

1º lugar: 18ª edição Prêmio Contador Geraldo de La Rocque 2017

Reação do Mercado aos Pareceres dos Auditores sobre Incertezas quanto à Continuidade Operacional de Empresas de Capital Aberto após a Adoção do IFRS

Market Reaction to the Going-Concern Modified Audit Opinions of Public Companies after the IFRS Adoption

Artigo recebido em 16/08/2017 e artigo aceito em 20/10/2017

Adolfo Henrique Coutinho e Silva

Rio de Janeiro – RJ
CRCDF 011725/O-T
Doutor em Ciências Contábeis pela FEA / USP
Professor Adjunto da UFRJ
adolfocoutinho@uol.com.br

Thaina da Silva Lourenço

Duque de Caxias – RJ
Graduação em Ciências Contábeis pela FACC/UFRJ
thaina_sl@hotmail.com

Moacir Sancovschi

CRCRJ 027723/O
Rio de Janeiro – RJ
Doutor em Administração pela COPPEAD/UFRJ
Professor Emérito da UFRJ
msancov@facc.ufrj.br

which they received a modified opinion about uncertainties as to their capacity to continue operating. The analysis showed that only one company had an abnormal return (for price and number of traded shares) on the day the auditor report was released. The results of this study are relevant because they present new evidences in the Brazilian context which are added to the existing literature and that can be used as practical examples to understand the complexity and importance of the theme.

Keywords: Independent audit. Qualified opinion. Going-concern. Event study.

1 Introdução

Segundo as normas vigentes, os auditores independentes têm responsabilidade de avaliar o risco de continuidade operacional de seus clientes e incluir um parágrafo em seu Relatório de Auditoria quando existirem evidências de uma possível ocorrência de descontinuidade das empresas em um período razoável de tempo.

Notadamente, a decisão de emitir um parecer com ênfase nas incertezas sobre a continuidade operacional de uma empresa é uma das decisões mais difíceis para os auditores independentes. Nestas circunstâncias, os administradores da empresa-cliente podem exercer uma expressiva pressão para evitar esse tipo de opinião, de modo a impedir também um eventual efeito negativo significativo sobre os preços das ações da empresa (WU; HSU; HASLAM, 2016). Por outro lado, Dong, Robinson e Robinson (2015, p. 23) afirmam que a divulgação, no Relatório dos Auditores Independentes, de eventuais incertezas relativas à continuidade operacional de seus clientes é potencialmente informativa para os investidores e credores, pois os auditores presumivelmente têm acesso a informações que não estão publicamente disponíveis. Carson *et al.* (2013, p. 353) também destacam que a crise financeira global iniciada em 2007, que provocou um aumento expressivo no número de empresas falimentares, renovou o interesse no parecer dos auditores independentes sobre as empresas com dificuldades financeiras.

Neste contexto, dada a relevância do tema para o mercado de capitais e de crédito, e ante os potenciais impactos econômicos sobre os auditores independentes, administradores, reguladores, investidores e credores, o presente artigo tem como objetivo analisar a reação do mercado, tanto em relação ao preço quanto em relação ao volume negociados, aos pareceres dos auditores independentes com ênfase nas incertezas sobre a continuidade de empresas de capital aberto após a adoção do IFRS no Brasil.

Resumo

O objetivo deste artigo é analisar a reação do mercado aos pareceres dos auditores independentes, com ênfase na continuidade de empresas de capital aberto após a adoção do IFRS (*International Financial Reporting Standards*) no Brasil. Foi adotada a metodologia de estudo de evento para análise de três empresas não financeiras de capital aberto (três ações ordinárias e uma ação preferencial) no primeiro ano em que estas receberam um parecer indicando incertezas quanto à capacidade de continuarem operando. A análise estatística dos eventos selecionados demonstrou que apenas uma empresa apresentou retorno anormal (para preço e volume negociado) no dia da divulgação do parecer. Os resultados deste estudo são relevantes ao apresentarem novas evidências no contexto brasileiro que se somam à literatura existente e que podem servir de exemplos práticos para a compreensão da complexidade e da importância do tema.

Palavras-chave: Auditoria independente. Parecer qualificado. Continuidade operacional. Estudo de evento.

Abstract

The objective of this paper is to analyze the market reaction to the going-concern modified audit opinions after the IFRS adoption in Brazil. The event study methodology was adopted for the analysis of three public non-financial corporations (three common shares and one preferred share) in the first year in

No âmbito internacional, o estudo dos pareceres dos auditores independentes com ênfase nas incertezas relacionadas à continuidade operacional das empresas (*going-concern modified audit opinions*, daqui em diante referenciado como “parecer qualificado”) tem sido explorado sob diversas perspectivas, por exemplo [vide Carson *et al.* (2013) para maiores detalhes]: (a) análise dos determinantes para emissão de um parecer qualificado: foco no estudo de quais fatores podem estar associados à emissão de um parecer qualificado, com destaque para as seguintes características: (1) das firmas de auditoria (porte, comissões recebidas, independência econômica, conhecimento do setor analisado, por exemplo); (2) das empresas clientes (indicadores contábeis-financeiros e operacionais, situação financeira da empresa e nível de governança, por exemplo); (3) da relação entre auditores e clientes (relacionamento pessoal e troca de auditores, por exemplo); e (4) outros fatores relativos ao contexto (ambiente legal e fiscalização da profissão, competição no mercado de auditoria, por exemplo); (b) análise da acurácia dos pareceres qualificados: foco no estudo da frequência de erros na emissão de pareceres dos auditores e os problemas que podem decorrer de tal situação (processos judiciais ou perda de reputação para os auditores, ou prejuízo para os investidores, por exemplo); e (c) análise das consequências decorrentes da emissão de um parecer qualificado: foco no estudo da reação do mercado em face da divulgação do parecer modificado.

Segundo Carson *et al.* (2013), embora a maior parte dos estudos publicados tenha enfatizado a análise dos determinantes, as três áreas ainda requerem novos estudos que considerem a complexidade do contexto atual. Este estudo destaca a análise do terceiro item, isto é, a análise das consequências econômicas da divulgação de um parecer qualificado em relação às incertezas sobre a continuidade operacional de empresas no Brasil.

A relevância desta pesquisa decorre principalmente da escassez de estudos similares no País, bem como por utilizar a metodologia de estudo de eventos que, até onde se sabe, não foi aplicada na análise desse tipo de parecer. Além disso, este estudo também considera as particularidades do contexto local vis-à-vis as experiências internacionais.

O tema abordado é importante por tratar de um tópico relacionado à qualidade do trabalho do auditor independente sob a ótica do output produzido (comunicação de sua opinião mediante a emissão de um parecer) e também por estar indiretamente relacionado aos incentivos que os auditores têm para produzir um parecer de alta qualidade de modo a evitar potenciais riscos de reputação e/ou litígio judicial.

Além desta introdução, este artigo possui quatro partes complementares. Na sequência discutem-se os principais achados documentados em estudos anteriores sobre o tema. Na terceira parte se apresentam os critérios de identificação da amostra e a forma de coleta e análise dos dados do estudo de evento. Na quarta parte são apresentados os resultados da pesquisa. Por fim, na quinta parte apresenta-se uma breve conclusão com destaque para as potenciais contribuições dos achados desta pesquisa.

2 Referencial Teórico

2.1 Normas de auditoria sobre continuidade operacional

Inicialmente, é importante destacar que o Pronunciamento Conceitual Básico (R1), que trata da Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro,

emitido em 11/01/2008 e revisado em 02/12/2011, estabelece que a continuidade de uma empresa é uma premissa subjacente na elaboração das demonstrações financeiras, conforme destacado no texto a seguir:

4.1. As demonstrações contábeis normalmente são elaboradas tendo como premissa que a entidade está em atividade (*going-concern assumption*) e irá manter-se em operação por um futuro previsível. Deste modo, parte-se do pressuposto de que a entidade não tem a intenção, nem tampouco a necessidade, de entrar em processo de liquidação ou de reduzir materialmente a escala de suas operações. Por outro lado, se essa intenção ou necessidade existir, as demonstrações contábeis podem ter que ser elaboradas em bases diferentes e, neste caso, a base de elaboração utilizada deve ser divulgada. [...]

4.22. O montante pelo qual o patrimônio líquido é apresentado no balanço patrimonial depende da mensuração dos ativos e passivos. Normalmente, o montante agregado do patrimônio líquido somente por coincidência corresponde ao valor de mercado agregado das ações da entidade ou da soma que poderia ser obtida pela venda dos seus ativos líquidos numa base de item-por-item, ou da entidade como um todo, tomando por base a premissa da continuidade (*going-concern basis*). (grifos nossos).

Nesse sentido, o parecer dos auditores independentes é um instrumento que traz segurança aos investidores e credores sobre a adequação das demonstrações contábeis publicadas, garantindo que estas estão livres de erros e que a base contábil de continuidade operacional é apropriada para a empresa auditada.

No Brasil, as normas brasileiras de auditoria independente (de informação contábil histórica – NBC TA) estão harmonizadas com as normas internacionais (*International Standards on Auditing – ISA*) desde 2009. No ano de 2016, estas normas foram revisadas de modo a instituir o Novo Relatório do Auditor Independente (NRA) e fixadas pela Federação Internacional de Contabilidade (*International Federation of Accountants – Ifac*) no ano de 2015.

A NBC TA 700 (item 29), que trata da Formação da Opinião e Emissão do Relatório do Auditor Independente sobre as Demonstrações Contábeis, estabelece que, quando aplicável, o auditor deve elaborar o relatório de acordo com os itens 21 a 23 da NBC TA 570 que trata da continuidade operacional da empresa.

Esta resolução estabelece ainda que o relatório do auditor deve explicar (1) a responsabilidade da administração pela “avaliação da capacidade da entidade de manter a continuidade operacional [...] e se o uso da base contábil de continuidade operacional é apropriado, assim como divulgar, se aplicável, questões relacionadas com a continuidade operacional” (letra ‘b’ do item 34), e (2) a responsabilidade do auditor das demonstrações contábeis quanto à sua obrigação de “concluir quanto à adequação do uso, pela entidade, da base contábil de continuidade operacional e, com base na evidência de auditoria obtida, se existe incerteza relevante relacionada com eventos ou condições que podem levantar dúvida significativa quanto à capacidade de continuidade da entidade” (inciso IV, letra ‘b’, item 39).

A NBC TA 570, emitida em 04/12/2009 e atualizada em 17/06/2016 pelo Conselho Federal de Contabilidade, trata

especificamente da continuidade operacional da empresa auditada. Esta norma estabelece os procedimentos de avaliação de risco a serem aplicados para obtenção de evidências suficientes e apropriadas para verificar se existem “incertezas relevantes” quanto a eventos ou condições que possam gerar dúvida sobre a continuidade operacional da empresa no futuro e, consequentemente, sobre a adequação da base contábil utilizada na avaliação dos ativos e passivos da empresa (ou sobre a necessidade de utilização de outra base alternativa como, por exemplo, uma base de liquidação). Esta norma também estabelece as formas de divulgação associadas.

Com base no julgamento profissional, quando existir incerteza relevante e houver o uso inapropriado da base contábil de continuidade operacional, o auditor deve emitir um **parecer adverso** (item 21). Caso a base contábil seja adequada e a empresa tenha realizado uma divulgação adequada em notas explicativas, é suficiente que o auditor inclua em seu parecer uma **seção separada** com o título: “Incerteza relevante relacionada com a continuidade operacional” (item 22). Entretanto, caso a divulgação não seja adequada, o auditor deve expressar uma **opinião com ressalva ou adversa**, conforme estabelecido na NBC TA 705 (item A33), que trata das “Modificações na Opinião do Auditor Independente”. Adicionalmente, esclarece que, em casos “extremamente raros”, em situações que envolverem múltiplas incertezas significativas, o auditor poderá emitir um relatório com a **abstenção de opinião**.

Esta norma apresenta ainda um anexo com considerações sobre a aplicação prática, onde são explicitados alguns exemplos de eventos ou condições financeiras e operacionais que (individual ou coletivamente) podem levantar dúvida significativa quanto à capacidade da empresa de manter sua continuidade operacional, bem como esclarece que o período da avaliação deve ser de pelo menos, mas não limitado a, doze meses da data do balanço.

Notadamente, os auditores independentes podem receber penalidades em caso de omissão ou emissão de um parecer equivocado, devido à inobservância das normas aplicáveis. Neste sentido, Damascena, Firmino e Paulo (2011, p.127) destacam que:

O parecer de auditoria é um documento público de grande responsabilidade para o auditor, pois a inadequada emissão deste documento incorre em sanções previstas quanto à responsabilidade técnico profissional, civil e criminal com relação à adequabilidade das informações contidas nas demonstrações contábeis. Cabe ressaltar que a responsabilidade do auditor é descrita em seus pareceres como a de expressar, apenas, uma opinião sobre as demonstrações contábeis que estão sendo auditadas de acordo com as normas de auditoria aplicáveis.

De acordo com a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 308, de 14/05/1999, com as alterações das Instruções Normativas – IN nº 509/2011 e nº 545/2014, os auditores independentes registrados na CVM estão sujeitos a diversos tipos de penalidades caso (1) atuem em desacordo com as normas legais e regulamentares que disciplinam o mercado de valores mobiliários; ou (2) realizem auditoria inepta ou fraudulenta, falseiem dados ou números, ou sonheguem informações que sejam de seu dever revelar. Entre as penalidades previstas, o profissional e/ou a firma de auditoria podem ser advertidos, multados ou ter o seu registro na CVM suspenso ou cancelado, sem prejuízo de outras sanções legais cabíveis (art. 35 da IN CVM nº 308/99).

2.2 Resultados de estudos anteriores

No âmbito nacional não foi identificado nenhum estudo sobre a reação do mercado em relação à divulgação de pareceres dos auditores sobre incertezas na continuidade operacional das empresas. Em geral, os estudos encontrados tratam da frequência e do conteúdo dos pareceres dos auditores independentes com modificação de opinião (vide Taboada, 2000; Damascena, Firmino e Paulo, 2011; Teixeira, Amorim e Borges, 2012; Silva, Aires e Almeida, 2014), bem como dos determinantes econômicos para a emissão de tal parecer (vide Damascena, Firmino e Paulo, 2013 e Arruda *et al.*, 2012, p. 230).

Alberton e Marquat (2009, p. 43), por exemplo, analisaram 160 pareceres emitidos para empresas listadas no nível 1 de governança corporativa, com o objetivo de investigar as ressalvas e as ênfases emitidas pela auditoria independente. Os resultados apurados demonstram que apenas um parecer conteve ressalva e 35 apresentaram parágrafos de ênfase para 46 questões distintas. Dos motivos identificados, foram listados 22 por falta de provisionamento, 13 com problemas de continuidade, sete por contingências, três por adoção de normas internacionais de contabilidade, por subavaliação do resultado e por reapresentação de demonstrações contábeis de anos anteriores. Em relação aos casos de continuidade foram quatro casos em 2004, três em 2006, quatro em 2007 e dois em 2007. O percentual de pareceres deste tipo não foi superior a 2,5% dos casos nos anos analisados.

Silva, Aires e Almeida (2014) também analisaram os fatos abordados nos parágrafos de ênfase e nos parágrafos de outros assuntos em 31 pareceres de auditores independentes, nos anos de 2010 e 2011 (primeiros anos da adoção do IFRS), de Companhias Abertas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa. Os motivos para a criação de parágrafos de ênfase foram: (a) critérios contábeis divergentes (25 e 26 ocorrências em 2010 e 2011, respectivamente); (b) reapresentação das demonstrações contábeis (dois e zero em 2010 e 2011); (c) incertezas de continuidade (dois e zero em 2010 e 2011, respectivamente); e (d) assuntos diversos.

No plano internacional, na interessante revisão da literatura (going-concern literature) realizada por Carson *et al.* (2013, p. 353) é discutida a frequência com que ocorre a divulgação de um parecer qualificado nos Estados Unidos (no período de 2000 a 2010). Os autores demonstram que (1) 15,9% das empresas analisadas receberam um parecer qualificado (14.055 empresas entre as 88.359 empresas analisadas); (2) o número de pareceres qualificados aumentou significativamente de 2000 para 2001, após os grandes escândalos corporativos ocorridos, em face do aumento do conservadorismo dos auditores independentes (de 9,82% para 13,74%); (3) o percentual médio de pareceres qualificados é muito maior entre as empresas de menor porte (36,70% para as pequenas, 3,66% para as médias e 0,33% para as grandes); (4) entre as 396 empresas da amostra que faliram nos 12 meses subsequentes, 60,1% delas receberam um parecer qualificado; e (5) entre as 14.055 empresas que receberam um parecer qualificado, a taxa de sobrevivência foi de 98,3%.

Destaca-se que Dong, Robinson e Robinson (2015) observaram um aumento de pareceres modificados sobre descontinuidade operacional das empresas norte-americanas nos anos de 2007 a 2009 em face da crise financeira global.

Recentemente, Wu, Hsu e Haslam (2016, p. 253) argumentaram que apenas 34% das empresas britânicas que entraram em processo falimentar (de um total de 116 empresas analisadas no período de 1997 a 2010) receberam um parecer modificado imediatamente antes da falência.

Para DeFond e Zhang (2014, p. 284-285), embora os pareceres qualificados sejam relativamente raros e emitidos para empresas com problemas financeiros, os auditores têm incentivos para emitir mais pareceres qualificados do que o apropriado, de modo a reduzir o risco de litígios judiciais. Por outro lado, estes pesquisadores também argumentam que os administradores têm incentivos para pressionar os auditores a emitir um parecer “limpo” (sem ressalvas) porque um parecer qualificado impõe custo para as empresas. Assim, as empresas-clientes também têm incentivos para resistir a um excessivo conservadorismo dos auditores por meio da substituição da firma de auditoria independente.

De um modo geral, o estudo realizado por Carson *et al.* (2013, p. 357-373) destaca alguns aspectos relevantes dos estudos analisados sobre o papel e a efetividade dos auditores independentes na análise da habilidade das empresas em continuar em funcionamento.

Primeiro, os pesquisadores focaram suas análises em amostras de pareceres qualificados em empresas com dificuldades financeiras nas quais existiam incertezas sobre a sua continuidade operacional para um período considerável de tempo (aproximadamente 12 meses após a assinatura do parecer do auditor). No entanto, poucos estudos examinaram as empresas com parecer qualificado que não tiveram problemas de continuidade ante a dificuldade de avaliação de viabilidade futura da empresa no momento da emissão do parecer.

Segundo, a emissão de um parecer qualificado é mais provável quando a empresa entrará em falência do que quando a empresa continuará em funcionamento (60,0% versus 15,7%), de modo a evitar causar problemas para uma empresa que atualmente não apresenta problema (evitando uma “profecia autorrealizável”). Embora os estudos não suportem a hipótese da “profecia autorrealizável” nos Estados Unidos, em outros contextos, como na Bélgica, por exemplo, existem evidências de que tal fenômeno ocorre. Notadamente, o fato de um parecer qualificado ser emitido para uma empresa que não tenha declarado falência no ano subsequente não quer dizer que os auditores estivessem necessariamente errados. Eventuais problemas de continuidade podem demorar para ocorrer ou dar origem a outros desfechos (fusão ou aquisição, opção pelo fim do registro na Bolsa, liquidação antecipada de suas atividades, por exemplo).

Terceiro, apesar de o parecer qualificado não ser uma previsão definitiva de falência da empresa, a emissão do parecer qualificado pode ser muito importante para evitar potenciais perdas financeiras para investidores e credores. No entanto, existe um importante trade-off entre possíveis efeitos negativos sobre a reputação da firma de auditoria na ausência de um parecer qualificado de uma empresa em vias de um processo falimentar e o risco de substituição da firma de auditoria após a emissão de um parecer qualificado (que acarreta a redução de receita da empresa).

Quarto, o parecer qualificado pode ter uma consequência potencial para os credores já que está positivamente associado ao risco de falência das empresas com problemas financeiros; e pode servir de alerta de que o valor de liquidação dos ativos, em caso de falência, pode ser consideravelmente menor do que o valor contábil preparado sobre a premissa da continuidade da empresa. A emissão de um parecer qualificado está associada à mudança no tipo de informação contábil utilizada para fins de avaliação das empresas, onde o foco passa do lucro do exercício para os ativos e passivos informados no balanço após a emissão do primeiro parecer qualificado.

Quinto, a maior parte dos estudos realizados nos Estados Unidos identificou um retorno anormal expressivo nas semanas

anteriores à emissão do parecer qualificado e nenhum efeito quando da publicação do parecer, sugerindo que os investidores já tinham conhecimento da difícil condição financeira das empresas e que o parecer não teria nenhuma informação nova. Adicionalmente, o retorno negativo do mercado na data da divulgação da falência é menor para as empresas que receberam um parecer qualificado em período anterior. No entanto, os autores também ressaltam que os resultados dos estudos anteriores variam em função das diferenças entre as bases de dados utilizadas, tratamento das empresas deslistadas e tratamento dos outliers. Por fim, o parecer qualificado pode impactar significativamente o volume de ações negociadas mais do que impactar o preço das ações.

Em relação à reação do mercado quando da divulgação do parecer dos auditores independentes que trataram sobre a continuidade operacional das empresas, observa-se que os resultados dos estudos anteriores ainda são inconclusivos (Blay e Geiger, 2001; Taffler, Lu e Kausar, 2004; Ogneva e Subramanyam, 2007; Menon e Williams, 2010; Dong, Robinson e Robinson, 2015), podendo variar significativamente de país para país e ao longo do tempo em face da complexidade do assunto e das possíveis mudanças no ambiente institucional.

Em resumo, a análise dos estudos nacionais permite concluir que os casos reportados sobre o tema são relativamente raros e que pouca atenção foi dada à análise das consequências decorrentes da divulgação de problemas de continuidade operacional da empresa indicados nos pareceres dos auditores independentes no contexto brasileiro. Adicionalmente, fica patente que, mesmo nos estudos internacionais, não está claro que a divulgação desses pareceres influencia os preços das ações, mas existem algumas evidências de que os volumes de ações negociadas podem ser afetados.

Assim, o objetivo deste estudo foi testar as seguintes hipóteses:

H_A : O retorno e o volume negociado anormal das ações na data do evento de cada empresa com parecer qualificado sobre continuidade são iguais a zero.

H_B : O retorno e o volume negociado anormal acumulado das ações na janela do evento de cada empresa com parecer qualificado sobre continuidade das ações são iguais a zero.

Em linhas gerais, as hipóteses testadas dizem respeito à análise de uma possível reação do mercado fora do comum, tanto em relação ao preço negociado quanto em relação ao volume negociado, quando da divulgação do parecer qualificado do auditor independente sobre a continuidade operacional de empresas brasileiras.

3 Metodologia

Para a realização desta pesquisa buscou-se identificar empresas de capital aberto registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que apresentaram pareceres de auditoria independente com ressalva ou parágrafo de ênfase sobre a continuidade operacional da empresa em período posterior a 2011, isto é, após a consolidação da implementação do IFRS pelas empresas no Brasil. Adicionalmente, para realização deste estudo, as empresas selecionadas deveriam também apresentar negociação de suas ações na BM&FBovespa em todo o período analisado, pois a ausência de negociação diária impossibilita a aplicação da técnica de estudo de eventos utilizada.

Com base no levantamento realizado em sites de busca, localizando notícias publicadas em jornais e revistas sobre o conteúdo dos pareceres de auditoria das empresas, foram identificadas três empresas que atenderam aos três critérios mencionados: (1) IdeiasNet S.A.; (2) Oi S.A.; e (3) PDG Realty S.A.

Destaca-se que outras três empresas identificadas foram descartadas em face do não atendimento de todos os critérios mencionados, quais sejam: (a) a empresa Mundial S.A., que apresentou parecer com ênfase sobre a continuidade operacional antes de 2011; (b) a empresa Bombril S.A. (com parecer da empresa BDO RCS para as demonstrações financeiras de 2013), que não apresentou o mínimo de 60 cotações para a realização dos testes estatísticos; e (c) a empresa Invepar (parecer da Deloitte para as demonstrações financeiras de 2015), que não apresentou negociação de suas ações no período analisado.

Após a identificação das empresas, a coleta das informações sobre o parecer dos auditores independentes foi realizada no site da CVM (www.cvm.gov.br), enquanto os dados dos preços das ações e volumes negociados foram extraídos do site Yahoo Finance em 10/12/2016 (www.yahoofinance.com).

O estudo de evento foi realizado para o primeiro ano em que foi apresentado um parecer com ressalva ou ênfase sobre problemas de continuidade operacional. Para as empresas com cotações para ações ordinárias e preferenciais, foram realizados cálculos separadamente.

A premissa básica desta pesquisa é que a publicação de um parecer com ressalva ou ênfase sobre a continuidade operacional da empresa reduz a relevância das demais informações divulgadas nas demonstrações contábeis arquivadas na CVM, no primeiro ano de sua ocorrência, pois levanta dúvidas sobre a adequação dos critérios contábeis adotados na valorização de ativos e passivos (*ausência de going-concern basis*).

Neste estudo, foram utilizados os mesmos procedimentos metodológicos adotados por Canongia e Silva (2014). Por limitação de espaço, estes procedimentos não serão apresentados detalhadamente neste artigo. O cálculo do Retorno Anormal (RA) e do Retorno Anormal Acumulado (RAA ou CAR) segue abaixo:

$$RA_{i,\eta t} = R_{i,\eta t} - \alpha_{i,\eta t} - \beta_i R_{Ibovespa,\eta t} + \sum_{S=0}^{\eta t-1} \varepsilon_{i,\eta t}$$

Onde: RA - Retorno Anormal, Ri - Retorno Efetivo da Ação, RIbovespa - Retorno Efetivo do Mercado, Alfa - Intercepto do Modelo de Estimação, e Beta - Coeficiente de Inclinação do Modelo de Estimação.

$$CAR_t = \sum_{i=1}^N RA_t$$

Onde: N - número de dias da janela do evento.

A análise dos resultados consiste em avaliar estatisticamente a reação do mercado, tanto em relação ao preço negociado quanto em relação ao volume negociado, com base em testes estatísticos paramétricos de diferença de médias (t test).

Dentre as principais limitações do método utilizado destaca-se que: (a) a metodologia de estudos de eventos é sensível à seleção do índice de mercado utilizado como benchmark para estimação do retorno esperado das ações, razão pela qual se optou pela utilização de um índice de mercado usualmente adotado em estudos desta natureza no Brasil; e (b) como a emissão de um parecer qualificado é relativamente rara, o presente estudo

conta com as mesmas limitações de generalização observadas nos estudos com pequenas amostras.

4 Análise dos Resultados

Inicialmente, antes da análise da reação do mercado, destaca-se o conteúdo dos pareceres dos auditores independentes, que apresenta ênfase sobre a continuidade operacional das empresas analisadas.

a) Empresa IdeiasNet - Parecer do Auditor Independente da empresa Deloitte, 28 de março de 2014, para demonstrações contábeis de 2013:

Continuidade de controladas

Conforme apresentado na Nota Explicativa nº 12, certas controladas indiretas e empreendimentos controlados em conjunto da Companhia incorreram em prejuízo líquido de R\$ 24.631 mil durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2013 e, naquela data, seus passivos circulantes excediam o total dos ativos circulantes em R\$ 62.769 mil, sendo esses valores representados pela participação da Companhia nessas investidas. Essas condições indicam a existência de incerteza significativa que pode levantar dúvida quanto à capacidade de continuidade operacional dessas controladas indiretas e empreendimentos controlados em conjunto. A continuidade das operações dessas investidas depende de sua capacidade de tornar seus negócios rentáveis e gerar caixa em suas atividades operacionais, bem como de sua habilidade em obter empréstimos em bancos ou de investidores ou receber aportes de capitais de investidores. As demonstrações financeiras dessas controladas e empreendimentos controlados em conjunto foram **preparadas no pressuposto da continuidade normal dos negócios das investidas** e não incluem quaisquer ajustes contábeis relativos à realização e classificação dos valores de ativos e passivos. Tais ajustes seriam requeridos no caso de insucesso das medidas adotadas para o restabelecimento do equilíbrio financeiro dessas investidas. A Companhia tem como objetivo a recuperação de empresas para futuro desinvestimento, conforme descrito na nota explicativa nº 1. **Nossa opinião não está ressalvada em função desse assunto.** (grifos nossos).

b) Empresa Oi - Parecer do Auditor Independente da empresa KPMG, 23 de março de 2016, para demonstrações contábeis de 2015:

Continuidade operacional

Sem ressalvar nossa opinião, chamamos a atenção para as Notas Explicativas nº 1 e 3.4.3 das demonstrações financeiras, que descrevem o plano de ação definido pela administração para equalizar as obrigações financeiras à geração de caixa da Companhia. Essas condições aliadas à eventual não concretização do plano descrito indicam a **existência de incerteza significativa que pode levantar dúvida quanto à capacidade de continuidade dos negócios da Companhia.** (grifos nossos).

c) Empresa PDG - Parecer do Auditor Independente da empresa KPMG, 29 de março de 2016, para demonstrações contábeis da PDG de 2015:

Continuidade operacional

Sem ressaltar nossa opinião, chamamos a atenção para a Nota Explicativa 1 às demonstrações financeiras, que descreve o plano de ação definido pela Administração para equalizar as obrigações financeiras à geração de caixa da Companhia, que apresentou prejuízo no exercício findo em 31 de dezembro de 2015, bem como, naquela data, excesso de passivos sobre os ativos circulantes, principalmente pela reclassificação de dívidas do longo para o curto prazo, pelo não cumprimento de cláusula restritiva (covenant) em determinados contratos de empréstimos e financiamentos. O risco de não concretização do plano descrito indica a **existência de incerteza significativa que pode levantar dúvida relevante quanto à capacidade de continuidade operacional da Companhia**. (grifos nossos).

Como se pode observar, todos os três pareceres dos auditores independentes mencionados indicam claramente os riscos de continuidade da empresa, embora possam apresentar situações distintas e formatos de redação próprios. Destaca-se que, nos anos seguintes, o problema de continuidade também foi ressaltado pelos auditores independentes.

A Tabela 1, apresentada a seguir, demonstra alguns dados contábeis e financeiros e algumas características das empresas que podem auxiliar na interpretação dos resultados observados na análise estatística da reação do mercado.

Notadamente, como destacado na Tabela 1, as três empresas analisadas apresentam portes significativamente distintos, bem como atuam em setores de atividade diferentes. A empresa Oi é a única que pertence a um setor regulado (regulação pela Anatel). Em relação à listagem de suas ações no mercado de capitais, apenas a empresa Oi está listada no nível 1, enquanto as outras são listadas no Novo Mercado, que é considerado o grupo de empresas com melhor nível de governança corporativa.

Em relação à performance econômica e financeira observa-se que as três empresas apresentaram prejuízo tanto no ano de referência analisado quanto no ano anterior à divulgação do parecer com ênfase sobre a continuidade operacional da empresa, sendo que, no caso da empresa PDG, houve uma queda brusca em sua rentabilidade. Adicionalmente, as três empresas apresentaram um nível de endividamento expressivo.

Entre as analisadas, as empresas Oi e PDG entraram em processo de recuperação judicial após a divulgação do parecer dos auditores independentes com ênfase na continuidade operacional da empresa (os Fatos Relevantes de pedido de recuperação judicial foram divulgados em 20/06/2016 e 22/02/2017, respectivamente).

As três empresas analisadas foram auditadas por grandes firmas de auditoria (Big Four) e não houve mudança da firma de auditoria (apenas mudança do auditor responsável na empresa Ideiasnet). Destaca-se que as empresas Oi e PDG contrataram a mesma firma de auditoria e tiveram um parecer com ênfase sobre a continuidade operacional no mesmo ano de referência (2015). Ressalta-se ainda que, no caso da empresa PDG, o parecer da firma de auditoria foi emitido poucos dias depois da emissão do parecer da empresa Oi.

Tabela 1: Dados contábeis e outras informações das empresas analisadas

	Ideiasnet	Oi	PDG
Ano de referência:	2013	2015	2015
Resultado do exercício	-15.501	-5.347.601	-2.842.482
Ativo total	892.891	97.014.806	10.958.045
Patrimônio líquido	148.808	14.406.211	2.384.565
Rentabilidade dos ativos	-1,7%	-5,5%	-25,9%
Nível de endividamento	6,0	6,7	4,6
Firma de auditoria responsável	Deloitte	KPMG	KPMG
Data do parecer	28/03/2014	23/03/2016	29/03/2016
Ano Anterior:			
Resultado do exercício	-20.613	-4.406.421	-475.414
Ativo total	788.427	102.789.122	15.924.225
Patrimônio líquido	96.174	19.311.489	5.061.749
Rentabilidade dos ativos	-2,6%	-4,3%	-3,0%
Nível de endividamento	8,2	5,3	3,1
Firma de auditoria responsável	Deloitte	KPMG	KPMG
Dois anos antes do evento:			
Resultado do exercício	-22.233	1.493.015	-153.257
Ativo total	792.461	70.096.071	16.798.855
Patrimônio líquido	116.258	11.524.138	5.330.053
Rentabilidade dos ativos	-2,8%	2,1%	-0,9%
Nível de endividamento	6,8	6,1	3,2
Firma de auditoria responsável	KPMG	KPMG	KPMG
Outros dados:			
Setor de atividade	Administração de participações do setor de informática	Telecomunicação	Administração de participações do setor imobiliário
Regulação	Não aplicável	Anatel	Não aplicável
Listagem	Novo Mercado	Nível 1	Novo Mercado

Nota: (a) Os dados foram obtidos nas Demonstrações Financeiras Padronizadas consolidadas arquivadas na CVM em abril de 2017. (b) valores em mil reais. (c) a rentabilidade dos ativos, por simplificação, corresponde ao resultado do exercício dividido pelo ativo total do mesmo exercício. (d) o nível de endividamento foi apurado pela divisão do ativo total pelo patrimônio líquido do exercício.

Sobre a repercussão na mídia quando da divulgação das demonstrações financeiras pelas empresas analisadas, constatou-se que o caso da empresa Oi apresentou maior repercussão, provavelmente em função de apresentar um porte muito superior às demais e atuar em um setor regulado, que naturalmente pode ter um impacto social maior.

No caso da empresa Oi, por exemplo, foi publicada uma matéria no site Infomoney um dia após a divulgação das demonstrações contábeis, destacando o problema de continuidade da empresa:

Resultado da Oi no 4º trimestre é aprovado com ressalva do auditor [...]

As demonstrações financeiras do quarto trimestre da operadora de telefonia Oi foram aprovadas com ressalva pela auditoria KPMG [...] A auditoria também questiona a continuidade operacional da tele. A KPMG chama a atenção para as notas explicativas que descrevem o plano de ação definido pela administração para equalizar as obrigações financeiras à geração de caixa da Oi. (INFOMONEY, www.infomoney.com.br, 24/03/2016, grifos nossos).

No caso da empresa PDG, uma notícia publicada no Valor Econômico, na mesma data em que as demonstrações financeiras foram divulgadas, realça a crise financeira enfrentada pela

empresa no ano de 2015, destacando prejuízos e como isso afetou o patrimônio da companhia:

Prejuízo da PDG soma R\$ 1,97 bilhão no quarto trimestre de 2015 [...]

A PDG Realty teve prejuízo de R\$ 1,969 bilhão no quarto trimestre de 2015, ante a perda de R\$ 222 milhões em igual período anterior. O resultado e o patrimônio líquido foram afetados, negativamente, por R\$ 1,4 bilhão em provisões e ajustes. Já nos ativos líquidos da companhia, o impacto foi de R\$ 632 milhões e, no caixa, não houve efeito imediato [...]. No acumulado de 2015, a PDG teve prejuízo de R\$ 2,76 bilhões, ante a perda de R\$ 529 milhões em 2014. A receita líquida anual caiu 57%, para R\$ 1,824 bilhão, e a margem bruta ficou negativa em 2,3%. A margem bruta foi impactada pelos descontos e pelos ajustes nas contas a receber. [...] O total de funcionários foi reduzido em 60% e, no quadro administrativo, o corte foi de 39%. (Valor Econômico, www.valor.com.br, 24/03/2016).

A Tabela 2 destaca a data da publicação das demonstrações financeiras das três empresas analisadas neste estudo, bem como a data do evento considerada para fins da realização do estudo de evento.

Tabela 2: Empresas utilizadas para os estudos de eventos

Empresa (Cód. CVM)	Ano das Demonstrações Financeiras	Ações negociadas	Data e hora da publicação	Data dos eventos (d0)
IDEIASNET S.A. (18414)	2013	ON	28/03/2014 – 23h03m	31/03/2014
OI S.A. (11312)	2015	ON / PN	24/03/2016 – 8h40m	24/03/2016
PDG REALTY S.A. (20478)	2015	ON	29/03/2016 – 21h25m	30/03/2016

Fonte: Dados extraídos do site da BM&FBovespa (www.bmfbovespa.com.br)

Na Tabela 3, apresentam-se os resultados estatísticos relacionados ao cálculo do Retorno Anormal e do Retorno Anormal Acumulado para cada uma das empresas analisadas com parecer com ênfase sobre possível dificuldade de continuidade operacional.

Com base na análise estatística realizada, no caso da empresa Ideiasnet, observou-se que o mercado reagiu negativamente na data da divulgação do parecer do auditor independente com ênfase sobre a continuidade da empresa. O Retorno Anormal e o Retorno Anormal Acumulado para as ações ordinárias, na data do anúncio (d_0), foi de -5,01% e -4,24%, respectivamente, sendo as evidências estatísticas suficientes para rejeitar as hipóteses nulas H_a e H_b [(t)=3,016 e (t)=2,551; p -value<1% e <5%, respectivamente]. Do mesmo modo, ocorreu um aumento significativo de 176,61% no volume de ações negociadas da empresa no dia do evento [(t)=1,750; p -value<10%].

No caso da empresa PDG não há evidências de que tenha ocorrido uma reação atípica da cotação do mercado no dia do evento, embora tenha sido observado um Retorno Anormal de -7,44% no dia anterior ($d-1$) e um aumento de 6,43% no dia do evento (d_0). Todavia, destaca-se que houve um aumento significativo de 91,47% no volume de ações negociadas no dia do evento [(t)=1,698; p -value<10%].

Para a empresa Oi não existem evidências estatísticas de que o mercado reagiu na janela do evento em face da divulgação do parecer do auditor independente, embora o retorno anormal observado na data do evento tenha sido positivo em 3,87% para as ações ordinárias e 5,86% para as ações preferenciais. Do mesmo modo não há evidências de uma alteração significativa no volume de ações ordinárias e preferenciais negociadas na janela do evento.

Tabela 3: Dados dos retornos e volumes anormais em face da divulgação do parecer qualificado do auditor independente**Painel A – Dados sobre os retornos anormais**

Dia	IDNT3 (ON)			OIBR3 (ON)			OIBR4 (PN)			PDGR3 (ON)		
	RA	t test	p-value									
d-1	0,77%	0,466	0,643	-3,09%	0,783	0,436	0,63%	0,171	0,865	-7,44%	1,299	0,198
d0	-5,01%	3,016	0,003	3,87%	0,980	0,330	5,86%	1,599	0,114	6,43%	1,122	0,265
d1	1,73%	1,039	0,302	-0,66%	0,168	0,867	-1,61%	0,440	0,661	1,74%	0,304	0,762
Dia	RAA	t test	p-value									
d-1	0,77%	0,466	0,643	-3,09%	0,783	0,436	0,63%	0,171	0,865	-7,44%	1,299	0,198
d0	-4,24%	2,551	0,013	0,78%	0,196	0,845	6,48%	1,769	0,080	-1,01%	0,176	0,861
d1	-2,51%	1,511	0,135	0,11%	0,028	0,977	4,87%	1,329	0,187	0,73%	0,128	0,899

Painel B – Dados sobre o volume anormal

Dia	IDNT3 (ON)			OIBR3 (ON)			OIBR4 (PN)			PDGR3 (ON)		
	VNA	t test	p-value									
d-1	17,43%	0,173	0,863	-7,76%	0,198	0,843	-19,93%	0,356	0,722	-49,85%	0,925	0,358
d0	176,61%	1,750	0,084	5,58%	0,143	0,887	28,31%	0,506	0,614	91,47%	1,698	0,093
d1	-87,79%	0,870	0,387	-47,58%	1,215	0,228	-61,11%	1,093	0,277	-76,38%	1,418	0,160
Dia	VNAA	t test	p-value									
d-1	17,43%	0,173	0,863	-7,76%	0,198	0,843	-19,93%	0,356	0,722	-49,85%	0,925	0,358
d0	194,04%	1,922	0,058	-2,18%	0,056	0,956	8,39%	0,150	0,881	41,61%	0,772	0,442
d1	106,25%	1,053	0,296	-49,75%	1,271	0,207	-52,72%	0,943	0,348	-34,77%	0,645	0,520

Notas: (a) A identificação das empresas nesta tabela utiliza o código de negociação na bolsa de valores mobiliários. (b) ON – Ações ordinárias e PN – ações preferenciais. (c) Retorno Anormal (RA), Retorno Anormal Acumulado (RAA) das ações; Volume Negociado Anormal (VNA) e Volume Negociado Anormal Acumulado (VNAA).

O principal ponto que pode melhor explicar o fato de ausência de uma reação do mercado estatisticamente significativa para a empresa Oi pode estar relacionado à alta volatilidade dos preços das ações ordinárias e preferenciais no período da janela de estimação.

Possivelmente, o retorno positivo no retorno das ações da empresa Oi pode estar relacionado aos potenciais efeitos negativos da divulgação de fatos relevantes antes da divulgação das demonstrações financeiras. Neste caso, supõe-se que o mercado reagiu negativamente, antecipando-se a potenciais problemas que poderiam ocorrer e que foram concretizados quando da divulgação do parecer dos auditores independentes.

De um modo geral, os resultados apurados no estudo de evento são consistentes com o apresentado na literatura, com destaque para: (a) as empresas que entraram em processo de recuperação judicial não apresentaram reação significativa no preço ou volumes negociados, como sugerido por Menon e Willians (2010); (b) os preços e volumes das ações negociadas das maiores empresas, provavelmente sujeitas a um maior acompanhamento e custo político, não foram impactados pelo anúncio do parecer dos auditores independentes; e (c) o parecer com ênfase sobre as incertezas sobre a continuidade operacional da empresa Ideiasnet impactou o preço e volumes negociados, sugerindo que o parecer do auditor foi uma surpresa para o mercado, como sugerido por Dong, Robinson e Robinson (2015), embora as incertezas relacionadas à continuidade operacional da empresa não tenham acarretado a sua falência. Como destacado por Blay e Geiger (2001), embora a função do auditor não seja

prever a falência das empresas, espera-se uma alta associação entre tal situação e a emissão de um parecer modificado.

Notadamente, os resultados observados no caso da empresa PDG, onde os preços não reagiram, mas os investidores reviram seus investimentos na empresa quando ficou patente que ela estava com problemas, são compatíveis com as afirmações apresentadas no estudo realizado por Toledo e Sancovschi (2015, p. 1). Estes autores destacaram que:

[...] o volume de ações negociadas é uma medida extrema da relevância ou do conteúdo informacional dos lucros, pois, embora a divulgação dos lucros possa alterar as opiniões dos investidores, essas mudanças precisarão ser grandes o suficiente para compensar os custos de transação e induzir os investidores a comprarem ou venderem ações. Do contrário, não se atribuirá aos lucros qualquer conteúdo informacional ou relevância.

Nota-se aqui que o conceito de relevância indicado acima está associado ao comportamento dos volumes negociados, que reflete as mudanças nas expectativas dos investidores, e não ao comportamento dos preços das ações, que reflete mudanças nas expectativas do mercado (Toledo e Sancovschi, 2015, p. 2). Segundo Toledo e Sancovschi (2015, p. 1), a análise de relevância baseada no volume de ações negociadas é compatível com o estabelecido no Pronunciamento Conceitual Básico (R1), emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em que a informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões de comprar, vender ou manter participações

em instrumentos patrimoniais e em instrumentos de dívida que possam ser tomadas pelos investidores atuais e potenciais.

5 Considerações Finais

Com base no levantamento realizado, foram identificadas apenas seis empresas com pareceres dos auditores com parágrafos de ênfase relacionada a incertezas sobre a continuidade operacional após adoção do IFRS no Brasil. Três empresas foram descartadas da análise por não apresentarem dados suficientes para a realização de estudo de eventos. Dentre as três empresas analisadas, apenas em um caso observou-se uma reação negativa do mercado tanto para o preço da ação quanto para o volume de ações negociadas.

Notadamente, o levantamento inicial realizado permite concluir que (a) a ocorrência deste tipo de parecer não é muito comum no Brasil; (b) a divulgação dos pareceres dos auditores independentes para os casos analisados não teve uma grande cobertura da mídia especializada; e (c) a reação do mercado não será necessariamente negativa (redução do valor da ação e/ou aumento do número de ações negociadas) quando da divulgação do parecer do auditor com ênfase sobre as incertezas sobre a capacidade da empresa em continuar operando no futuro próximo.

Em geral, embora os resultados apurados sejam consistentes com as evidências indicadas em estudos anteriores, o tamanho reduzido da amostra não permite identificar padrões que ajudem a explicar ou prever a reação do mercado brasileiro para os

pareceres qualificados sobre incertezas relativas à continuidade operacional das empresas. Obviamente, o contexto brasileiro apresenta características institucionais e/ou do mercado de capitais particulares que podem contribuir para o aumento do conhecimento acerca do tema estudado.

De qualquer modo, o presente estudo é relevante na medida em que apresenta evidências empíricas sobre tema importante para os profissionais envolvidos no processo e para o mercado de capitais em geral, bem como contribui para esclarecer como pode ser a reação imediata (de curto prazo) do mercado diante da divulgação do evento analisado. Adicionalmente, de um modo geral, o presente estudo se insere dentro da importante literatura sobre a qualidade do trabalho dos auditores independentes.

Vale ressaltar que, não obstante todos os cuidados metodológicos tomados, não é possível garantir que os pareceres dos auditores foram os eventos mais relevantes ocorridos no período, isto é, é possível que outras informações possam ter influenciado o preço das ações durante os dias da janela de evento.

Como sugestão para a realização de pesquisas futuras, seria interessante aumentar o período de tempo analisado de modo a obter uma amostra mais representativa para enriquecer as evidências apuradas nesta pesquisa e/ou adotar outras metodologias (entrevistas ou questionários) para obter evidências adicionais junto aos usuários da informação contábil que negociam ações no mercado sobre a importância do parecer dos auditores independentes.

Referências

- ALBERTON, L.; MARQUART, A. *Parecer de auditoria das companhias listadas no nível 1 de governança corporativa da Bovespa: uma análise das ressalvas, ênfases e empresas de auditoria entre os anos de 2004 e 2007*. Revista Catarinense da Ciência Contábil, Florianópolis, v. 8, n. 23, p. 43-55, 2009.
- ARRUDA, M. P. *et al. Repercussão do anúncio dos pareceres de auditoria no preço das ações das companhias abertas brasileiras*. Revista da Faculdade de Administração e Economia, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 230-250, 2012.
- BLAY, A.; GEIGER, M. *Market expectations for first-time going-concern recipients*. Journal of Accounting, Auditing & Finance, v. 16, n. 3, p. 209-226, 2001.
- CANONGIA, M. A. G.; SILVA, A. H. C. *Análise do impacto no mercado de capitais devido à adoção de Hedge Accounting por empresas brasileiras*. Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 16, n. 61, p. 4-17, 2014.
- CARSON, E. *et al. Audit reporting for going-concern uncertainty: a research synthesis*. Auditing: A Journal of Practice & Theory, v. 32, Supplement 1, p. 353-384, 2013.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM. *Instrução Normativa CVM 381/03*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst381.html>>. Acesso em: 10.dez. 2016.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC. CPC 00 (R1) - *Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Disponível em <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>>. Acesso em: 10. dez. 2016.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. *Normas Brasileiras de Contabilidade - Normas de Auditoria*. Disponível em <<http://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/>>. Acesso em: 10. dez. 2016.
- DAMASCENA, L. G.; FIRMINO, J. E.; PAULO, E. *Estudo sobre os pareceres de auditoria: análise dos parágrafos de ênfase e ressalvas constantes nas demonstrações contábeis das companhias listadas na Bovespa*. Revista Contabilidade Vista & Revista, Belo Horizonte, v. 22, n. 2, p. 125-154, 2011.
- DAMASCENA, L. G.; PAULO, E. *Pareceres de auditoria: um estudo das ressalvas e parágrafos de ênfase constantes nas demonstrações contábeis das companhias abertas Brasileiras*. Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 9, n. 3, p. 104-127, 2013.
- DeFOND, M.; ZHANG, J. *A review of archival auditing research*. Journal of Accounting and Economics, v. 58, n. 2-3, p. 275-326, 2014.
- DONG, B.; ROBINSON, D.; ROBINSON, M. *The market's response to earnings surprises after first-time going-concern modifications*. Advances in Accounting, incorporating. Advances in International Accounting, v. 3, n. 1, p. 21-32, 2015.
- FIRMINO, J. E.; DAMASCENA, L. G.; PAULO, E. *Qualidade de auditoria no Brasil: um estudo sobre a atuação das auditorias independentes denominadas Big Four*. Sociedade, Contabilidade e Gestão, Rio de Janeiro, v. 5, n. Especial, 2010.

GRAMLING, A. A.; RITTENBERG, L. E.; JOHNSTONE, K. M. *Auditoria*. Tradução da 7ª. edição norte-americana. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

MENON, K.; WILLIAMS, D. *Investor reaction to going-concern audit reports*. *The Accounting Review*, v. 85, n. 6, p. 2075-2105, 2010.

OGNEVA, M.; SUBRAMANYAM, K. R. *Does the stock market underreact to going-concern opinions? Evidence from the U.S. and Australia*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 43, n. 2-3, p. 439-452. 2007.

SILVA, E. C.; AIRES, M. V. B.; ALMEIDA, K. K. N. *Um enfoque sobre o conteúdo informacional dos parágrafos de ênfase e de outros assuntos no relatório dos auditores independentes de companhias abertas*. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, João Pessoa, v. 4, n. 3, p 20-41, 2014.

TABOADA, L. E. *Parecer de auditoria: o que podemos esperar deles?* *Reuna*, Belo Horizonte, v. 5, n. 3, p. 83-109, 2000.

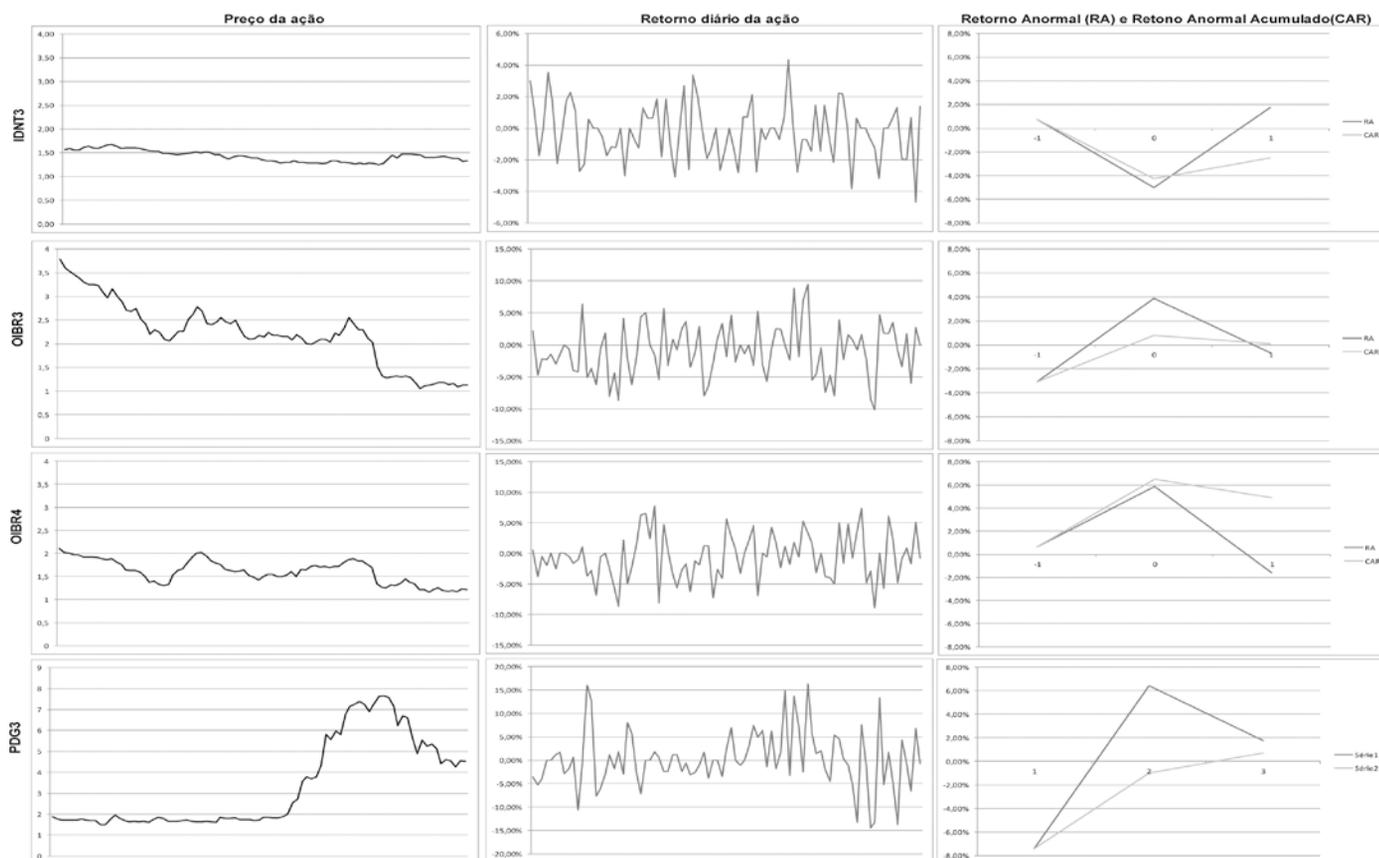
TAFFLER, R. J.; LU, J., KAUSAR, A. *In denial? Stock market underreaction to going-concern audit report disclosures*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 38, n. 1-3, p. 263-296, 2004.

TEIXEIRA, B.; AMORIM, E. N. C.; BORGES, L. J. *Revisão externa de qualidade dos auditores independentes do Brasil: uma análise dos relatórios emitidos de 2008 a 2010*. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, Rio de Janeiro, v. 17, n. 1, p. 77-91, 2012.

TOLEDO, L. F.; SANCOVSCHI, M. *A relevância relativa do lucro: um estudo com base no volume de ações negociadas*. In: Congresso Nacional de Administração e Contabilidade – AdCont. VI, 2015, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: UFRJ, 29 e 30 de outubro de 2015. Disponível em: < <http://adcont.net/index.php/adcont/adcont2015>>. Acesso em 2017.

WU, C. Y-H.; HSU, H-H.; HASLAM, J. *Audit committees, non-audit services, and auditor reporting decisions prior to failure*. *British Accounting Review*, v. 48, n. 2, p. 240-256, 2016.

Anexo I: Evolução do preço, retorno, retorno anormal e retorno anormal acumulado das ações de cada uma das empresas analisadas.



Nota: (a) dados disponíveis na base de dados Yahoo Finance, acesso em 26/12/2016; (b) os preços e retornos foram apresentados para o período da janela de estimação e para a janela do evento, enquanto o Retorno Anormal corresponde apenas ao período da janela do evento.