 as normas legais e contábeis (Spence, 1973; Hendriksen & Van Breda, 1999; Santana et al., 2014; CFC, 2016a), como, no Brasil, o cenário normativo previsto na NBC TA 700.

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, esta pesquisa contribui ao testar o sinal emitido pelo relatório dos auditores independentes na decisão e, conseqüentemente, nas ações e nos retornos das empresas, considerando o arcabouço teórico trazido pelo modelo de Ohlson (1995). Considerando pesquisas que evidenciam a auditoria como fator de redução de gerenciamento de resultados e da assimetria informacional, de modo a proporcionar melhor qualidade de informação, influenciar a tomada de decisões, e, ainda, considerando que a ressalva de auditoria demonstra o não cumprimento total às normas e aos princípios contábeis, sinalizando ao usuário que a informação não é confiável, surge a primeira hipótese a ser testada:

Hipótese 1: a ressalva de auditoria impacta negativamente o retorno de ações.

Ressalta-se, ainda, que a literatura nos mostra que auditoria realizada por empresas de auditoria externa *Big Four* (Deloitte, EY, KPMG e PWC) demonstram maior qualidade de informação por meio da redução de gerenciamento de resultados (Almeida & Almeida, 2009). Assim, a auditoria de *Big Four* pode refletir maior qualidade da informação contábil e, portanto, espera-se um aumento do seu grau de relevância refletida nas decisões dos usuários. Dessa forma, surge a segunda hipótese de pesquisa a ser testada:

Hipótese 2: a ressalva de auditoria externa possui impacto mais negativo no retorno de ações quando realizada por *Big Four* do que quando realizada por outras empresas de auditoria.

Costa et al. (2012) identificaram que crises econômicas afetam a maneira como os analistas avaliam patrimônio líquido e lucro líquido. Em outras palavras, as crises econômicas afetam as informações contábeis, devendo, portanto, ser levadas em consideração no momento da sua decisão (Costa et al., 2012). 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). Assim, levando em consideração a reação negativa (pessimista) do mercado acionário nos períodos de crises econômicas, acredita-se que os efeitos da ressalva de auditoria aliada a esses períodos intensificariam o efeito no retorno acionário, o que reflete em uma terceira hipótese:

Hipótese 3: a ressalva de auditoria externa possui impacto mais negativo no retorno de ações em anos de crise econômica do que em outros cenários econômicos.

Ainda, seguindo a mesma linha de raciocínio, cabe testarmos mais hipóteses, interagindo auditorias realizadas por *Big Four* em períodos de crise econômica, traduzindo a quarta hipótese de pesquisa:

Hipótese 4: a ressalva de auditoria possui impacto mais negativo no retorno de ações quando realizada por *Big Four* em anos de crise econômica.

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 nesses períodos. Observamos 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 e assumem o Beta do CAPM de Sharpe (1964) com a mesma característica.

Dessa forma, o retorno de ações é testado empiricamente levando em consideração o efeito das ressalvas de auditoria, ressalvas de *Big Four*, o período de crise, as ressalvas de auditoria externa em período de crise e a ressalva de auditoria *Big Four* em período de crise. E na estimação ainda foram considerados controles que representam aspectos econômicos, risco e indicadores financeiros das empresas analisadas.

3. Metodologia

3.1 Amostra e Dados da Pesquisa

A amostra inicial levou em consideração todas as empresas listadas na B3 de 2010 a 2019, trimestralmente, totalizando 15.000 observações empresa/ano/trimestre. As informações com relação a empresa de auditoria externa e as ressalvas de auditoria externa foram obtidas por meio da base de dados da CVM, as informações contábeis foram obtidas da base Economática.

A Tabela 1 contém os critérios de exclusão, bem como a quantidade de observações removida em cada etapa. Removemos as observações contendo patrimônio líquido negativo, o que causou a perda de 1.169 observações. Após remover as observações com informações faltantes sobre a ressalva de auditoria e retorno anormal, sobrando 1.927 observações. Por fim, removemos as observações com informações faltantes sobre as variáveis de controle. A amostra final ficou com 1.368 observações empresa/ano/trimestre de 2011 a 2019. Das 1.368 observações resultantes, 3,07% tiveram ressalvas, 83,04% tiveram suas demonstrações auditadas por uma *Big Four*, e 33,63% das observações se referem a períodos de crise. Todas as variáveis contínuas foram winsorizadas a 1% nas duas caudas.

Tabela 1

Construção da amostra

	Nº de Obs. Removidas	Nº de Obs. Resultantes
Empresas Brasileiras Listadas na B3 de 2010 a 2019, trimestralmente.		15.000
Remoção de Obs. com PL negativo	1.169	13.831
Remoção de Obs. Faltando Informação sobre Ressalva e Retorno Anormal	11.904	1.927
Remoção de Obs. Faltando Informação sobre Variáveis de Controle	559	1.368
TOTAL		1.368

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2 Modelo Econométrico

Para testar as hipóteses desta pesquisa, utilizamos o modelo de regressão linear múltipla apresentado na equação (1) abaixo, semelhante ao aplicado por Beyer et al. (2010). O modelo foi estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros robustos à heterocedasticidade e controle de efeitos fixos de tempo e setor.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ressa_{it} + \beta_2 Ressa_{it} * Big4_{it} + \beta_3 Ressa_{it} * Crise_t + \beta_4 Ressa_{it} * Big4_{it} * Crise_t + \sum \beta_k Controles_k + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

RA_{it} representa o retorno anormal da empresa no dia da divulgação das demonstrações contábeis no trimestre t . $Ressa_{it}$ é uma variável *dummy* que assume 1 se empresa i teve uma ressalva da auditoria externa no trimestre t , 0 caso contrário. $Big4_{it}$ é uma variável *dummy* que assume 1 se empresa i foi auditada por uma *Big Four* no trimestre t , 0 caso contrário. $Crise_t$ é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se o trimestre t ocorreu no ano 2014, 2015 ou 2016, e zero nos demais casos.

A hipótese H1 desta pesquisa está sendo testada no coeficiente β_1 , espera-se que este coeficiente seja negativo, indicando que empresas que possuem ressalvas de auditoria externa em seus demonstrativos contábeis apresentem um retorno anormal menor do que aquelas que não apresentam ressalvas em seus demonstrativos contábeis.

A hipótese H2 afirma que a associação negativa entre a ressalva e o retorno anormal da empresa no dia da divulgação é ainda maior quando a empresa de auditoria externa é uma *Big Four*, essa hipótese está sendo testada por meio do coeficiente β_2 . De acordo com a H2, espera-se que β_2 seja negativo. A hipótese H3 afirma que a associação negativa entre a ressalva e o retorno anormal da empresa no dia da divulgação é ainda maior em períodos de crise econômica, essa hipótese está sendo testada por meio do coeficiente β_3 . De acordo com a H3, espera-se que β_3 seja negativo.

Por fim, a hipótese H4 está sendo testada por meio do coeficiente β_4 , espera-se que este coeficiente seja negativo, indicando que a associação negativa entre a ressalva feita por uma *Big Four* e o retorno anormal das empresas no dia da divulgação de seus demonstrativos contábeis é ainda maior em período de crise econômica.

3.3 Variáveis

Para verificar a reação do mercado brasileiro com relação às ressalvas de auditoria, 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: 1) Definição do evento; 2) Critérios de seleção; 3) Retornos anormais e normais; 4) Procedimento de estimação; 5) Procedimentos de teste; e 6) Resultados empíricos (Campbel et al., 1997).

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 (Beyer, 2010).

Segundo o art. 177, § 3º da Lei n.º 6.404/1976, 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 n.º 480/2009, há a exigência de publicação trimestral dessas 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).

A descrição da periodicidade da divulgação dos demonstrativos contábeis e os prazos são apresentados na Figura 2. 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). No tocante ao quarto trimestre, encerrado em dezembro, segue o prazo máximo de publicação anual, 90 dias do fechamento do exercício, ou seja, 31 de março do ano subsequente. 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.

TRIMESTRE	PERÍODO	PRAZO LEGAL PARA PUBLICAÇÃO
1º trimestre	1º de janeiro a 31 de março	Até 15 de maio
2º trimestre	1º de janeiro a 30 de junho	Até 14 de agosto
3º trimestre	1º de janeiro a 30 de setembro	Até 14 de novembro
4º trimestre	1º de janeiro a 31 de dezembro	Até 31 de março do ano subsequente

Figura 2. Prazo legal para publicação dos relatórios de auditoria

Fonte: elaborado pelos autores.

Dessa forma, as datas dos eventos foram as datas das divulgações efetivas dos demonstrativos contábeis das empresas, trimestralmente. Para o cálculo do retorno anormal, (Campbell et al., 1997), foi considerada a diferença entre o retorno da empresa na data do evento e o retorno de mercado, aqui definido como o Ibovespa, conforme mostra a Equação (2):

$$AR_{it} = R_{it} - Ret_Ibov_{it} \quad (2)$$

Em que, representa retorno anormal da empresa na data da divulgação das demonstrações contábeis da empresa contendo informações do trimestre. R_{it} é retorno diário da empresa na data da divulgação das demonstrações contábeis da empresa contendo informações do trimestre. Ret_Ibov_{it} se refere ao retorno do Ibovespa na data da divulgação das demonstrações contábeis da empresa contendo informações do trimestre.

Para obtermos um resultado robusto, foram incluídas variáveis de controle com indicadores financeiros contábeis e variáveis macroeconômicas que também podem vir a influenciar o retorno anormal das empresas. Apresenta-se, na Figura 3, a descrição das variáveis do modelo de regressão exposto na Equação (1), e a respectiva fundamentação teórica que justifica sua relação com o tema abordado.

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE
Variável explicada		
RA_{it}	retorno anormal $RA_{it} = R_{it} - Ret_Ibov_{it}$	Ball e Brown (1968); Beaver (1968); Ohlson (1995)
Variáveis explicativas		
$Ressalva_{it}$	Variável <i>dummy</i> , que indica quando os demonstrativos contábeis da empresa <i>i</i> no trimestre apresentam ressalva de auditoria externa.	NBC TA 705 (CFC, 2016b)
$Big4_{it}$	Variável <i>dummy</i> , que indica quando os demonstrativos contábeis da empresa <i>i</i> no trimestre <i>t</i> foram auditados por uma <i>Big Four</i> .	Almeida e Almeida (2009); Chen et al. (1999), Hoti et al. (2012), Al-Attar (2017) e Pakdaman (2018).
$Crise_t$	Variável <i>dummy</i> , que indica quando o trimestre <i>t</i> faz parte de um período de crise. Anos de crise considerados para estimação foram 2014, 2015 e 2016.	Costa et al. (2012); Rezende (2005); Batista et al. (2017) e Moreira et al. (2021).
Variáveis explicativas de controle		
$\Delta Dolar$	Varição cambial do Dólar Americano trimestral.	Guerra e Ornelas (2014); Oliveira e Frascaroli (2014); Moura e Coelho, (2016); Paredes e Oliveira (2017); Mota et al. (2017)
$\Delta Selic$	Varição da taxa Selic trimestral.	Guerra e Ornelas (2014); Oliveira e Frascaroli (2014); Moura e Coelho, (2016); Paredes e Oliveira (2017); Mota et al. (2017)
ΔPIB	Varição do PIB trimestral.	Guerra e Ornelas (2014); Oliveira e Frascaroli (2014); Moura e Coelho, (2016); Paredes e Oliveira (2017); Mota et al. (2017)
PL	Valor do Patrimônio Líquido por ação. $PL = \frac{PL}{n^{\circ} \text{ de ações em circulação}}$	Ball e Brown (1968); Beaver (1968); Ohlson (1995); Gonçalves et al. (2014)
LL	Valor do Lucro Líquido por ação. $LL = \frac{LL}{n^{\circ} \text{ de ações em circulação}}$	Ball e Brown (1968); Beaver (1968); Ohlson (1995); Gonçalves et al. (2014)
$Liquidez_{i,t}$	Liquidez em bolsa (medida de risco).	Fama e French (2015); Moreira et al. (2021); Yokoyama et al. (2015) e Miralles-Quiros et al. (2017)
$Vol_{i,t}$	Volatilidade do título (medida de risco).	Fama e French (2015); Moreira et al. (2021); Yokoyama et al. (2015) e Miralles-Quiros et al. (2017)
$Tam_{i,t}$	Tamanho de empresa, representado pelo LN de Ativo.	Brasil (2007); Leone e Leone (2012); Yokoyama et al. (2015) Miralles-Quiros et al. (2017)

Figura 3. Descrição das variáveis do modelo empírico

Fonte: elaborado pelos autores.

4. Análise dos Resultados

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis presentes no modelo de regressão exposto na Equação (1) utilizado para testar as hipóteses desta pesquisa. Apresentamos o número de observações, mínimo, primeiro quartil, média, mediana, desvio padrão, terceiro quartil e máximo para as variáveis contínuas, e para as variáveis *dummy* apresentamos o número de observações, mínimo, média e máximo.

De acordo com a média das variáveis *dummy* *Ressalva*, *Big4*, e *Crise*, das 1.368 observações desta amostra, 3,07% tiveram ressalvas de auditoria externa, 83,04% foram auditadas por uma *Big Four*, e 33,63% dos trimestres passaram por período de crise econômica, respectivamente.

O retorno anormal médio foi negativo de -0,02%, indicando que, em média, as empresas possuem um retorno abaixo do retorno de mercado no dia da divulgação de suas demonstrações contábeis. Além disso, esse valor está bastante abaixo do retorno anormal mediano de 0,0037%, o que indica que mesmo após a winsorização ainda tem valores extremos distorcendo o retorno anormal médio para baixo. Para as demais variáveis, com exceção do *PL*, a média não está muito distante da mediana, sugerindo que não há valores extremos está enviesando a média das demais variáveis.

Tabela 2

Estatísticas descritivas

Variável	N	Min	Q1	Média	Mediana	DP	Q3	Max
RA	1.368	-0,0265	-0,0048	-0,0002	0,000037	0,0086	0,0043	0,0263
Ressalva	1.368	0	-	0,0307	-	-	-	1
Big4	1.368	0	-	0,8304	-	-	-	1
Crise	1.368	0	-	0,3363	-	-	-	1
ΔDólar	1.368	-0,0668	-0,0452	0,0035	-0,0121	0,0748	-0,0061	0,1876
ΔSelic	1.368	-0,2272	-0,0414	-0,0182	-0,0195	0,0632	0,0000	0,1132
ΔPIB	1.368	-0,0514	0,0029	0,0099	0,0164	0,0278	0,0272	0,0520
PL	1.368	0,0777	4,7111	15,8248	8,9865	23,3780	17,6409	182,80
LL	1.368	-8,0357	0,0020	0,2794	0,2017	1,3002	0,5148	5,6595
Liquidez	1.368	0,1726	0,6693	1,2612	0,9720	1,0417	1,4559	6,3643
Vol	1.368	0,0867	0,1773	0,2493	0,2550	0,0878	0,3129	0,4860
Tam	1.368	11,2826	14,0825	15,1754	15,1794	1,6360	16,1801	19,5702

Fonte: elaborada pelos autores.

No tocante ao ambiente econômico, observou-se que as variações do dólar e do PIB são, em média, positivas próximas de zero, e a variação média da Selic foi negativa próxima de zero. Portanto, com pouca variação desses indicadores econômicos, em média, neste período.

Foram analisadas as correlações de Pearson entre as variáveis contínuas do modelo. As correlações estatisticamente significantes, a pelo menos 10%, entre as variáveis independentes contínuas do modelo variam entre -0,3605 e 0,4418, não apresentando nenhum indício de colinearidade perfeita no modelo, uma vez que nenhuma das correlações foi inferior a -0,7 ou superior a 0,7.

4.2 Análise dos Resultados do Modelo de Regressão

Para o teste das hipóteses propostas nesta pesquisa, o modelo apresentado na Equação (1) foi estimado utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros robustos à heterocedasticidade, incluindo controle de efeitos fixos de tempo e setor. O VIF do modelo estimado sem os controles de efeito fixo foi de 2,45, variando de 1,02 a 5,85, o que não apresenta problema de multicolinearidade ao modelo.

O resultado da estimação do modelo se encontra no Painel A da Tabela 3. Pode-se verificar que o coeficiente da variável *Ressalva* (β_1) foi negativo e estatisticamente significativo a 1%, indicando que as empresas que apresentam ressalvas em seus demonstrativos contábeis possuem um retorno anormal abaixo daquelas que não tiveram ressalvas. O que sugere que o mercado penaliza as empresas quando as demonstrações contábeis apresentam ressalvas. Este resultado confirma a hipótese H1 desta pesquisa.

O coeficiente da variável de interação *Ressalva*Big4* (β_2) foi positivo e estatisticamente significativo a 5%, o que vai contra o esperado pela hipótese H2. Esperava-se que a empresa que apresenta ressalva emitida por uma *Big Four* fosse gerar uma reação de mercado ainda mais negativa, ou seja, dentre as empresas que tiveram ressalvas, aquelas cujas ressalvas foram emitidas por uma *Big Four*, têm um retorno anormal menor do que aquelas que tiveram ressalvas emitidas por outras empresas de auditoria externa, implicando em um coeficiente β_2 negativo.

Tabela 3

Resultados da estimação do Modelo Econométrico apresentado na Equação (1)

PAINEL A: Estimação do Modelo por MQO com Erros Robustos		
	RA	
	Coeficiente	Estatística t
Ressalva	-0,0055	(-2,91)***
Ressalva*Big4	0,0065	(2,38)**
Ressalva*Crise	0,0051	(1,76)*
Ressalva*Big4*Crise	0,0002	(0,04)
Δ Dolar	0,1297	(2,22)**
Δ Selic	0,0059	(0,40)
Δ PIB	0,1168	(1,68)*
PL	2,64E-05	(2,18)**
LL	6,49E-04	(2,78)***
Liquidez	3,30E-05	(0,14)
Vol	-0,0070	(-1,99)**
Tam	-2,30E-04	(-1,14)
Constante	0,0007839	(0,18)
Efeito Fixo de Tempo		Sim
Efeito Fixo de Setor		Sim
N		1.368
R ²		7,43%
PAINEL B: Teste para Soma de Coeficientes		
	Soma	Estat. F
$\beta_1+\beta_2$	0,0010	(0,6264)
$\beta_1+\beta_3$	-0,0004	(0,8667)

Nota: Os asteriscos *, **, *** indicam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: elaborada pelos autores.

O Painel B da Tabela 3 apresenta o teste para a soma dos coeficientes β_1 e β_2 , que não foi estatisticamente significativa. Portanto, não há diferença estatisticamente significativa entre o retorno anormal das empresas que tiveram ressalvas emitidas por uma *Big Four* e aquelas que não tiveram ressalvas emitidas a respeito de seus demonstrativos contábeis.

O coeficiente da variável de interação *Ressalva*Crise* (β_3) foi positivo estatisticamente significativa a 10%, o que vai contra a hipótese H3 desta pesquisa. De acordo com a H3, esperava-se que em períodos de crise a diferença entre o retorno anormal de empresas cujos demonstrativos apresentaram ressalvas e o retorno anormal daquelas que não tiveram ressalvas seja ainda maior do que em outros períodos, o que implicaria em um coeficiente β_3 negativo.

O Painel B da Tabela 3 apresenta o teste para a soma dos coeficientes β_1 e β_3 que não foi estatisticamente significativa, isso sugere que empresas apresentam ressalvas emitidas em período de crise não possuem retorno anormal significativamente diferente daquelas que não tiveram ressalvas.

O coeficiente da variável de interação *Ressalva*Big4*Crise* (β_4) não foi estatisticamente significativa. O que vai contra a hipótese H4 desta pesquisa. De acordo com a H4, se esperava que em períodos de crise um demonstrativo contábeis com ressalva da auditoria externa de uma *Big Four* tivesse uma associação ainda mais negativa com o retorno anormal das empresas, levando a um β_4 negativo. Logo, empresas que apresentam ressalvas emitidas por um *Big Four* não possuem retorno anormal significativamente diferente daquelas que não tiveram ressalvas, e isso não muda durante períodos de crise econômica.

Com relação as variáveis de controle, os coeficientes das variáveis $\Delta Dolar$, ΔPIB , PL , LL e Vol foram estatisticamente significantes. De acordo com o sinal dos coeficientes estimados, todas essas variáveis possuem efeito positivo sobre o retorno anormal das empresas no dia da divulgação de seus demonstrativos contábeis.

Portanto, quando a ressalva é emitida por empresas de auditoria externa que não são *Big Four* em períodos que não são de crise econômica, seus retornos são menores do que aquelas que não tiveram ressalvas emitidas. E o retorno anormal daquelas que tiveram ressalvas emitidas por *Big Four* (em período de crise ou não), ou tiveram ressalvas emitidas em período de crise econômica (emitida por *Big Four* ou não) não são estatisticamente diferentes daquelas que não tiveram ressalvas emitidas.

Logo, os achados desta pesquisa indicam que o mercado reage às ressalvas de auditoria em determinados cenários, sendo assim, considera a ressalva de auditoria como um fato relevante na tomada de decisões (Chen et al., 1999; Batista, 2009; Hoti et al., 2012; Al-attar, 2017; Pakdaman, 2018).

5. Conclusão

O presente trabalho teve por objetivo analisar a reação do mercado acionário brasileiro às ressalvas de auditoria independente divulgadas em notas explicativas. A relação das ressalvas de auditoria independente com o retorno de ações foi realizada considerando os contextos em que a auditoria é *Big Four* comparada ao cenário não *Big Four*, e antes e depois de cenários de crise econômica. E, ainda, na análise de regressão foram considerados os efeitos de outras variáveis de controle, tais como: PIB, dólar e Selic, volatilidade, tamanho, patrimônio líquido, lucro líquido e liquidez da ação.

Os resultados obtidos nos testes de hipóteses propostas nesta pesquisa, foram estimados utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros robustos à heterocedasticidade, incluindo controle de efeitos fixos de tempo e setor.

Os resultados da estimação foram de que o coeficiente da variável *Ressalva* foi negativo e estatisticamente significativo a 1%. Esse é um indício de que as empresas que apresentam ressalvas em seus demonstrativos contábeis possuem um retorno anormal abaixo daquelas que não tiveram ressalvas. Os resultados encontrados sugerem que o mercado penaliza as empresas quando as demonstrações contábeis apresentam ressalvas, confirmando a hipótese H1, de forma alinhada às afirmações de Spense (1973) e Santana et al. (2014).

Todavia, o coeficiente da variável de interação *Ressalva*Big4* foi positivo e estatisticamente significativo a 5%, o que vai contra ao esperado pela hipótese H2, ou seja, os resultados não estão alinhados às discussões de Almeida & Almeida (2009). Esperava-se que a empresa que apresentasse ressalva emitida por uma *Big Four* fosse gerar uma reação de mercado ainda mais negativa, ou seja, dentre as empresas que tiveram ressalvas, aquelas cujas ressalvas foram emitidas por uma *Big Four*, tivessem um retorno anormal menor do que aquelas que tiveram ressalvas emitidas por outras empresas de auditoria externa, implicando em um coeficiente negativo.

No teste para a soma dos coeficientes β_1 e β_2 , verificou-se que não foi estatisticamente significativo. Portanto, não há diferença estatisticamente significativa entre o retorno anormal das empresas que tiveram ressalvas emitidas por uma *Big Four* e aquelas que não tiveram ressalvas emitidas. No que se refere ao coeficiente da variável de interação *Ressalva*Crise* verificou-se que este foi positivo, ou seja, contrário aos argumentos construídos a partir dos resultados de Costa et al. (2012) e de Moreira et al. (2021). Esse resultado foi contra a hipótese H3 desta pesquisa. E no teste para a soma dos coeficientes β_1 e β_2 verificou-se que não foi estatisticamente significativo, isso sugere que empresas apresentam ressalvas emitidas em período de crise não possuem retorno anormal significativamente diferente daquelas que não tiveram ressalvas. E por último, com relação ao cenário que testa a interação: *Ressalva*Big4*Crise* não foi estatisticamente significativo. Em outras palavras, esse resultado vai contra a hipótese H4 desta pesquisa. De acordo com a H4, se esperava que em períodos de crise um demonstrativo contábil com ressalva da auditoria externa de uma *Big Four* tivesse uma relação ainda mais negativa com o retorno anormal, conduzindo a um β_3 negativo. Logo, empresas que apresentam ressalvas emitidas por uma *Big Four* não possuem retorno anormal significativamente diferente daquelas que não tiveram ressalvas, e isso não muda durante períodos de crise econômica.

A pesquisa se limitou a aferir o efeito da ressalva, conjuntamente com as demais variáveis aqui já elencadas, no retorno das ações. Uma limitação desta pesquisa é o número de observações de empresas com ressalvas, apesar de esta ser a realidade do cenário brasileiro.

Dólar, Patrimônio líquido, Lucro líquido e Volatilidade foram as variáveis de controle significativas, o que está alinhado ao proposto pela literatura.

Em linha com o estudo de Almarayeh et al. (2020), recomenda-se verificar em futuras pesquisas no mercado brasileiro, se a remuneração do diretor executivo de auditoria interna afeta a qualidade dos demonstrativos financeiros, e ainda em segundo estágio verificar a reação do mercado a essas informações. Adicionalmente, caberia verificar em futuras pesquisas o efeito dos demais tipos de relatórios de auditoria (sem ressalva, com abstenção de opinião e adverso) sobre a volatilidade e o custo de capital.

Referências

- Akerlof, G. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- 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). <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v7-i6/2958>
- Almarayeh, T. A., Aibar-Guzmán, B., & Abdullatif, M. (2020). Does audit quality influence earnings management in emerging markets? Evidence from Jordan. *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review*, 23(1), 64–74. <https://doi.org/10.6018/rcsar.365091>
- Almeida, J.E & Almeida, J.C.G. (2009). Auditoria e Earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(50), 1–19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200005>

- Alzeban, A. (2021). CAE Remuneration and Financial Reporting Quality. *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review*, 24(1), 90–103. <https://doi.org/10.6018/rcsar.367981>
- Ball, R. J. & Brown W. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(1), 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- 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) 138 f. FECAP - Faculdade Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo.
- 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. <https://doi.org/10.18593/race.v16i1.12052>
- Beaver, W. H. (1968). The information content of earnings announcements empirical research in accounting. *Journal of Accounting Research*, 6(1), 67-92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003>
- Brandão, C. V., Ballarini, L. M., Marques, V. A., & Freitag, V. C. (2021). Red Flags de Auditoria e Divulgação das Deficiências De controles Internos nas Empresas do IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(48), 22-39. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2021.e76636>
- Brasil (2007). *Lei 11.638/07, de 28 de dezembro de 2007*. (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 abril, 2019, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm.
- Brasil (1976). *Lei 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976*. (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado em 11 março, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.
- 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. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2011040202>
- Campbell, J. Y., Lo, A.W., & Mackinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets* (2 Ed.). New Jersey: Princenton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400830213>
- 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.
- 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*. University of Houston. <https://doi.org/10.2139/ssrn.192091>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. (2011). Pronunciamento Conceitual Básico (CPC 00 – R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro.
- Conselho Federal de Contabilidade - CFC. (1983). Resolução CFC nº 560/1983. Brasília: CFC.
- Conselho Federal de Contabilidade - CFC. (2016a). Norma Brasileira de Contabilidade TA 700. Brasília: CFC.
- Conselho Federal de Contabilidade - CFC. (2016b). Norma Brasileira de Contabilidade TA 705. Brasília: CFC.

- 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. <https://doi.org/10.17524/repec.v6i2.632>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). Um modelo de precificação de ativos de cinco fatores. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- 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. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014318>
- Guerra, L., & Ornellas, R. (2014). *Modelo de Previsão de Lucros de Companhias Listadas na BM&FBOvespa Baseado em Análise de Balanços, Indicadores Macroeconômicos e Monitoramento de Notícias*.
- Hartmann, C. F., & Martinez, A. L. (2020). Tax Aggressiveness and Big4 Audit Firms. *Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 10(3), 37-46.
- 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, issue*, 2(31), 75-87, May.
- 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.
- 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. <https://doi.org/10.4270/ruc.2013104>
- 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. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020170403>
- 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. <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i2.4893>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2017.03.006>
- 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. <https://doi.org/10.15728/bbr.2016.13.5.2>
- Muslih, M., & Amin, M.N. (2018). The Influence of Audit Opinion to the Company Stock Price. *Proceeding Universitas Pamulang*, 1(1), 112-125. Disponível em <http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/Proceedings/article/view/1840/1536>.
- 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.

- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- 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. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v4n1p30-51>
- Pakdaman, H. (2018). Auditor's Opinion and Market Reaction of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). *Revista Publicando*, 5(14-2), 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. <https://doi.org/10.4270/ruc.2017208>
- 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. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i1.44318>
- Porte, M., Saur-Amaral, I., & Pinho, C. (2018). Pesquisa em auditoria: principais temas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(76), 41-59. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201804410>
- 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*, 2(1), 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. <https://doi.org/10.14392/asaa.2015080105>
- 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. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v10i2.7470>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Silva Júnior, C., & Machado, M. (2020). A Comunalidade na Liquidez é um Fator de Risco Precificável? *Revista de Administração Mackenzie*, 21(2), 1-28. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eramf200158>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tahinakis, P., Mylonakis, J., & Daskalopoulou, E. (2010). An Appraisal of the Impact of Audit Qualifications on Firms' Stock Exchange Price Fluctuations. *Enterprise Risk Management*, 2(1), 86-99. DOI: <https://doi.org/10.5296/erm.v2i1.335>.
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- 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. <https://doi.org/10.17524/repec.v9i3.1275>