



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 15, n. 2, Jul./Dez., 2023

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 15.12.2022. Revisado por pares em: 08.02.2023. Reformulado em: 13.03.2023. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2023v15n2ID31067

Os auditores reagem ao comportamento do mercado?

Do auditors react to market behaviour?

¿Reaccionan los auditores al comportamiento del mercado?

Autores

José Alves Dantas

Doutor em Ciências Contábeis, Professor do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade Brasília (UnB). Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte - CEP: 70910-900 - Brasília – DF. Telefone: (61)98406.9524. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0577-7340>

Research Gate: <https://www.researchgate.net/profile/Jose-Dantas-2>

Google Citations: <https://scholar.google.com.br/citations?user=skf3EScAAAAJ&hl=pt-BR&oi=ao>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4292408391743938>

E-mail: josealvesdantas@unb.br

João Lucas Andrade Guimarães

Graduado em Ciências Contábeis e membro do Projeto de Pesquisa Contabilidade, Auditoria e Governança no Mercado Financeiro e de Capitais - Universidade de Brasília (UnB). Endereço: SHCES Quadra 301, Bloco C, Apto 206, Cruzeiro Novo - Brasília/DF - CEP: 70650-313. Telefone: (61)98244-4476. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5350-0872>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6977161872624093>

E-mail: joao.joaolucas@gmail.com

Débora Cristina Alves dos Santos

Graduada em Ciências Contábeis e membro do Projeto de Pesquisa Contabilidade, Auditoria e Governança no Mercado Financeiro e de Capitais - Universidade de Brasília (UnB). Endereço: Quadra 11, Loteamento Lunabel 3, Casa 13, Novo Gama/GO - CEP: 72862-511. Telefone: (61)99280-5627. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4826-9186>

Lattes: <https://lattes.cnpq.br/4936713059472981>

E-mail: deborasantoscr@gmail.com

(Artigo apresentado no 8º Congresso UnB de Contabilidade e Governança, realizado em nov/2022).

Resumo

Objetivo: O estudo teve por objetivo verificar se os auditores reagem às informações do mercado – volatilidade do retorno das ações e variação do valor de mercado – impactando a propensão à emissão de opinião modificada ou incorporação de parágrafos de ênfase no relatório de auditoria.

Metodologia: Os testes empíricos tiveram por base a estimação de regressões Logit, com dados de 2009 a 2020 de 338 empresas não financeiras listadas na B3, obtidos diretamente no site da CVM e na base de dados da Economatica.

Resultados: Os resultados dos testes revelaram que entidades que registram maior volatilidade do retorno das ações possuem maior probabilidade de receber relatórios de auditoria com modificação de opinião e com parágrafos de ênfase, sugerindo que o auditor percebe essa medida de risco do mercado como um indício de risco de auditoria em relação à entidade, resultando em maior rigor em seus julgamentos, até como forma de autoproteção. Por outro lado, não foi constatada associação entre a variação no valor de mercado e as opiniões modificadas de auditoria ou parágrafos de ênfase, contrariando as expectativas de que quanto maiores as perdas no valor de mercado maior seria a probabilidade de emissão de opinião modificada por parte dos auditores.

Contribuições do Estudo: As evidências empíricas suprem um gap da literatura sobre o tema, que geralmente explora os efeitos do conteúdo do relatório de auditoria no mercado, enquanto este estudo se concentra em explorar a relação inversa – o impacto das informações do mercado nos trabalhos de auditoria. Adicionalmente, os achados contribuem para a melhor compreensão sobre o trabalho dos auditores, servindo de subsídios para os profissionais da área e os reguladores.

Palavras-chave: Relatório de auditoria; Opinião de auditoria; Valor de mercado; Volatilidade; risco.

Abstract

Purpose: The purpose of the study is to determine whether auditors react to market information – stock price volatility and market value fluctuations – and to what extent this has an effect on their propensity to issue a modified opinion or include emphasis of matter paragraphs in their audit reports.

Methodology: The empirical tests were based on estimates of logistic regression with data from 338 non-financial companies listed in the B3 [Brazilian Stock Exchange] during the period 2009-2020 and obtained directly from the Securities and Exchange Commission (CVM) and the database of the Economatica platform.

Results: The results revealed that the entities which recorded greater volatility in stock returns, were more likely to include changes of opinion and emphasis of matter paragraphs in their audit reports. This suggests that the auditor regards this market risk as a sign of an audit risk for the entity that will lead to stricter judgments and even act as kind of self-protection. However, no link was found between market value fluctuations or emphasis of matter paragraphs, which contradicted the expectation that the greater the losses in market values, the greater the probability of the auditor's opinion being modified.

Research Contributions: The empirical evidence fills a gap in the literature in this area. What is usually examined is the effects of the content on the marketing audit report, whereas this study concentrates on exploring an inverse relationship – the effect of information in the market on operational audits. In addition, the findings help to obtain a better understanding of the work of the auditors and provide valuable assistance to professionals and regulators in the area.

Keywords: auditor’s report; auditor’s opinion; market value; volatility; risk.

Resumen

Objetivo: El estudio tuvo como objetivo verificar si los auditores reaccionan a la información del mercado (volatilidad de los rendimientos de las acciones y variación del valor de mercado) que impactan la propensión a emitir una opinión modificada o la incorporación de párrafos de énfasis en el informe de auditoría.

Metodología: Las pruebas empíricas se basaron en la estimación de regresiones Logit, con datos de 2009 a 2020 de 338 empresas no financieras listadas en B3, obtenidos directamente del sitio web de la CVM y de la base de datos Economatica.

Resultados: Los resultados de la prueba revelaron que las empresas que registran una mayor volatilidad en los rendimientos de las acciones tienen más probabilidades de recibir informes de auditoría con opinión modificada y con párrafos de énfasis, lo que sugiere que el auditor percibe esta medida de riesgo de mercado como una indicación del riesgo de auditoría en relación con la empresa, lo que redundaría en un mayor rigor en sus juicios, incluso como una forma de autoprotección. Por otro lado, no se encontró asociación entre la variación del valor de mercado y las opiniones de auditoría modificadas o párrafos de énfasis, contrariamente a las expectativas de que a mayores pérdidas en el valor de mercado, mayor probabilidad de emitir una opinión modificada por parte de los auditores.

Contribuciones del Estudio: La evidencia empírica llena un vacío en la literatura sobre el tema, que generalmente explora los efectos del contenido del informe de auditoría en el mercado, mientras que este estudio se centra en explorar la relación inversa: el impacto de la información del mercado en el trabajo de auditoría. Además, los hallazgos contribuyen a una mejor comprensión del trabajo de los auditores, sirviendo como subsidios para los profesionales en el campo y los reguladores.

Palabras clave: informe de auditoría; opinión de auditoría; valor comercial; volatilidad; riesgo.

1. Introdução

Considerando a perspectiva de que os auditores exercem papel fundamental para o funcionamento do mercado de capitais, ao contribuírem, por meio da asseguaração das demonstrações financeiras, para um ambiente de confiança e credibilidade (Newman, Patterson & Smith, 2005; Ojo, 2008), é natural se esperar que o conteúdo do relatório de auditoria repercute nas análises decisões dos investidores. Isso tem justificado a realização de um conjunto de estudos que procuraram identificar o impacto do relatório de auditoria, em especial quanto à modificação de opinião, no comportamento dos preços de mercado das ações (Al-

Thuneibat, Khamees & Al-Fayoumi, 2008; Alves Júnior & Galdi, 2020; Carvalho, Carvalho, Dantas & Medeiros, 2019; Ianniello & Galloppo, 2015; Lee & Lee, 2010; Lennox, Schmidt & Thompson, 2019; Souza & Nardi, 2018; por exemplo), com a ressalva adicional de que não há, na literatura, uniformidade nas evidências empíricas apresentadas quanto a esses impactos.

Por outro lado, é possível se presumir que o auditor poderá exercer julgamentos profissionais com mais rigor se a entidade auditada for objeto de avaliação negativa por parte do mercado, o que caracterizaria o impacto das decisões dos investidores no comportamento dos auditores. Essa segunda perspectiva é coerente com as previsões de que os auditores devem verificar o histórico do cliente, examinar as condições do segmento econômico em que atua, analisar a posição da empresa em relação ao mercado e identificar potenciais incentivos que possam aumentar as chances de distorções relevantes nas demonstrações financeiras (Johnstone, Gramling & Rittenberg, 2014). Mas como essa perspectiva ainda é carente de evidências empíricas, surge a seguinte questão de pesquisa: **os auditores reagem às informações do mercado a respeito das empresas clientes, aumentando a probabilidade de emissão de opinião modificada ou apresentação de parágrafos de ênfase?**

Nesse contexto, portanto, o presente estudo teve por objetivo verificar se os auditores reagem às informações do mercado – volatilidade do retorno das ações e variação do valor de mercado – impactando a propensão à emissão de opinião modificada ou incorporação de parágrafos de ênfase no relatório de auditoria. O pressuposto considerado é que os auditores percebem a volatilidade no retorno das ações e as reduções anormais no valor de mercado das empresas como indícios de risco de auditoria e procuram se proteger, sendo mais rigorosos em seus julgamentos durante o processo de auditoria, o que deve se refletir em maior probabilidade de o relatório de auditoria conter opinião modificada ou parágrafos de ênfase.

Para o alcance desse objetivo, inspirado em Carvalho et al. (2019), foram estimados modelos de regressão, utilizando dados contábeis anuais e histórico de cotações diárias dos preços das ações, ajustada pela distribuição de proventos, de 338 empresas não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2020. Os testes empíricos se concentrarão em identificar se entidades que registram maior volatilidade do retorno das ações ou perdas no valor de mercado possuem maior probabilidade de receber relatórios com modificação de opinião e com parágrafos de ênfase, sugerindo que o auditor percebe essas métricas de mercado como um indício de risco de auditoria em relação à entidade, resultando em maior rigor em seus julgamentos, até como forma de autoproteção.

Além de suprir um gap da literatura sobre o tema, que geralmente explora os efeitos do conteúdo do relatório de auditoria no mercado, enquanto este se concentra em explorar a relação inversa – o impacto das informações de mercado nos trabalhos de auditoria – os achados empíricos contribuem para a melhor compreensão sobre o desenvolvimento dos trabalhos dos auditores, servindo de subsídios para os profissionais da área e para os próprios reguladores. O estudo contribui para o avanço da literatura nacional sobre auditoria, principalmente por avaliar se os auditores efetivamente acompanham o comportamento do mercado em relação aos seus clientes, sinalizando a aderência às expectativas dos reguladores sobre a análise abrangente dos riscos de auditoria.

2. Revisão da Literatura e Hipóteses de Pesquisa

A separação entre os gestores e os proprietários/investidores das entidades envolve um conflito de interesses inerente, uma vez que o gestor pode priorizar seus interesses individuais e deixar de perseguir os objetivos desejados pelo proprietário (Bronstein, 2020; Bushman & Smith, 2001). Tal situação justifica a relevância dos trabalhos de asseguarção das

demonstrações financeiras realizados pelos auditores. Nessa perspectiva, o propósito do trabalho dos auditores é proteger o investidor, reduzindo a assimetria informacional existente na sua relação com o controlador, ao atestar a fidedignidade das informações, contribuindo para o desenvolvimento dos mercados de capitais, caracterizados por confiança e credibilidade (Dantas, Barreto & Carvalho, 2017; Murcia, Borba & Schiehl, 2008; Santos & Grateron, 2003).

Dado esse contexto, a reação do mercado ao conteúdo do relatório de auditoria e à qualidade da auditoria em si tem sido objeto de diversas pesquisas. Alguns autores obtiveram resultados inconclusivos ou não conseguiram evidências desse impacto (Al-Thuneibat et al., 2008; Batista, Pereira, Silva & Iamoniana, 2010; Lennox et al., 2019; Souza & Nardi, 2018), enquanto outros constataram tal relação (Alves Júnior & Galdi, 2020; Carvalho et al., 2019; Gomez-Guillamón, 2003; He, Sidhu & Taylor, 2019; Ianniello & Galloppo, 2015; Lee & Lee, 2010). Apesar de resultados não uniformes, a recorrência de estudos a respeito do impacto do conteúdo do relatório de auditoria nas decisões dos investidores é reveladora da relevância que esse tema tem assumido na literatura contábil.

Por outro lado, seguindo as orientações normativas (NBC TA 200 e 315), é natural se esperar que o auditor identifique maior risco de auditoria quando a entidade auditada passa por dificuldades financeiras ou está com imagem ruim perante o mercado. Como consequência, coerente com a afirmação de Miranda (2021), o auditor deve reagir ao maior risco de auditoria com ações como a redução da materialidade. Outra forma de se proteger a esse risco é a adoção de maior rigor nos julgamentos profissionais inerentes ao processo de auditoria. Com esse tipo de decisão o auditor busca preservar sua reputação e mitigar o risco de auditoria, com o consequente aumento da chance de que distorções nas demonstrações financeiras sejam identificadas e que relatórios de auditoria com modificação de opinião sejam emitidos, em função do aumento do rigor utilizado durante a condução da auditoria (Johnstone et al., 2014). O pressuposto nessa relação é que entidades em dificuldades financeiras ou com necessidade de melhorar sua imagem perante o mercado têm mais incentivos para promover distorções financeiras, a fim de sinalizar melhor performance perante investidores e outros agentes econômicos interessados.

Nesse contexto, é razoável se supor que o trabalho dos auditores seja influenciado ao se constatar que o mercado se posiciona negativamente em relação à entidade cliente. Entre as informações do mercado que o auditor pode considerar nas suas análises sobre o risco de auditoria pode-se destacar a volatilidade do retorno das ações e a redução, em si, do valor de mercado das empresas. A volatilidade do retorno das ações é uma variável-chave na alocação de ativos, em decisões de investimento e na análise de risco, traduzindo a percepção de risco do mercado em relação à entidade (Maciel & Balilini, 2017). A alta dispersão das medidas de retorno pode indicar incerteza dos investidores quanto à efetiva situação econômico-financeira da entidade ou mesmo sobre a própria sustentabilidade do negócio. Situação equivalente também pode se depreender ao se verificar uma redução acentuada no valor de mercado da empresa, sugerindo que os investidores identificam naquela entidade perspectivas negativas quanto à de geração de benefícios econômicos futuros.

Em situações do gênero, é natural que o auditor identifique tais fatores como direcionadores de maior risco de auditoria e conduza os seus trabalhos de maneira mais rigorosa, reduzindo a materialidade e aumentando a possibilidade de identificação de distorções e de emissão de relatório com modificação de opinião. A adoção de critérios mais rigorosos quanto à natureza e extensão dos procedimentos e aos julgamentos profissionais se explicaria tanto por esses indícios de maior risco de auditoria quanto por um mecanismo de autopreservação reputacional dos auditores, considerando que as entidades com maior volatilidade dos retornos das ações ou maior redução do valor de mercado estariam mais sujeitas

ao escrutínio dos investidores, aumentando a possibilidade de questionamentos sobre os auditores por reguladores e agentes de mercado.

Assim, considerando o conjunto de evidências sobre o impacto do relatório de auditoria no comportamento dos investidores (Alves Júnior & Galdi, 2020; Carvalho et al., 2019; Gomez-Guillamón, 2003; He, Sidhu & Taylor, 2019; Ianniello & Galloppo, 2015; Lee & Lee, 2010), combinado com as afirmações de Johnstone et al. (2014) e as orientações das NBC TA 200 e 315 de que o auditor deve atribuir maior risco de auditoria quando a entidade passa por dificuldades financeiras ou está com imagem ruim perante o mercado, são formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa, a serem testadas empiricamente:

H_1 : No mercado de capitais brasileiro, quanto maior (menor) a volatilidade do retorno das ações maior (menor) a chance de emissão, no período seguinte, de relatório de auditoria com opinião modificada.

H_2 : No mercado de capitais brasileiro, a dimensão variação positiva (negativa) no valor de mercado das empresas diminui (aumenta) a chance de emissão, no período seguinte, de relatório de auditoria com opinião modificada.

Outra forma de impacto no relatório de auditoria pode se dar em relação à apresentação de parágrafos de ênfase, que deve ser incluído no relatório de auditoria sempre que o auditor considerar necessário chamar a atenção dos usuários para algum aspecto que acredite ser importante para a compreensão das demonstrações financeiras (NBC TA 706). O uso desse tipo de comunicação pressupõe que o auditor não tem opinião modificada a respeito do evento, ou seja, concorda com a divulgação preparada pela administração da entidade.

Não obstante, é possível se admitir a possibilidade de o auditor utilizar parágrafos de ênfase como mecanismo de autoproteção a questionamentos futuros sobre o seu trabalho, nos casos de identificar risco potencial de dificuldades financeiras ou descontinuidade da empresa. Assim, mesmo sem modificar a opinião sobre as demonstrações financeiras, o auditor utilizaria parágrafos de ênfase para destacar determinados aspectos que poderiam ser usados no futuro para justificar eventuais questionamentos dos reguladores ou investidores, caso se materializem, no futuro, as dificuldades financeiras ou a descontinuidade da empresa.

Essa percepção de que os parágrafos de ênfase são percebidos como espécie de “substituição” à modificação de opinião por parte dos investidores já foi documentada na literatura (Carvalho et al, 2019; Ianniello & Galloppo, 2015; Souza & Nardi, 2018). Nesse sentido, é possível supor que ao constatar que os investidores estão atribuindo percepções de maior risco à entidade – maior volatilidade do retorno das ações ou redução acentuada no valor de mercado das empresas – os auditores podem se utilizar de parágrafos de ênfase como mecanismo de proteção reputacional, no caso de confirmação de eventos negativos futuros. Assim, em complementação às hipóteses **H_1** e **H_2** , são formuladas as seguintes hipóteses:

H_3 : No mercado de capitais brasileiro, quanto maior (menor) a volatilidade do retorno das ações maior (menor) a chance de emissão, no período seguinte, de relatório de auditoria com parágrafos de ênfase.

H_4 : No mercado de capitais brasileiro, a dimensão da variação positiva (negativa) no valor de mercado das empresas diminui (aumenta) a chance de emissão, no período seguinte, de relatório de auditoria com parágrafos de ênfase.

3. Procedimentos Metodológicos

A realização dos testes empíricos com o propósito de avaliar a reação dos auditores às informações do mercado, afetando a possibilidade de modificação de opinião ou incorporação de parágrafo de ênfase no relatório de auditoria, tem por base as premissas descritas na Figura 1, com destaque para a dimensão temporal dos eventos.

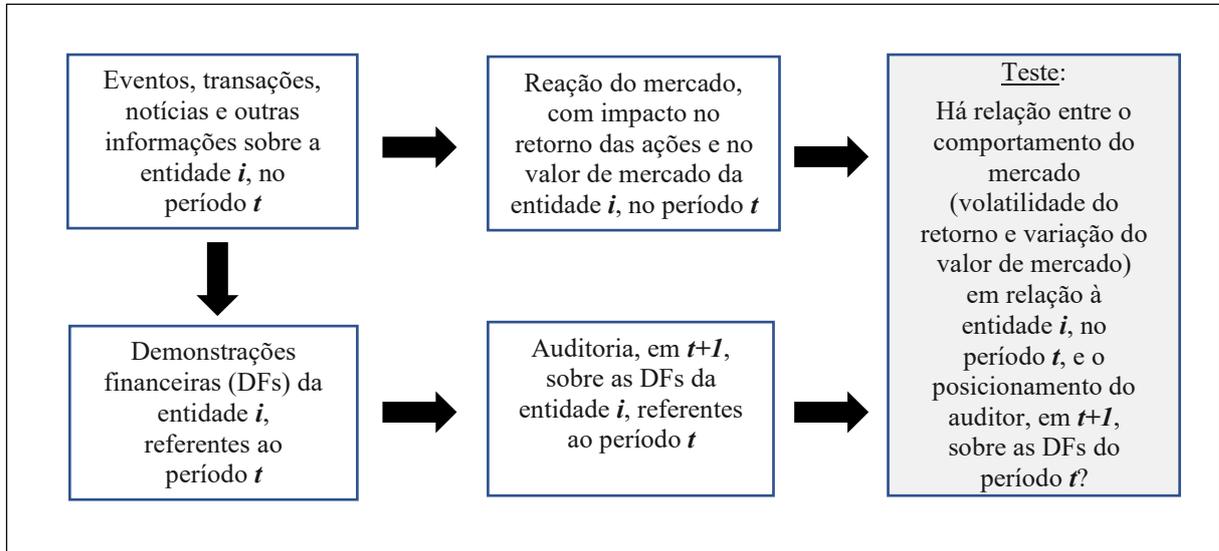


Figura 1. Relação entre o comportamento do mercado e o conteúdo do relatório de auditoria
Fonte: dados da pesquisa.

3.1 Amostra e Fonte de Dados

Para a realização dos testes empíricos foram considerados dados econômico-financeiros anuais e histórico de cotações diárias dos preços das ações, ajustada pela distribuição de proventos, de 338 empresas não financeiras listadas na B3, entre 2009 e 2020. As informações de mercado foram obtidas da Economatica, enquanto os relatórios de auditoria e informações financeiras tiveram como fonte o sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários [CVM].

As entidades que compõem a amostra integram os setores econômicos de bens industriais, comunicações, consumo cíclico, consumo não cíclico, materiais básicos, petróleo, gás e combustíveis, saúde, tecnologia da informação e utilidade pública, distribuídas em seis tipos de segmentos de governança corporativa – Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2), Bovespa Mais (MA) e Balcão Tradicional (MB).

Os testes compreenderam a estimação de modelos Logit para testar o impacto das informações de mercado em termos de modificação de opinião ou incorporação de parágrafos de ênfase – Subseções 3.2 e 3.3, respectivamente.

3.2 Modelos para Testar a Modificação de Opinião

Para testar as hipóteses de pesquisa H_1 e H_2 foram utilizados os modelos (3.1) e (3.2), que avaliam o impacto da volatilidade do retorno das ações e da variação do valor de mercado na modificação de opinião do auditor, respectivamente. Esses modelos são inspirados em Carvalho et al., (2019), que investigaram se o relatório de auditoria com opinião modificada impactava o preço das ações.

$$MOD_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 VOL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

$$MOD_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VME_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Sendo:

MOD_{i,t+1}: variável *dummy*, que assume valor 1 caso a empresa *i*, no período *t+1*, tenha recebido relatório de auditoria com modificação de opinião sobre as DFs do período *t*. Caso contrário, assume valor 0.

VOL_{i,t}: volatilidade do retorno das ações da empresa *i*, no período *t*, obtida através do desvio padrão anual dos retornos diários (contínuo) das ações. Foram considerados apenas os dados de ações com requisito mínimo de liquidez de pelo menos 100 dias de negociação por ano. Para os dias em que não houve negociações, os dados foram apenas ignorados.

ΔVME_{i,t}: variação (proporcional) no valor de mercado da empresa *i*, no período *t*, em relação ao período *t-1*.

ROA_{i,t}: retorno sobre os ativos da empresa *i*, no período *t*, calculado pela relação entre o lucro líquido e o ativo total.

GOV_{i,t}: variável *dummy*, que assume valor igual a 1 se a empresa *i*, no período *t*, está listada nos níveis de governança corporativa da B3. Caso contrário, assume valor 0.

ALAV_{i,t}: grau de alavancagem/endividamento da empresa *i*, no período *t*, mensurada pela relação entre o passivo total e o ativo total.

B4_{i,t}: variável *dummy*, que assume valor 1 se a empresa *i*, no período *t*, foi auditada por uma das firmas de auditoria *big four* (PWC, KPMG, E&Y ou Deloitte) e 0, quando não.

TAM_{i,t}: caracteriza o tamanho da empresa *i*, no período *t*, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total.

Para testar as hipóteses **H₁** e **H₂**, as variáveis de interesse são *VOL* e *ΔVME*, para as quais são esperadas relações positiva e negativa, respectivamente, com a variável dependente (*MOD*). Isso significa que o aumento da volatilidade do retorno das ações e a redução do valor de mercado das empresas aumentam a propensão dos auditores independentes a emitirem, no período seguinte, relatório com modificação de opinião.

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

No caso do *ROA*, seguindo Santos (2015), é esperada relação negativa com a variável dependente, sugerindo que quanto maior (menor) o potencial de geração de lucro, menor (maior) será a chance de o auditor emitir uma opinião modificada. Essa expectativa decorre da premissa de que a melhor (pior) performance da entidade diminui (aumenta) os incentivos da administração para a promoção de distorções materiais nas demonstrações financeiras e, conseqüentemente, a mitigação do risco de auditoria.

A segunda variável de controle, *GOV*, se justifica pela conveniência de controlar os efeitos da estrutura de governança corporativa na propensão dos auditores a emitirem opinião modificada. O pressuposto é que a governança corporativa mitiga os conflitos de agência entre o principal, o agente e outras partes interessadas, alinhando os interesses das partes e maximizando o valor para os acionistas controladores e não controladores (Marques, 2016), resultando em informações financeiras mais confiáveis. Assim, em linha com os achados de Marques, Louzada, Amaral e Souza (2018) é esperado que empresas com níveis diferenciados de governança apresentem menor probabilidade de receberem opinião modificada, configurando uma relação negativa entre as variáveis *GOV* e *MOD*.

Em relação à alavancagem (*ALAV*), Krishnan e Krishnan (1996) constataram que o grau de endividamento é uma variável significativa para explicar a ocorrência de opinião modificada de auditoria. Evidências nesse sentido também foram confirmadas por Hope e Langli (2010),

ao indicarem que a alavancagem influencia na modificação de opinião por questões de continuidade. Assim, é esperada associação positiva entre essa variável de controle e a propensão à emissão de relatório com opinião modificada (*MOD*).

Para a variável *B4*, embora inicialmente possa haver a expectativa de que as firmas *big four* seriam mais propensas a emitirem opinião modificada, em função de sua maior independência financeira e capital reputacional, evidências no mercado brasileiro apresentadas por Damascena e Paulo (2013) revelam que as firmas de menor porte emitem mais opiniões com ressalvas e parágrafo de ênfase do que as *big four*, mesmo estas auditando maior parte das entidades. Desta forma, espera-se associação negativa entre *B4* e *MOD*.

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

3.3 Modelos para Testar os Parágrafos de Ênfase

O uso do parágrafo de ênfase pode ser utilizado como uma forma de o auditor alertar com antecedência os investidores sobre possíveis riscos referentes à entidade como forma de proteger sua reputação. Embora os parágrafos de ênfase tenham um propósito claramente distinto da modificação de opinião, uma vez que não comunica distorções presentes nas demonstrações financeiras, evidências empíricas têm demonstrado que podem ser usados para o auditor comunicar riscos, funcionando como uma espécie de proteção (Carvalho et al., 2019; Damascena & Paulo, 2013; Ianniello & Galloppo, 2015; Souza & Nardi, 2018). Para testar as hipóteses H_3 e H_4 são utilizados os modelos (3.3) e (3.4), equivalentes aos utilizados para testar as hipóteses H_1 e H_2 , apenas alterando a variável dependente *MOD* por *ENF*.

$$ENF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 VOL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.3)$$

$$ENF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VME_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.4)$$

Sendo:

$ENF_{i,t+1}$: variável *dummy*, que assume valor 1 caso a empresa *i*, no período $t+1$, tenha recebido relatório de auditoria com parágrafo de ênfase sobre as DFs do período *t*. Caso contrário, assume valor 0.

Também de forma equivalente aos testes das hipóteses H_1 e H_2 , a corroboração das hipóteses H_3 e H_4 depende da confirmação de sinal positivo para a variável *VOL* no modelo (3.3) e negativo para a variável ΔVME no modelo (3.4), respectivamente. Isso evidenciaria que a incorporação de parágrafos de ênfase no relatório de auditoria seria influenciada pela maior volatilidade do retorno das ações e pela redução do valor de mercado das entidades.

Em relação às variáveis de controle *ROA*, *GOV*, *ALAV*, *B4* e *TAM*, são esperados os mesmos sinais destacados para os modelos (3.1) e (3.2).

4. Apresentação e Análise dos Resultados

Preliminarmente à mensuração das variáveis, foram examinados os relatórios de auditoria sobre as demonstrações financeiras de 2009 a 2020 das 338 empresas que integram a amostra, procurando identificar os tipos de opinião e a presença de parágrafos de ênfase (Tabela 1).

Tabela 1

Estatísticas gerais dos relatórios de auditoria da amostra

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

Fonte: dados de pesquisa.

Como se percebe, há uma predominância de demonstrações auditadas por *big four* (69,31%), confirmando as evidências de concentração do mercado (Dantas, Chaves, Sousa & Silva, 2012). Além disso, mais da metade das demonstrações examinadas são de entidades classificadas em segmentos de governança da B3. Os relatórios com modificação de opinião representam 8,48% do total, sendo que menos de um terço desses relatórios foram emitidos por *big four* e metade eram referentes a entidades listadas nos níveis de governança da B3. Quanto à incorporação de parágrafos de ênfase, isso ocorreu em pouco mais da metade dos relatórios examinados.

4.1 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlação

A primeira etapa dos testes empíricos consistiu na mensuração das variáveis dos modelos (3.1) a (3.4), cujas estatísticas descritivas são destacadas na Tabela 2.

Tabela 2*Estatísticas descritivas das variáveis dos modelos (3.1) a (3.4)*

Painel A: variáveis categóricas					
	<i>MOD</i>	<i>ENF</i>	<i>GOV</i>	<i>B4</i>	
Valor 0	3.280	1.779	1.654	1.100	
Valor 1	304	1.805	1.930	2.484	
% Valor 1	8,48%	50,36%	53,85%	69,31%	
Painel B: variáveis contínuas					
	<i>VOL</i>	Δ <i>VME</i>	<i>ROA</i>	<i>ALAV</i>	<i>TAM</i>
Média	0,0345	0,2261	-6,9445	3,1015	21,0973
Mediana	0,0270	0,0468	0,0271	0,6242	21,3259
Desvio padrão	0,0275	1,0815	399,5671	95,3066	2,3540
Máximo	0,5105	30,6344	76,9124	5501,0263	27,6184
Mínimo	0,0085	-0,9499	-23298,6	-34,1544	8,5172

Em que: *MOD* indica se as demonstrações financeiras receberam relatório de auditoria com modificação de opinião; *ENF* revela se o relatório de auditoria sobre as demonstrações financeiras contem parágrafo de ênfase; *VOL* revela a volatilidade do retorno das ações da empresa; Δ *VME* é a variação no valor de mercado por ação; *ROA* é o retorno sobre os ativos totais; *GOV* indica se a empresa auditada faz parte de um dos segmentos de governança da B3; *ALAV* é o grau de alavancagem da empresa; *B4* revela se a entidade é auditada por uma *big four*; *TAM* é a medida de tamanho da empresa.

Fonte: dados de pesquisa.

Além de reforçar os dados das variáveis categóricas, as estatísticas descritivas revelam a presença de valores extremos nas variáveis contínuas, incluindo as variáveis de interesse, *VOL* e Δ *VME*, e as variáveis de controle *ROA* e *ALAV*, representativas dos indicadores de rentabilidade e alavancagem.

Considerando o propósito da pesquisa, que se concentra na avaliação da reação do auditor à percepção negativa do mercado em relação às informações financeiras das entidades e que isso deve se materializar principalmente em situações limites – variações negativas acentuadas no valor de mercado ou volatilidade extrema dos retornos – não seria apropriado ignorar os *outliers* por meio de tratamento estatístico. De qualquer forma, por segurança, foram realizados testes, não tabulados, com a winsorização das variáveis contínuas a 5%, que apresentaram resultados consistentes com a base sem tratamento dos *outliers*. Nesse contexto, doravante as estimações apresentadas no estudo se concentram na base completa de dados, sem tratamento dos valores extremos.

Na sequência, foi elaborada matriz de correlação entre as variáveis do modelo (Tabela 3), no sentido de buscar identificar as primeiras evidências sobre as relações de interesse do estudo e avaliar o risco de multicolinearidade.

Tabela 3*Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis dos modelos*

	<i>MOD</i>	<i>ENF</i>	<i>VOL</i>	Δ <i>VME</i>	<i>ROA</i>	<i>GOV</i>	<i>ALAV</i>	<i>B4</i>	<i>TAM</i>
<i>MOD</i>	1,000								
<i>ENF</i>	0,078	1,000							
<i>VOL</i>	0,157	0,136	1,000						
Δ <i>VME</i>	-0,007	0,031	0,070	1,000					
<i>ROA</i>	0,003	-0,018	-0,039	0,007	1,000				
<i>GOV</i>	-0,142	0,011	-0,184	-0,047	-0,016	1,000			
<i>ALAV</i>	-0,003	0,014	0,082	0,010	-0,988	0,009	1,000		
<i>B4</i>	-0,244	-0,090	-0,285	-0,059	0,028	0,295	-0,034	1,000	
<i>TAM</i>	-0,100	0,020	-0,289	-0,039	0,089	0,215	-0,094	0,393	1,000

Em que: *MOD* indica se as demonstrações financeiras receberam relatório de auditoria com modificação de opinião; *ENF* revela se o relatório de auditoria sobre as demonstrações financeiras contem parágrafo de ênfase; *VOL* revela a volatilidade do retorno das ações da empresa; Δ *VME* é a variação no valor de mercado por ação; *ROA* é o retorno sobre os ativos totais; *GOV* indica se a empresa auditada faz parte de um dos segmentos de governança da B3; *ALAV* é o grau de alavancagem da empresa; *B4* revela se a entidade é auditada por uma *big four*; *TAM* é a medida de tamanho da empresa.

Fonte: dados de pesquisa.

As análises bivariadas de interesse evidenciam, inicialmente, que *VOL* tem relação positiva com as variáveis dependentes dos modelos (3.1) e (3.3) – *MOD* e *ENF*, respectivamente. Esses são os primeiros indícios de que a percepção de risco do mercado em relação à entidade pode aumentar as chances de o auditor emitir relatório com opinião modificada ou com parágrafos de ênfase, em linha com as hipóteses H_1 e H_3 .

No caso da segunda variável de interesse, Δ *VME*, os resultados indicam associação negativa com a modificação de opinião (*MOD*) e positiva com a presença de parágrafos de ênfase (*ENF*). Os sinais obtidos são, em princípio, compatíveis com o disposto na hipótese H_2 e contrárias ao esperado em H_4 , que preveem relação negativa entre a variação no valor de mercado e a propensão do auditor em emitir relatórios com opinião modificada e parágrafos de ênfase, respectivamente. Além da não uniformidade dos sinais, chama a atenção o fato de que no caso em que o sinal é consistente com o esperado o coeficiente de correlação é de apenas -0,007, sugerindo o risco de na estimação do modelo de regressão essa relação não ser estatisticamente relevante.

Em relação às correlações entre as variáveis dependentes, *MOD* e *ENF*, e as variáveis de controle, os resultados são pouco conclusivos, com sinais distintos, dependendo da variável dependente considerada. A exceção é a variável *B4*, que registrou sinal negativo nos dois casos, indicando que auditorias realizadas por *big four* têm menor probabilidade de emissão de relatório com opinião modificada ou com parágrafos de ênfase.

É importante ressaltar que não obstante as evidências das relações bivariadas oferecerem os primeiros indícios sobre as relações esperadas, a corroboração dessas expectativas depende de confirmação na análise multivariada, por meio dos testes de estimação dos modelos de regressão, tendo em vista que a correlação pura e simples não considera os efeitos concorrentes das demais variáveis independentes.

Por fim, para avaliar o risco de multicolinearidade, foi considerado o critério sugerido por Gujarati e Porter (2011) de que não haverá esse risco se a correlação entre variáveis independentes não for maior que 0,8, fato que comprometeria a robustez dos coeficientes e dos erros padrões das regressões. Os testes revelaram correlação superior a 0,8 entre duas das variáveis apresentadas (*ALAV* e *ROA*). Para mitigar esse risco foi realizado o teste de Fator de

Inflação de Variância (FIV), constatando uma estatística de 1,0105, o que afasta o risco de multicolinearidade – esse risco se materializa quando a estatística se aproxima de 10.

4.2 Impacto da Volatilidade do Retorno e da Variação no Valor de Mercado na Modificação de Opinião de Auditoria

Para testar as hipóteses H_1 e H_2 foram estimados os modelos (3.1) e (3.2), respectivamente, cujos resultados são consolidados na Tabela 4. Para fins de análise de sensibilidade dos resultados, são promovidas estimações com os métodos de regressão agrupada (*pooled*) e efeitos fixos no período, usando o método SUR(PCSE), que gera parâmetros robustos mesmo na presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos.

Tabela 4

Estimação dos determinantes de relatório de auditoria com modificação de opinião

Variáveis	Modelo (3.1)		Modelo (3.2)	
	<i>Pooled</i>	EF Período	<i>Pooled</i>	EF Período
<i>C</i>	0,2629*** (0,0013)	0,2558*** (0,0029)	0,3477*** (0,0000)	0,3462*** (0,0000)
<i>VOL</i>	0,7797** (0,0361)	0,8574** (0,0321)		
ΔVME			-0,0059 (0,2832)	-0,0058 (0,3094)
<i>ROA</i>	0,0001 (0,6497)	0,0001 (0,6728)	7,6401 (0,5952)	6,9101 (0,6251)
<i>GOV</i>	-0,0534*** (0,0001)	-0,0517*** (0,0001)	-0,0327*** (0,0052)	-0,0327*** (0,0043)
<i>ALAV</i>	0,0002 (0,7509)	0,0001 (0,8104)	0,0009 (0,2721)	0,0009 (0,2712)
<i>B4</i>	-0,1004*** (0,0000)	-0,0997*** (0,0000)	-0,1191*** (0,0000)	-0,1156*** (0,0000)
<i>TAM</i>	-0,0048 (0,1821)	-0,0047 (0,2115)	-0,0074** (0,0418)	-0,0074** (0,0430)
Nº empresas	181	181	185	185
Nº observações	1.583	1.583	1.694	1.694
Período	2009/2020	2009/2020	2010/2020	2010/2020
R ²	0,0771	0,0813	0,0669	0,0722
R ² ajustado	0,0736	0,0713	0,0636	0,0634
F-Estatística	21,9403	8,1469	20,1647	8,1575
F (p-valor)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Em que: *MOD* indica se as demonstrações financeiras receberam relatório de auditoria com modificação de opinião; *VOL* revela a volatilidade do retorno das ações da empresa; ΔVME é a variação no valor de mercado por ação; *ROA* é o retorno sobre os ativos totais; *GOV* indica se a empresa auditada faz parte de um dos segmentos de governança da B3; *ALAV* é o grau de alavancagem da empresa; *B4* revela se a entidade é auditada por uma *big four*; *TAM* é a medida de tamanho da empresa.

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

Fonte: dados de pesquisa.

Os resultados demonstram relação positiva e relevante entre *MOD* e *VOL*, ou seja, quanto maior a volatilidade do retorno das ações, maior a chance de, no momento seguinte, o auditor emitir relatório com opinião modificada. Isso sugere que os auditores independentes se atentam às informações do mercado, principalmente no que diz respeito à percepção de risco, traduzida na maior volatilidade dos preços. A premissa subjacente é que os auditores, ao perceberem que o mercado atribui um maior risco à entidade aumentam o rigor dos seus trabalhos a fim de reduzir o risco de auditoria, com consequente impacto na chance de emissão de relatório com opinião modificada, o que corrobora a hipótese H_1 . A combinação dessas evidências empíricas com os achados de Carvalho et al. (2019), que constataram que a opinião modificada de auditoria impacta a volatilidade dos retornos após a divulgação, demonstra uma espécie de efeito cruzado: a modificação de opinião aumenta o risco de mercado após a divulgação; e a maior percepção de risco de mercado aumenta a propensão à modificação de opinião pelo auditor. Esse tipo de relação cruzada é observado em outros fenômenos que relacionam informações contábeis e de mercado, como nos estudos sobre a relação lucro-retorno (Kothari, 2001).

Em relação à segunda variável de interesse, os resultados do modelo (3.2) demonstraram não haver relação entre a variação no valor de mercado das empresas (*ΔVME*) e a emissão, no período seguinte, de relatório de auditoria com modificação de opinião (*MOD*). Não são confirmadas, assim, as previsões de H_2 de que o auditor reagiria a variações negativas no valor de mercado das entidades, aumentando a propensão à emissão de opinião modificada sobre as demonstrações financeiras. Essas evidências guardam compatibilidade com os achados de Carvalho et al. (2019), que exploraram a relação inversa – impacto da modificação de auditoria no valor de mercado das empresas – e constataram ausência de associação entre essas variáveis, embora em dimensões temporais distintas.

Em relação às variáveis de controle, os testes revelaram relação negativa entre a condição de a entidade cliente ser listada nos níveis de governança da bolsa (*GOV*) e a modificação de opinião (*MOD*) nos dois modelos, sugerindo que as entidades que pertencem a níveis de governança corporativa da B3 produzem informações mais confiáveis para os acionistas, reduzindo a probabilidade de emissão de opinião modificada pelo auditor. Esses resultados são consistentes com os achados de Alexandre e Lopes Junior (2018) e Marques et al. (2018). Marques, Santos, Souza, Amaral, Souza e Louzada (2015) também encontraram resultados compatíveis em que entidades pertencentes a um dos níveis de governança e auditadas por *big four* possuem baixa probabilidade de receber modificação de opinião. Isso corrobora a ideia de que uma boa estrutura de governança corporativa contribui para a qualidade da informação financeira divulgada, reduzindo a probabilidade de modificação de opinião de auditoria.

Resultados na mesma direção são encontrados em relação à variável *big four* (*B4*), constatando-se associação negativa com a variável dependente *MOD* para os dois modelos, reforçando as evidências obtidas por estudos anteriores, como Marques et al. (2015), Marques et al. (2018) e Bertoldi, Orth e Lerner (2019). Uma possibilidade de interpretação é que as grandes firmas de auditoria procuram manter seu prestígio com o mercado, selecionando os clientes auditados, optando por grandes entidades mais saudáveis financeiramente, relutando a aceitar entidades com dificuldades financeiras e que tenham mais incentivos para apresentar demonstrações materialmente distorcidas, fazendo com que essas entidades possuam menor probabilidade de receber relatórios com opinião modificada (Pontes, Dantas & Nunes, 2020). Esse resultado corrobora os achados de Damascena, Paulo e Cavalcante (2011) de que os relatórios de auditoria com modificação de opinião são menos frequentes quando emitidos por *big four*.

Em relação à variável tamanho (*TAM*) da entidade auditada, os resultados demonstram associação negativa com a propensão à emissão de relatório de auditoria com opinião modificada exclusivamente no modelo (3.2). Isso significa que quanto maior (menor) a entidade menor (maior) a possibilidade de o auditor emitir opinião modificada, o que reforça as evidências destacadas por Li et al., (2008). Um dos pressupostos é que maiores clientes têm menos possibilidade de receber opinião modificada de auditoria, em função de sua maior importância para a carteira da firma de auditoria.

Para as variáveis *ROA* e *ALAV* não foram encontradas associações relevantes com a modificação de opinião dos auditores, contrariando os achados de Pereira, Machado, Pinheiro e Dutra (2019), Pimentel e Durso (2018), Sant'Ana e Sant'Ana (2021) e Segura e Molina (2001). Era esperado que ambas as variáveis apresentassem relação negativa com a variável *MOD*, pois seria razoável imaginar que empresas com maior retorno ou menor endividamento teriam menos incentivos para emitir demonstrações financeiras materialmente distorcidas, diminuindo a chance de receberem relatórios com modificação de opinião.

4.3 Impacto da Volatilidade do Retorno e da Variação no Valor de Mercado Sobre a Emissão de Ênfase

Após a análise dos determinantes da modificação de opinião da auditoria, o passo seguinte consistiu no exame do impacto da volatilidade do retorno e da variação no valor de mercado da entidade na emissão de parágrafos de ênfase – teste das hipóteses H_3 e H_4 . Para isso, foram estimados os modelos (3.3) e (3.4), seguindo os mesmos critérios das estimações em relação à modificação de opinião. Os resultados são consolidados na Tabela 5.

Tabela 5

Estimação dos determinantes de emissão de parágrafos de ênfase nos relatórios de auditoria

Variáveis	Modelos testados:			
	$ENF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 VOL_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (3.3)			
	$ENF_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta VME_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GOV_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 B4_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (3.4)			
	Modelo (3.3)		Modelo (3.4)	
	<i>Pooled</i>	EF Período	<i>Pooled</i>	EF Período
<i>C</i>	0,4218** (0,0182)	0,4454*** (0,0001)	0,6051*** (0,0000)	0,5350*** (0,0000)
<i>VOL</i>	2,4344*** (0,0055)	1,8904*** (0,0031)		
ΔVME			0,0099 (0,5930)	0,0253** (0,0192)
<i>ROA</i>	-0,0001 (0,3927)	-0,0001 (0,9421)	-1,4601 (0,4637)	-1,4801 (0,9335)
<i>GOV</i>	0,0796** (0,0267)	0,0699** (0,0101)	0,0840*** (0,0013)	0,0963*** (0,0002)
<i>ALAV</i>	-0,0005 (0,6397)	-0,0008 (0,3482)	0,0001 (0,9106)	-0,0002 (0,8109)
<i>B4</i>	-0,0903** (0,0247)	-0,1528*** (0,0000)	-0,1201*** (0,0012)	-0,1731*** (0,0000)
<i>TAM</i>	0,0022 (0,7409)	0,0044 (0,3882)	-0,0017 (0,7510)	0,0028 (0,5410)
Nº empresas	181	181	185	185
Nº observações	1.583	1.583	1.694	1.694

Período	2009/2020	2009/2020	2010/2020	2010/2020
R ²	0,0247	0,2363	0,0127	0,2103
R ² ajustado	0,0210	0,2280	0,0091	0,2027
F-Estatística	6,6508	28,4902	3,6064	27,9063
F (p-valor)	0,0000	0,0000	0,0015	0,0000

Em que: *ENF* revela se o relatório de auditoria sobre as demonstrações financeiras contém parágrafo de ênfase; *VOL* revela a volatilidade do retorno das ações da empresa; ΔVME é a variação no valor de mercado por ação; *ROA* é o retorno sobre os ativos totais; *GOV* indica se a empresa auditada faz parte de um dos segmentos de governança da B3; *ALAV* é o grau de alavancagem da empresa; *B4* revela se a entidade é auditada por uma *big four*; *TAM* é a medida de tamanho da empresa.

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

Fonte: dados de pesquisa.

Em relação às variáveis de interesse, *VOL* e ΔVME , os resultados obtidos com a estimação dos modelos que têm a emissão de parágrafos de ênfase nos relatórios de auditoria (*ENF*) são praticamente equivalentes aos alcançados em relação à modificação de opinião (*MOD*). Foi constatada associação positiva entre a volatilidade do retorno das ações e a emissão de parágrafos de ênfase, confirmando H_3 , indicando que, embora do ponto de vista normativo a ênfase não deva ser usada para informar problemas nas demonstrações, ela pode ser útil para o auditor alertar o mercado para informações relevantes, se protegendo de questionamentos futuros. Já em relação à variação no valor de mercado das ações não é registrada associação com o registro de parágrafos de ênfase, rejeitando-se a hipótese H_4 .

Essas evidências reforçam as perspectivas identificadas em relação à modificação de opinião – relevância da volatilidade do retorno e ausência de significância da variação no valor de mercado das empresas para explicar o conteúdo do relatório de auditoria. Mais uma vez, esses resultados são compatíveis com os achados de Carvalho et al., (2019), que apesar de testarem a relação inversa encontraram resultados inconclusivos ao estimarem o impacto da divulgação de parágrafo de ênfase no comportamento do mercado.

No tocante às variáveis de controle, a estimação dos modelos (3.3) e (3.4) revelaram resultados consistentes com os modelos (3.1) e (3.2), exceto em relação às variáveis *GOV* e *TAM*. Para a variável *GOV* foi constatada associação negativa com o registro de parágrafos de ênfase. Apesar de o mercado reagir negativamente à ênfase, conforme foi evidenciado pelo estudo realizado por Carvalho et al. (2019), não é feita para comunicar distorções nas demonstrações financeiras, mas para permitir que o auditor chame a atenção para uma informação que considere relevante. Desse modo, o auditor pode emitir parágrafos de ênfase para empresas que apresentem bons níveis de governança com o objetivo de destacar algum dado importante para interpretação adequada das demonstrações, justificando essa relação positiva, que contraria os achados de Alexandre et. al (2018).

Outra divergência em relação aos modelos que testaram a modificação de opinião se dá em relação à variável tamanho das entidades (*TAM*). Enquanto o modelo (3.2) revelou associação negativa com a modificação de opinião, coerente com a perspectiva de que quanto maior a importância do cliente menor a propensão de o auditor emitir opinião modificada sobre as demonstrações, na estimação dos modelos (3.3) e (3.4) não foram encontradas associações significativas com parágrafos de ênfase.

5. Conclusões

Este estudo teve por objetivo verificar se os auditores reagem às informações do mercado – em especial a volatilidade do retorno das ações e a variação do valor de mercado das

empresas – influenciando a atuação do auditor sob a forma de aumento da probabilidade de emissão de relatório com modificação de opinião ou incorporação de parágrafos de ênfase.

Os resultados dos testes empíricos evidenciaram que o auditor reage negativamente à percepção de risco do mercado, traduzido pela maior volatilidade do retorno das ações, aumentando a propensão de modificar a opinião sobre as demonstrações financeiras ou incluir parágrafos de ênfase. Isso sugere que os auditores provavelmente consideram a avaliação que o mercado faz da empresa ao conduzir seus trabalhos, aumentando o rigor nos seus julgamentos nos casos de entidades julgadas mais arriscadas pelo mercado. Quanto ao potencial impacto da variação do valor de mercado das empresas sobre o tipo de opinião do auditor e a incorporação de parágrafos de ênfase, porém, os resultados dos testes demonstraram não haver relação estatisticamente relevante entre as variáveis, evidenciando que a variação negativa do preço das ações, por si só, não é suficiente para influenciar o comportamento do auditor, contrariando as expectativas de que quanto maiores as perdas no valor de mercado maior rigor seria atribuído pelo auditor nos procedimentos, avaliações e julgamentos profissionais.

As evidências empíricas obtidas contribuem para o desenvolvimento da literatura sobre o tema, principalmente no que se refere à importância dada pelo auditor às informações obtidas no mercado. Vale destacar que, apesar de o impacto da opinião do auditor sobre o mercado ser objeto de diversas pesquisas, este estudo aborda o sentido inverso dessa relação, ou seja, como o comportamento do mercado impacta os trabalhos de auditoria, incluindo o tipo opinião sobre as demonstrações.

A título de limitações, vale mencionar que a amostra contempla apenas empresas não financeiras listadas no mercado de capitais brasileiro, o que restringe as inferências dos achados a esse tipo de entidade. Além de buscar ampliar a entidade objeto de estudo, para ampliar as evidências sobre a reação dos auditores ao comportamento do mercado, pesquisas futuras podem explorar elementos distintos, como: se há diferença nessa reação entre as firmas big four e as menor porte; se os auditores reagem ao risco de mercado não apenas por meio do conteúdo do seu relatório de auditoria, mas também em termos de remuneração contratada; se as informações do mercado influenciam a perspectiva de descontinuidade contratual com os auditores; entre outros.

Referências

- Alexandre, N. O., & Lopes Junior, E. P. (2018). Análise da relação entre níveis diferenciados de governança corporativa e inconformidades dos relatórios dos auditores independentes. *RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 9 (1), 64-77. DOI: <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v9i1.525>
- Al-Thuneibat, A. A., Khamees, B. A., & Al-Fayoumi, N. A. (2008). O efeito das opiniões dos auditores qualificados sobre os preços das ações: evidências da Jordânia. *Managerial Auditing Journal*, 23 (1), 84-101. DOI: 10.1108/02686900810838182.
- Alves Júnior, E. D., & Galdi, F. C. (2019). Relevância informacional dos principais assuntos de auditoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 67-83.
- 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.

- Bertoldi, P. F., Orth, C. D. O., & Lerner, A. F. (2019). Análise dos relatórios de auditoria das companhias listadas na B3–Brasil Bolsa Balcão SA. *Revista de Administração e Contabilidade da FAT*, 11(2).
- Bronstein, M. M. (2021). Levantamento Bibliométrico: Governança Corporativa, Teoria da Agência e Teoria dos Stakeholders no Campo da Administração. *Revista Cadernos de Negócios*, 1(1), 24-45.
- 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)
- Cao, Z., Leng, F., Feroz, EH, & Davalos, S. V. (2015). Corporate governance and default risk of firms cited in the SEC’s Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44(1), 113-138. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11156-013-0401-9>
- Carvalho, D. L., Carvalho, L. O., Dantas, J. A., & Medeiros, O. R. (2019). Reação do Mercado à opinião modificada da auditoria: Valor de Mercado e Percepção de Risco. *Revista Universo Contábil*, 15 (2), 97-115. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2019214>
- Damascena, L. G., & Paulo, E. (2013). Pareceres de auditoria: um estudo das ressalvas e parágrafos de ênfase constantes nas demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 9 (3), 104-127. DOI: 10.4270/ruc.2013324
- Damascena, L. G., Paulo, E., & Cavalcante, P. R. N. (2011). Divergências entre Parágrafos de Ressalva e Parágrafos de Ênfase nos Pareceres de Auditoria. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 16 (2), 50-66. DOI: <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v16i2.5431>
- 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: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n33p140>
- Dantas, J. A., Chaves, S. M. T., Sousa, G. A., & Silva, E. M. (2012). Concentração de auditoria no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(14), 4-21. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v6i14.45398>
- Gómez-Guillamón, 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>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. 5ª ed. New York: Amgh.
- He, W., Sidhu, B., & Taylor, S. (2019). Audit quality and properties of analysts’ information environment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(3-4), 400-419. DOI: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12358>
- Hope, O., & Langli, J.C (2010). Auditor Independence in a Private Firm and Low Litigation Risk Setting. *The Accounting Review*, 85(2), 573-605. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.2.573>
- 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>

- Johnstone, K. M., Gramling, A. A., & Rittenberg, L. E. (2014). *Auditing: a risk-based approach to conducting a quality audit*. 9th ed. South-Western: Cengage Learning.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105–231. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Krishnan, J., & Krishnan, J. (1996). O papel dos trade-offs econômicos na decisão de opinião de auditoria: uma análise empírica. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 11(4), 565-586.
- Lee, H. L., & Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 628-646. DOI: <https://doi.org/10.1108/MAJ-07-2012-0728>
- Lennox, C. S., Schmidt, J. J., & Thompson, A. M. (2022). Why are expanded audit reports not informative to investors? Evidence from the United Kingdom. *Review of Accounting Studies*, 1-36. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09650-4>
- Li, C., Song, F.M. & Wong, S.M. (2008). A continuous relation between audit firm size and audit opinions: evidence from China. *International Journal of Auditing*, 12(2), 111-127. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2008.00374.x>
- Marques, V. A (2016). *Qualidade das informações contábeis e o ambiente regulatório: evidências empíricas no período de 1999 a 2013*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Brasil.
- Marques, V. A., Louzada, L. C., Amaral, H. F., & de Souza, A. A. (2018). O poder da reputação: evidências do efeito big four sobre a opinião do auditor. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15 (35), 03-31. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n35p3>
- Miranda, P. F. D. C. (2021). *Expectation Gap e o risco de auditoria*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal.
- Murcia, F. D. R., Borba, J. A., & Schiehl, E. (2008). Relevância dos red flags na avaliação do risco de fraudes nas demonstrações contábeis: a percepção de auditores independentes brasileiros. *Revista Universo Contábil*, 4 (1), 25-45. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20084>
- NBC TA 200 (R1), de 05 de setembro de 2016. (2016). Dispõe sobre os objetivos gerais do auditor independente e a condução da auditoria em conformidade com as normas de auditoria. Recuperado de: [https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA200\(R1\).pdf](https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA200(R1).pdf)
- NBC TA 315 (R2), de 02 de setembro de 2021. (2021). Dispõe sobre a identificação e a avaliação dos riscos de distorção relevante por meio do entendimento da entidade e do seu ambiente. Recuperado de: [https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA315\(R2\).pdf](https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA315(R2).pdf)
- NBC TA 706 (R2), de 04 de julho de 2016. (2016). Dispõe sobre parágrafos de ênfase e parágrafos de outros assuntos no relatório do auditor independente. <https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA706.pdf>
- 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>
- Ojo, M. (2008). The role of the external auditor in the regulation and supervision of the UK banking system. *Journal of Corporate Ownership and Control*, 5 (4), 1-21.
- Pereira, F. R., de Almeida Machado, N. V., Taboada Pinheiros, L. E., & Ribeiro Dutra, S.

- (2019). Auditoria contábil: Um estudo acerca da relação entre o relatório dos auditores e as características da empresa auditada. *Capital Científico*, 17(2).
- Pimentel, A. N., Durso, S. O. (2018). Fatores Preditivos do Tipo de Parecer de Auditoria Independente. *XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, 1-13.
- Pontes, D. M., Dantas, J. A., & Nunes, D. M. S. (2020). Modificação de Opinião dos Auditores por Risco de Continuidade Operacional no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 12(1), 28-47. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v12i1.71085>
- Sant'Ana, N. L. S., & Sant'Ana, P. C. P. (2021). Percepção de confiança na auditoria independente: índice de qualidade. *Contabilidade Vista & Revista*, 32 (2), 258-282. DOI: <https://doi.org/10.22561/cvr.v32i2.6555>
- Santos, P. B. C. (2015). "As características da empresa são determinantes do tipo de relatório de auditoria?". Dissertação de Mestrado, Universidade de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão, Portugal.
- Santos, A. D., & Grateron, I. R. G. (2003). Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14 (32), 07-22. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772003000200001>
- Segura, A. S., & Molina, G. S. (2001). El informe de auditoría y su relación con las características corporativas. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30(108), 349-391. DOI: <https://doi.org/10.1080/02102412.2001.10779420>
- Souza, B. F., & Nardi, P. C. C. (2018). Influência da Opinião do Auditor no Retorno das Ações das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21 (2), 250-270. DOI: https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n2a6