



Relação do risco de continuidade operacional e o valor das ações listadas na B3

Relation of the risk of going concern and the value of shares listed on B3

Relación del riesgo de empresa en funcionamiento y el valor de las acciones cotizadas en B3

Recebido em: 17-06-2022
Avaliado em: 18-11-2022
Reformulado em: 02-12-2022
Aceito para publicação em: 15-12-2022
Publicado em: 26-04-2023
Editor Responsável: Tarcísio Pedro da Silva

José Antonio Cescon¹
André Sekunda²
Nilton Cesar Lima³
Jorge Luiz Rosa da Silva⁴
Júlio César Ferreira⁵

RESUMO

Este estudo buscou identificar se a existência de menção de risco de continuidade da empresa com patrimônio líquido negativo (PLN), no relatório de auditoria, provoca alteração no valor de mercado desse ativo, em relação ao índice do mercado na data da divulgação das demonstrações contábeis. A população deste estudo foi composta por empresas listadas na Brasil Bolsa e Balcão (B3) que estiveram ativas, com PLN em, pelo menos um ano no período de 2010 a 2020. De um total de 412 empresas ativas em 2020, 73 apresentaram PLN no período do estudo (17,7%). Das 73 empresas, 17 foram excluídas por não possuírem dados de suas cotações no mercado financeiro no período, constituindo-se assim a amostra final em 56 empresas (ativas). Utilizou-se da estatística descritiva, teste estatístico (*t*), e de modelo de regressão utilizando a técnica de dados em painel para analisar as relações das variáveis na forma *cross-section*, bem como na sua dinâmica *time-series*. Os resultados demonstram que a diferença entre a variação (*delta*) do índice do mercado e a variação (*delta*) da ação para empresas que tem menção de risco de continuidade em seu parecer de auditoria sugerem que é diferente em relação as demais empresas, e que para o mercado brasileiro, a ocorrência de menção de risco de continuidade no parecer de auditoria pode provocar alteração no valor desta ação. Além disso, para empresas que reportaram prejuízos no período esse *delta* é maior, indicando que o mercado penaliza empresas com resultados adversos, talvez por acreditar que seu potencial de valorização futuro é menor, o que afeta a rentabilidade do papel em relação ao mercado.

Palavras-chave: Parecer de auditoria. Assimetria de informações. *Delta* do ativo.

¹ Doutor em Ciências Contábeis (Unisinos); Professor Adjunto da Universidade Estadual do Oeste do Paraná (Unioeste); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8338-7743>; E-mail: cescon@cescon.adm.br

² Doutor em Ciências Contábeis (UFPB); Itaipu Binacional; ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9684-8353>; E-mail: andresekunda@gmail.com

³ Doutor em Administração (USP); Professor da Universidade Federal de Uberlândia (UFU); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8933-9953>; E-mail: cesarlim@yahoo.com

⁴ Mestre em Administração e Negócios (PUC-RS); Universidade do Vale do Rio do Sinos (Unisinos); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3550-9910>; E-mail: jorgeh.rosa@gmail.com

⁵ Doutor em Ciências Contábeis (Unisinos); Professor da Universidade Estadual do Oeste do Paraná (Unioeste); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6953-1964>; E-mail: juliocesar300@hotmail.com

ABSTRACT

This study sought to identify whether the existence of mention of the risk of continuity of the company with negative equity (PLN) in the audit report causes a change in the market value of this asset, in relation to the market index, on the date of disclosure of the financial statements accounting. The population of this study consisted of companies listed on Brasil Bolsa e Balcão (B3) that were active, with PLN in at least one year in the period from 2010 to 2020; out of a total of 412 active companies in 2020, 73 presented PLN in the study period (17.7%). Of the 73 companies, we excluded 17 for not having data on their quotations in the financial market in the period, thus constituting the final sample of 56 companies (active). Descriptive statistics, statistical test (t), and we used a regression model using the panel data technique to analyze the relationships of variables in cross-section form, as well as in their dynamic time series. The results demonstrate that the difference between the variation (delta) of the market index and the variation (delta) of the stock for companies that have mention of continuity risk in their audit report suggest that it is different to other companies and that for the Brazilian market, the mention of continuity risk in the audit report may change the value of this share. In addition, for companies that reported losses in the period, this delta is greater, indicating that the market penalizes companies with adverse results, perhaps because it believes that their potential for future appreciation is lower, which affects the profitability of the stock to the market.

Keywords: Audit opinion. Information asymmetry. Asset delta.

RESUMEN

Este estudio buscó identificar si la existencia de mención de riesgo de continuidad de la empresa con patrimonio negativo (PLN), en el informe de auditoría, provoca un cambio en el valor de mercado de este activo, en relación al índice de mercado, a la fecha de divulgación de la contabilidad de los estados financieros. La población de este estudio estuvo compuesta por empresas listadas en Brasil Bolsa e Balcão (B3) que estaban activas, con PLN en al menos un año en el período de 2010 a 2020, de un total de 412 empresas activas en 2020, 73 presentaron PLN en el período de estudio (17,7%). De las 73 empresas, 17 fueron excluidas por no tener datos de sus cotizaciones en el mercado financiero en el período, constituyendo así la muestra final de 56 empresas (activas). Se utilizó estadística descriptiva, prueba estadística (t) y un modelo de regresión mediante la técnica de datos de panel para analizar las relaciones de las variables en forma de corte transversal, así como en su serie de tiempo dinámica. Los resultados demuestran que la diferencia entre la variación (delta) del índice de mercado y la variación (delta) de lo activo para las empresas que mencionan el riesgo de continuidad en su informe de auditoría sugieren que es diferente en relación a otras empresas, y que para el mercado brasileño, la mención del riesgo de continuidad en el informe de auditoría puede modificar el valor de este activo. Además, para las empresas que reportaron pérdidas en el período, esta delta es mayor, indicando que el mercado penaliza a las empresas con adversos resultados, quizás porque cree que su potencial de apreciación futura es menor, lo que afecta la rentabilidad de lo activo en relación con el mercado.

Palabras-clave: Informe de auditoría. Asimetría de la información. Propagación de activos.

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais no Brasil tem apresentado nos últimos 20 anos, em média 11% de empresas com patrimônio líquido negativo (PLN) (B3, 2022). Considerando os problemas decorrentes dessa situação de insolvência, é imprescindível que investidores estejam atentos a

quaisquer informações destas companhias (Hou et al., 2015; Ang, 2015; Jan & Ou, 2012; Brown et al., 2008; Collins et al., 1999; Hayn, 1995).

As demonstrações contábeis são fontes destas informações. Assim, a implementação das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no Brasil, a partir de 2008, além da padronização, aumentou a qualidade dos relatórios contábeis, contribuindo para uma melhor tomada de decisão dos investidores (Júnior & Gonçalves, 2020). Com o intuito de demonstrar a situação econômica/financeira da empresa, a demonstração de resultado do exercício (DRE), o balanço patrimonial (BP), e outros dois relatórios são objeto de análise por parte dos investidores para a tomada de decisão: o relatório da administração e o relatório de auditoria.

Embora as IFRS, assentado em farta literatura de que propiciam melhor qualidade da divulgação, a DRE e o BP podem indicar situações desfavoráveis à companhia, situação esta, que pode ser abrandada ou até mesmo não abordada no relatório da administração, provocando assimetria informacional (Rodrigues & Galdi, 2017; Jensen & Meckling, 1976). No intuito de minimizar essa assimetria, o relatório de auditoria exerce papel preponderante na medida em que atua como intermediário das informações das demonstrações contábeis, sinalizando se estão livres de erros ou distorções relevantes (Hu, 2015).

Sob a premissa da hipótese de mercado eficiente (HME), as informações relevantes das empresas negociadas no mercado de capitais são incorporadas e refletidas nos preços dos ativos, sendo este a melhor estimativa do seu valor atual, e que eventuais desvios são corrigidos por meio de arbitragem (Fama, 1970, 1991; Jensen, 1978). Portanto, na divulgação das demonstrações contábeis, o mercado teoricamente já deve ter assimilado o resultado que estes relatórios apresentam, já tendo provocado variações no valor destes ativos (Fama, 1970; 1991).

No entanto, o relatório de auditoria somente se torna público no momento de sua divulgação efetiva, como parte integrante das demonstrações contábeis anuais. Contudo, quando o relatório da administração, minimiza ou não aborda a real situação da empresa e, o relatório de auditoria enfatiza esta situação, indicando risco de continuidade da empresa, teoricamente, o relatório de auditoria evidencia a existência de assimetria informacional.

Quando o auditor detecta que o futuro da empresa pode enfrentar problemas de insolvência, deve informar aos investidores, mencionando em relatório a existência de dúvidas quanto à capacidade da empresa para cumprir o princípio da continuidade. Isto é, um alerta explícito de que a estabilidade da empresa pode ser um problema (Ross et al., 2019).

A menção no relatório da auditoria da existência de risco de continuidade operacional da companhia, tem nas empresas com PLN, a sua maior probabilidade de incidência, isto se deve pelo fato de que este PLN normalmente é resultado de um mau desempenho da empresa, levando-a a ter prejuízos constantes (Jan & Ou, 2012; Collins et al., 1999).

Diante deste contexto, a questão de pesquisa a ser respondida é: a menção no relatório de auditoria de que há risco de continuidade operacional da empresa, provoca alteração do valor de mercado destas empresas? Considerando o exposto, este estudo tem por objetivo: identificar se a existência de menção de risco de continuidade da empresa no relatório de auditoria, provoca alteração no valor de mercado deste ativo diferente da variação do índice do mercado na data da divulgação das demonstrações contábeis.

Este estudo assume que, se a existência da menção de risco de continuidade operacional no relatório de auditoria impacta no valor do ativo, essa menção caracteriza-se como um indicador de assimetria de informações. Assim, este estudo é suportado pela literatura acadêmica dos clássicos seminais sobre assimetria de informação (Akerlof, 1970; Jensen & Meckling, 1976; Healy & Palepu, 2001); de estudos mais recentes (Bertomeu & Magee, 2014; Kudlawicz et al., 2016; Rodrigues & Galdi, 2017; Soschinski et al., 2020); e de estudos que relacionam o relatório de auditoria a eficiência de mercado e/ou a assimetria de informações (Ianniello & Galloppo, 2015; Arcúrio Júnior & Gonçalves, 2020; Colares et al., 2020; Rapley et al., 2021).

Na relação precificação de ativos e divulgação de informações, este estudo busca relacionar-se ao estudo de Lennox, Schmidt e Thompson (2017), em que é esperado que o mercado reaja negativamente quando os auditores divulgarem riscos de distorção relevantes; Souza e Nardi (2018), sobre a relação entre o retorno das ações e o tipo de relatório do auditor. Percebe-se que, há uma lacuna a ser explorada, pois além dos estudos citados, não foram encontrados estudos que abordassem explicita e exclusivamente relacionando a menção de risco de continuidade à assimetria de informações, à eficiência do mercado e ao relatório de auditoria em empresa com PLN, e seus reflexos na precificação dos ativos no mercado de capitais.

O estudo é relevante, pois entende-se que contribuirá para a literatura no sentido de abordar o relatório de auditoria externa, assimetria de informações, eficiência de mercado, e precificação de ativos de empresas que se encontram prontas para a liquidação, porém permanecem ativas e com valor de mercado positivo. Como principal contribuição o estudo assume como *proxy* da ocorrência de assimetria de informações, a menção de risco de continuidade operacional. Nesse sentido contribui com o mercado de capitais, pois a análise do relatório de auditoria, possibilita uma melhor qualidade de informações para os investidores.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Assimetria de informações e a eficiência do mercado

Segundo Akerlof (1970), a assimetria de informação caracteriza-se como uma deficiência do mercado e ocorre quando há diferenças de conhecimento informacional entre os agentes econômicos. Nesse cenário, uns possuem mais informações do que outros, propiciando negociações entre os investidores desinformados com informados, gerando possíveis problemas de seleção adversa (Akerlof, 1970) e de risco moral (Jensen & Meckling, 1976).

A assimetria de informações pode propiciar o oportunismo de uma das partes envolvidas. Isso ocorre quando os interessados têm a oportunidade de promover seu próprio interesse face a diferença na quantidade e/ou qualidade de informações entre os agentes envolvidos (Rodrigues & Galdi, 2017).

Akerlof (1970) menciona duas situações referentes à assimetria de informações. A primeira, é o cenário da informação imperfeita, que é uma situação em que as regras do jogo são suficientemente claras e de domínio de todas as partes, mas uma das partes não sabe quais serão as intenções e ações da outra. A outra situação é aquela em que as regras do jogo não estão claras para todos os envolvidos nos contratos. Há uma diferença sutil entre as duas situações, mas certamente faz diferença nas negociações.

Nesse sentido, para minimizar os riscos, os investidores menos informados reduzem o preço que estão dispostos a pagar por um ativo, e/ou exigem um preço mais elevado para vendê-lo, propiciando assim o efeito *bid-ask spread*, que é o acréscimo na diferença entre os preços de oferta e procura das ações da empresa (Verrecchia, 2001). Esse acréscimo da diferença tende a ser mais frequente em mercados menos eficientes (Fama, 1970), quando isso ocorre investidores mais informados atuam por meio da precificação por arbitragem, para ajustar o valor do ativo ao seu valor intrínseco (Bodie et al., 2014).

Segundo Fama (1970), um mercado eficiente é aquele cujos preços sempre refletem totalmente as informações disponíveis e os preços representam o verdadeiro e preciso sinal do valor das ações. De acordo com Strong (2007), a eficiência dos mercados não ocorre de forma autônoma ou natural. É a ação dos agentes que torna o mercado mais ou menos eficiente. Ao buscar os ganhos anormais, os agentes contribuem para a eficiência do mercado como um todo, pois, ao negociarem constantemente, acabam por anular as vantagens que, eventualmente, um esquema de investimento poderia proporcionar.

As definições de eficiência de mercado devem ser específicas e claras quanto ao mercado, pois não é provável que este seja eficiente ou ineficiente para todos os usuários (Bodie et al., 2014). Ao considerar que existem gradações de eficiência de mercado, é importante discorrer que as formas

de eficiência de mercados, segundo Fama (1970), se dividem com base em três conjuntos de informação: i) informações passadas (preço históricos), forma fraca; ii) Informações publicamente disponíveis, forma semiforte, e; iii) Todo o conjunto de informação disponíveis (informações passadas, públicas e privadas), forma forte.

O mercado eficiente congrega investidores competindo ativamente e agindo racionalmente com base nas informações disponíveis a todos participantes, de modo que os preços dos títulos refletem totalmente as informações conhecidas e, se houver investidores desinformados, mas que optam por carteira diversificada, esses também são passíveis a obtenção por taxa de retorno (Malkiel, 2003; Maloumian, 2022).

Todavia, uma das razões para uma possível ineficiência dos mercados, dá-se pelo atraso ou desatenção à obtenção das informações pelos investidores (Titan, 2015). Mas, mesmo sob essa possível anomalia, Fama (1991) acredita que a eficiência do mercado seja possível no longo prazo, para ele a hipótese de eficiência de mercado prevê que as anomalias são resultados aleatórios, devido à metodologia, mas que no longo prazo tende a desaparecer.

Entre os esforços em explicar a existência de anomalias e compreender suas razões pelas quais elas sempre vão coexistir no mercado, requer análise criteriosa por modelos empíricos. Pois, o entendimento que se tem encontrado revela que a eficiência em mercado de capitais decorre da existência e disponibilização das informações relevantes na determinação dos preços dos títulos (Timmermann & Granger, 2004; Titan, 2015). Para Timmermann e Granger (2004) o mercado é eficiente desde que haja um conjunto de informações e sua capacidade de explorá-las. Nos estudos de Maloumian (2022), tem-se que o mercado disponibiliza informações, capazes de serem acessadas, e a incidência de anomalias dá-se pela desatenção e o instante em explorar as informações, razões essas que distanciam o lucro econômico entre os investidores.

A assimetria de regras obrigatórias de divulgação das informações impacta mais o mercado, enquanto a divulgação voluntária tende a impactar menos (Fama, 1970; 1991). Ao contrário da maioria dos modelos de divulgação voluntária, a não divulgação pode levar a uma reação positiva do mercado, porque as más notícias são impostas à divulgação obrigatória (Bertomeu & Magee, 2014).

Kudlawicz et al. (2016), apontam que uma alternativa para redução da assimetria de informação seria as boas práticas de governança corporativa, propiciando mais transparência nas informações estruturais e financeiras. Com isso ganhariam os *stakeholders*, e, portanto, a empresa. O estudo de Martins e Barros (2020), o demonstrou que em mercados emergentes cujas informações são fracas, a associação positiva entre informatividade no nível da empresa e qualidade contábil é mais evidente, nesse sentido a divulgação das demonstrações financeiras, acompanhada do relatório da administração/notas explicativas e relatório de auditoria, tende a minimizar a assimetria informacional.

A presença de informações incompletas tem sido também objeto perscrutado na teoria da sinalização (Spence, 1973). Logo, fluxos de sinais emitidos são elementos consideráveis à redução da assimetria de informação, ou seja, cada parte tenta enviar sinais para demonstrar o seu valor para a outra parte. Para o remetente, é importante garantir que um sinal seja fácil, dispendioso e observável para efetivamente atrair a atenção do receptor e evocar a reação pretendida (Connelly et al., 2011), já que a capacidade de observar e emitir sinais é atributo central inerente às condições ambientais, que podem levar a variações na eficácia informacional (Janda et al., 2021; Popli et al., 2021).

Com base nesses argumentos coletivos derivados da assimetria informacional, estudos têm abarcado discussões na finalidade de prever a melhor trajetória das informações por meio da teoria da agência (Mahto & McDowell, 2018), ao considerar que o principal é quem contrata com os agentes mais qualificados, especialistas e informados para lidar com determinados assuntos (Fama & Jensen, 1983; Ross, 1973; Saam, 2007), propiciando explorar oportunidades e propensão na elevação de lucros (Liguouri et al., 2018, Solomon et al., 2021).

A teoria da agência remete a aversão à perdas, e para atenuar tais riscos o principal opta pela diversificação, mas os agentes não (Eisenhardt, 1989), contudo, ambos detêm informações, sendo o

agente passível de melhor difundi-las, daí à ele também vincula-se recompensas por desempenho, ou seja, ambos alinham-se sob mecanismos de incentivos, decorrente de sua capacidade informacional (Solomon et al., 2021).

Nessa perspectiva da capacidade de informação, difundida em tempos dispersos a ambos (principal *versus* agente), é onde os críticos da teoria da agência (Perrow, 1981; Solomon et al., 2021) argumentam suposições comportamentais relevantes – destacando o elemento poder. Ou seja, há assimetria de informações e o poder entre os protagonistas (principal e agente), e esses elementos se polarizam entre interesses e objetivos divergentes e que podem ser conflitantes e avessos ao risco. Nessa perspectiva, surge um pressuposto teórico da teoria de agência distinguindo dentre os protagonistas conflitos e aversões ao risco decorrentes da assimetria informacional, assimetria de poder e incerteza de resultado (Saam, 2007).

2.2 Valor das Ações Listadas, Relatório de Auditoria e Assimetria de Informações

As abordagens relativas às ações listadas em bolsas trazidas neste tópico, remete-se a entendimentos que entoam aspectos que possibilitam a caracterização de pressupostos em auditoria *versus* assimetria de informações. Nos estudos apontados por Moshirian et al., 2009, por exemplo, observou-se investidores dispostos a agir com base nas informações fornecidas pelos analistas de ações na finalidade de obter ganhos anormais, sobretudo nos mercados emergentes. De modo análogo, em países do G7 (EUA, Grã-Bretanha, Canadá, França, Alemanha, Itália e Japão), as ações listadas mostraram que os retornos acumulados após as recomendações dos analistas proporcionaram valor significativo para investidores (Jegadeesh & Kim 2006).

Indiferente da localidade dos mercados, percebe-se que investidores reagem rapidamente, especialmente quando se trata de informações relevantes colhidas pelos analistas. As evidências e recomendações dos analistas de ações listadas em bolsas, trazem como viés assertivo informacional o alinhamento com a política de gestão implementada nas empresas. As interpretações dos analistas decorrem de diversos elementos decisórios e avaliações incorridas nas organizações, pois argumentam que os gestores são pressionados a produzir previsões otimistas (sobretudo no campo estratégico organizacional publicitado). Essa perspectiva tem contribuído para informações assimétricas (Francis & Philbrick, 1993; Jegadeesh & Kim 2006).

Ainda no mercado de ações, a dispersão de informações geradas e traduzidas pelos analistas, não esgota as possibilidades de incertezas, já que incidentes em segurança cibernética, por exemplo, tem sido outra variante descoberta em violações de dados nas quais o invasor obtém acesso a informações confidenciais prejudicando o valor das ações (Masuch et al., 2022).

Contudo, seja sob a capacidade interpretativa sinalizada por analistas ou risco em vazamento cibernético de dados, esses são suscetíveis em serem atenuados à existência de uma efetiva estrutura de governança, capaz de assegurar a maximização do valor da empresa no mercado, dada a segurança do ambiente operacional e de informações da empresa (Fang et al., 2009; Masuch et al., 2022). Embora esses estudos também contemplem a ampla área de incidentes em segurança cibernética, Fang et al. (2009) descobriram que violações de dados, nas quais o invasor obtém acesso a informações confidenciais prejudicam, particularmente o valor das ações.

Por outro lado, como instrumento para dar mais segurança aos participantes, os órgãos reguladores do mercado financeiro exigem que a publicação das demonstrações contábeis da empresa seja acompanhada pelo parecer de auditoria. O parecer de auditoria é elaborado por auditores independentes (sem relação com a empresa), e tem por objetivo emitir uma opinião sobre a situação patrimonial e financeira da empresa, na data do encerramento do Balanço, para fazer face as exigências legais, no sentido de aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis por parte dos usuários (CFC- NBC TA 200-R1, 2016).

O relatório do auditor é o documento por meio do qual o auditor tem a oportunidade de expressar sua opinião como resultado de suas inspeções sobre as questões relativas. Além disso, se

as demonstrações financeiras refletem a verdade sobre a situação financeira e os resultados operacionais da entidade relacionada a partir do período contábil, bem como, se eles são preparados de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos (Iaasb, 2022).

Os auditores independentes, antes de realizarem a análise das demonstrações contábeis necessitam realizar um levantamento e avaliação dos controles internos e análise dos riscos da empresa (Gramling et al., 2011). Os controles internos estão intimamente relacionados com a gestão de riscos, as práticas de governança corporativa e o *compliance*. A Governança Corporativa imprime na organização um modelo de decisão, por tratar com políticas, planos táticos e estratégicos, como forma de fortalecer a gestão de uma empresa. Nesta esteira, encontra-se o risco, que aqui pode-se definir objetivamente como a incerteza (Gramling et al., 2011). Configura-se como algo que pode ocorrer e trazer consequências, muitas vezes com impactos nocivos à organização. Nesse sentido, figura-se o *compliance* aos controles internos, promovendo forças para alcançar a efetividade operacional e mitigar os riscos, de maneira a dar mais segurança aos processos de gestão.

Após os escândalos contábeis ocorridos nos EUA em 2001/2002, a estrutura de controles internos e a gestão de riscos nas empresas, ganharam destaque de forma irreversível. Diversas estruturas surgiram para dar mais robustez aos controles internos, tais como: *COSO*, *COBIT*, *ACC*, *Turnbull Report*, *King Report* e a Lei *Sarbanes-Oxley* (2002), estabelecendo uma série de exigências para empresas de capital aberto, com ações nas Bolsas Americanas (Deloitte, 2003).

O Brasil também passou a exigir maior responsabilidade por parte dos auditores independentes, quanto à sua formação profissional, educação continuada, avaliação do padrão de qualidade dos trabalhos, este último aspecto estabelecido através da Revisão pelos Pares, pela Resolução Nº1.323, conforme CFC (2011). Esta exigência não é diferente nos países mais desenvolvidos. Nos EUA, a regulamentação de normas e seu cumprimento é de responsabilidade do Conselho Supervisor de Assuntos Contábeis de Companhias Abertas (*Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB*), com membros indicados pela SEC – *Securities and Exchange Commission* (KPMG, 2003).

O Relatório do Auditor Independente (Parecer), tem um modelo padronizado, conforme as normas contábeis. No entanto, alguns aspectos são pontuais e não aparecem em todos os Relatórios. De acordo com A NBC TA 570 (CFC, 2016), que trata da responsabilidade do auditor em relação ao uso do pressuposto de continuidade operacional pela administração, na elaboração das demonstrações contábeis, o auditor deve considerar que a entidade é vista como continuando em operação no futuro e que os bens, direitos e obrigações são registrados considerando que a entidade será capaz de realizar seus ativos e liquidar seus passivos no curso normal de seus negócios.

Nos casos em que a eventual existência de incertezas relativas à continuidade operacional da entidade estiver adequadamente divulgada no conjunto das demonstrações contábeis, o auditor deverá expressar uma opinião sem ressalvas e incluir um parágrafo de ênfase sobre o assunto em seu relatório. Porém, quando não for feita divulgação adequada nas demonstrações contábeis, o auditor deve expressar uma opinião com ressalva ou adversa, conforme apropriado, destacando que a existência de incertezas levanta dúvida significativa quanto à capacidade de continuidade operacional da entidade. Percebe-se que, um Relatório de Auditoria poderá ser emitido com ou sem ressalva e/ou com parágrafo de ênfase, se houver uma situação clara que o justifique (CFC, 2016).

Nos estudos anteriores como os de Lennox, Schmidt e Thompson (2017), é esperado que o mercado reaja negativamente quando os auditores divulgarem riscos de distorção relevantes. No entanto Souza e Nardi (2018), não encontraram relação entre o retorno das ações das empresas listadas na B3 e o tipo de relatório do auditor no período de 2010 a 2014.

Diante destas considerações, apresentam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1a: a diferença (*Delta*) do valor dos ativos entre a data de divulgação das demonstrações contábeis e a data imediatamente anterior, possui diferença estatística significante nas ações que mencionam risco de continuidade do relatório de auditoria em relação as ações que não mencionam esse risco.

H1b: a diferença (*Delta*) do valor dos ativos entre a data de divulgação das demonstrações contábeis e a data imediatamente anterior, possui diferença estatística significativa das ações que mencionam risco de continuidade do relatório de auditoria em relação a diferença (*Delta*) do índice do mercado nessas mesmas datas.

H1c: a diferença (*Delta*) do valor dos ativos entre a data de divulgação das demonstrações contábeis e a data imediatamente anterior, possui diferença estatística significativa das ações que não mencionam risco de continuidade do relatório de auditoria em relação a diferença (*Delta*) do índice do mercado nessas mesmas datas.

H2: há associação entre a menção de risco de continuidade no relatório de auditoria e o retorno da ação de empresas com PLN no mercado de capitais.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Considerando a premissa de que nas demonstrações contábeis quando o relatório de auditoria menciona que há risco de continuidade de suas atividades, e esta menção está vinculada a sua situação econômica/financeira, a população deste estudo foi composta por empresas listadas na B3 que estiveram ativas e possuem e/ou possuíram PLN em, pelo menos um ano no período objeto deste estudo (2010 a 2020). O espaço temporal deste estudo se justifica, pelo fato de que no Brasil a implementação das IFRs, foi compulsória a partir do exercício fiscal de 2008 para as companhias de capital aberto e obrigatório a todas as companhias a partir de 2010, sendo que, conforme ampla literatura, a implantação das IFRS's melhorou a qualidade das informações contábeis, o que é útil para fins do estudo.

Quanto a amostra (por conveniência) ser composta por empresas com PLN, considera-se que estas empresas dispõem de poucas chances de sobrevivência, em outras palavras, estão prontas para a liquidação (Hou et al., 2015; Ang, 2015; Jan & Ou, 2012; Brown et al., 2008; Collins et al., 1999; Hayn, 1995). Portanto, é nesta população que se encontra a maior probabilidade/incidência de o parecer de auditoria mencionar a existência de risco de continuidade das empresas.

Para a composição da amostra, inicialmente, se fez a identificação de todas as empresas que fizeram e/ou fazem parte da B3. Para tanto, consultou-se a base de dados da ECONOMATICA®, especificamente as demonstrações contábeis relativas a 2010 até 2020. Na etapa seguinte, selecionaram-se as empresas que apresentaram PLN em suas demonstrações consolidadas (anuais) em pelo menos um período mencionado e estavam ativas em 31 de dezembro de 2020. Escolheu-se o ativo com maior liquidez de cada empresa listada na B3. Portanto, apenas um tipo de ativo (ação) por empresa. Na Tabela 1, apresenta-se um resumo da seleção da amostra.

Tabela 1

Resumo da seleção da amostra de ações/empresas

Item	Tipo de Ativo/Classe			Total	%
	ON	PN	Outros		
Empresas listada no período (2010 a 2020)	416	135	17	568	100,00
Empresas canceladas no período	108	46	2	156	27,46
Empresas ativas em 31/12/2020	308	89	15	412	72,54
Empresas com Patrimônio Líquido Negativo no período	80	42	2	124	21,83
Empresas com Patrimônio Líquido Negativo canceladas	31	18	2	51	9,00
Empresas ativas excluídas por ausência de dados	13	4	0	17	3,00
Empresas pertencentes à amostra	36	20	0	56	9,86

Uma vez selecionadas as empresas, fez-se a busca no site da B3, dos relatórios estruturados, buscando identificar a cada ano a publicação das demonstrações contábeis e da condição de patrimônio líquido (positivo ou negativo), do resultado (lucro ou prejuízo) e leitura do parecer de auditoria para identificar se há menção de risco de continuidade. Este estudo considerou a indicação de risco de continuidade de atividade, quando sua menção fosse explícita no parecer de auditoria, conforme exposto na Tabela 2.

Tabela 2

Formas apresentadas de risco de continuidade

Forma que se apresenta no parecer	Exemplos de texto sobre risco de continuidade
Sem ressalva Incerteza relevante relacionada com a continuidade operacional	Chamamos a atenção para a Nota 4 às demonstrações contábeis, que indica que a Companhia no exercício findo em 31 de dezembro de 20X1 apresentou patrimônio líquido negativo, indicando que pode haver a necessidade de aporte de recursos financeiros para fazer frente as suas obrigações de longo prazo. Essa situação, juntamente com outros assuntos descritos na Nota 4, indicam a existência de incerteza relevante que pode levantar dúvida significativa quanto à capacidade de continuidade operacional da Companhia.
Sem ressalva com parágrafo de Ênfase	A Companhia, em 31 de dezembro de 20X1, apresentou patrimônio líquido negativo, indicando que pode haver necessidade de aporte de recursos financeiros para quitar suas obrigações, caso haja descasamento do seu fluxo de caixa de curto prazo. Esse fator desfavorável deve ser considerado numa avaliação da continuidade operacional da Companhia (...).
Sem ressalva Continuidade	A Companhia vem apresentando prejuízos operacionais, passivo a descoberto e, como consequência, índices de liquidez negativos. A Companhia vem também incorrendo em fluxos de caixa operacionais insuficientes, não tendo conseguido honrar parte significativa dos seus passivos correntes. Essas condições indicam a existência de incerteza significativa quanto à capacidade de continuidade operacional da Companhia.
Abstenção de opinião	Não foi possível concluirmos se a utilização do pressuposto de continuidade operacional, base para a elaboração dessas demonstrações contábeis individuais e consolidadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 20X1. Seria apropriado, nem tampouco quais seriam os efeitos sobre os saldos dos ativos, passivos e patrimônio líquido (passivo a descoberto) oriundos dos efeitos do novo plano de recuperação judicial homologado em X1 de dezembro de 20X1. A continuidade normal das operações da Companhia depende do sucesso do plano de reestruturação e/ou dos referidos acordos que atualmente estão sendo celebrados com os credores.
Negativa de Opinião	Não nos foi possível concluir se as demonstrações contábeis individuais e consolidadas da Companhia deveriam ser preparadas com base na continuidade normal dos negócios ou se deveriam ser preparadas em uma base de liquidação. Essa situação indica a existência de incerteza significativa que levanta dúvida significativa quanto à capacidade de continuidade normal dos negócios da Companhia e suas controladas, e dúvida quanto a base para preparação das demonstrações financeiras individuais e consolidadas.
Com ressalva	Continuidade: O principal risco envolvendo a Companhia é com relação a sua continuidade operacional e condição de saldar seus passivos.

Após essas identificações, a fim de testar as hipóteses do estudo, fez-se a busca das cotações das empresas da amostra no mercado financeiro na base de dados da ECONOMATICA[®], considerando as datas de publicações de suas demonstrações financeiras. Por exemplo, para as demonstrações contábeis findas em 31/12/2010, sua publicação ocorreu em 2011, utilizou-se a data da 1ª publicação como referência para análise, por exemplo, o ativo ATMP3, demonstrações financeiras de 2010, 1ª publicação em 02/03/2011. Ainda para efeito deste estudo, escolheu-se o ativo com maior liquidez de cada empresa listada na B3. Portanto, apenas um tipo de ativo (ação) por empresa.

Para a análise foi considerado a variação do ativo (*delta*) na data de sua 1ª publicação em relação a data imediatamente anterior. Ressalta-se que, como a B3 opera até as 18h00 (horário de Brasília), caso o horário da publicação fosse superior as 17h30, até as 23h59, a data considerada para análise foi a data seguinte de negociação do mercado de capitais. Para testar se esta variação possui relação com o fato de ser mencionado no parecer de auditoria o risco de continuidade, formou-se também um índice de mercado (*delta*), tendo por base as mesmas datas do *delta* do ativo. Dos 56 ativos constantes da amostra, foram realizadas 539 observações. Na Tabela 3, apresenta-se as nomenclaturas dos ativos negociados na B3, bem como o número de observações por ativo.

Tabela 3

Composição da amostra da pesquisa/número de observações

ATMP3/10	BBRK3/11	ETER3/11	HOOT4/11	FRI03/11	NUTR3/08	PLAS3/11	SLED4/11
ATOM3/10	BRKM5/11	FHER3/11	IGBR3/11	BEEF3/11	OIBR3/11	FRTA3/11	TASA4/11
AZEV4/10	CAMB3/02	GSH3/11	INEP4/11	MNPR3/11	OSXB3/11	RCSL3/11	TEKA4/11
AZUL4/05	DEXP3/11	GOLL4/11	CTKA4/11	MMXM3/11	PDTC3/11	REDE3/11	TELB4/11
BLUT4/11	DMMO3/06	SBFG3/02	LOGN3/11	MBLY3/01	PMAM3/11	RNEW4/04	TXRX4/09
BDLL3/01	EPAR3/10	HAGA4/11	LUPA3/11	MNDL3/10	PDGR3/11	RSID3/11	VIVR3/11
BIOM3/10	ESTR4/10	HETA4/11	MGEL4/11	NORD3/02	RPMG3/11	SNSY5/11	MWET4/08

Para testar as hipóteses *H1a* e *H1b* do estudo, utilizou-se de teste estatístico (*t*), dos retornos das empresas da amostra, bem como do índice do mercado (B3, 2021), com a construção de um índice (*delta*) de variação tanto do ativo quanto do mercado, pareado nas mesmas datas, em que este índice consiste na variação do valor do ativo ocorrida na data da divulgação/publicação das demonstrações contábeis em relação a data imediatamente anterior. O mesmo procedimento se adotou para a variação do índice do mercado, conforme Equações 1 e 2.

$$\Delta A = \frac{\$Ad}{\$Ad-1} \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

ΔA – *Delta* de variação de valor do ativo.

$\$Ad$ – Valor da cotação do ativo (lote*) na data da publicação das demonstrações financeiras.

$\$Ad-1$ – Valor da cotação do ativo (lote*) na data imediatamente anterior da publicação das demonstrações financeiras.

* Valor médio das cotações.

$$\Delta M = \frac{IMd}{IMd-1} \quad (\text{Equação 2})$$

Onde:

ΔM – *Delta* de variação do índice do mercado.

IMd – Índice do mercado na data da publicação das demonstrações financeiras.

$IMd-1$ – Índice do mercado na data imediatamente anterior da publicação das demonstrações financeiras.

Na hipótese *H1a*, se compara a média do *delta* das ações que mencionam risco de continuidade com a média do *delta* das ações que não mencionam o risco de continuidade; na hipótese *H1b*, se compara a média do *delta* das ações que mencionam risco de continuidade com a média do *delta* do índice do mercado e; na hipótese *H1c*, se compara a média do *delta* das ações que não mencionam risco de continuidade com a média do *delta* do índice do mercado

Para a hipótese *H2*, no desenvolvimento e análise dos dados para especificar e estimar o modelo de regressão será utilizado a técnica de dados em painel. De acordo com Gujarati e Porter

(2011), a análise por meio de dados em painel, possibilita analisar as relações das variáveis na forma *cross-section* (por período), bem como na sua dinâmica *time-series* (temporal). O seguinte modelo econométrico foi rodado com os dados da pesquisa:

$$DA_{it} = \beta_1 + \beta_2 PLNEG + \beta_3 PLNEG_{t-1} + \beta_4 PE + \beta_5 PE_{t-1} + \beta_6 RC + \beta_7 END + \beta_8 ALAV + \beta_9 ROE + \beta_{10} ROE_{t-1} + \beta_{11} EBITDA + \beta_{12} TAM + \beta_{13} DM + \beta_{14} PLNEG * RC + \beta_{15} PE * RC + \beta_{16} PLNEG_{t-1} * RC + \beta_{17} PE_{t-1} * RC$$

Em que:

DA (*Delta* Ativo): diferença do valor dos ativos em D/D-1

β_1 : intercepto do modelo

PLNEG: *dummy* para Patrimônio Líquido negativo

PLNEGt-1: *dummy* para Patrimônio Líquido negativo no período anterior

PE: *dummy* para Prejuízo no exercício

PEt-1: *dummy* para Prejuízo no exercício anterior

RC: *dummy* para Parágrafo de ênfase/menção de risco de continuidade

END: endividamento

ALAV: alavancagem

ROE: *return on equity*

ROEt-1: *return on equity* do período anterior

EBITDA: lucro operacional antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

TAM: tamanho

DM (*Delta* do mercado): variação índice de mercado IBOV em D/D-1

PLNEGt-1*RC: interação entre a *dummy* de PL negativo do período anterior e a *dummy* para Parágrafo de ênfase/menção de risco de continuidade

PEt-1*RC: interação entre a *dummy* de prejuízo do período anterior e a *dummy* para Parágrafo de ênfase/menção de risco de continuidade

E: termo de erro aleatório

O modelo foi testado quanto aos efeitos (fixos, aleatórios ou *pooled*), bem como em relação aos diagnósticos do modelo clássico de regressão. A Tabela 4 evidencia tais resultados.

Tabela 4

Escolha da Estratégia de Identificação do Modelo

	Teste de Chow	Teste de Breusch-Pagan
Seleção do modelo	POLS versus MEF	POLS versus MEA
Resultado do Teste	F (48, 392) = 1,07 Prob > F = 0,36	chibar2(01) = 0,09 Prob > chibar2 = 0,47
Análise das hipóteses	Não Rejeita H0	Não Rejeita H0
Decisão	POLS	POLS

4 ANÁLISE E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

Nas análises dos resultados com base nos dados constantes da ECONOMÁTICA, buscou-se identificar os ativos da amostra com maior e menor liquidez no mercado de capitais no período objeto do estudo. Na Tabela 5, apresentam-se o primeiro e o último quartil da amostra, respectivamente ativos com menor e maior liquidez.

A análise que utiliza o modelo de Bidlle et al. (2009) leva em consideração apenas o crescimento das vendas em cada empresa por ano e setor de atuação. Ainda que a estimação se diferencie do modelo de Richardson (2006), os resultados são semelhantes, o que demonstra robustez nos resultados.

Tabela 5

Ativos com maior e menor liquidez no período analisado

Liquidez	Ativo	* Número médio de negociações	Desvio padrão	Mediana	Número máximo de negociações/dia	N observações com risco de continuidade / N total de observações
Ativos com menor liquidez	NUTR3	7	8	3	124	6/9
	REDE3	13	28	6	946	4/11
	EPAR3	18	39	5	816	6/10
	HOOT4	20	96	5	2.437	10/11
	ESTR4	25	65	9	1.866	10/10
	MGEL4	25	61	9	1.177	9/11
	FRIO3	26	45	13	1.077	6/11
	CTKA4	26	81	8	1.620	8/11
	HETA4	28	80	6	2.319	6/11
	NORD3	30	38	6	962	2/2
	MWET4	32	99	7	2.779	5/8
	BDLL3	35	21	10	776	8/11
	TXRX4	35	97	7	2.300	7/9
	TEKA4	36	70	15	1.355	10/11
Ativos com maior liquidez	ETER3	951	2.100	226	18.710	4/11
	TASA4	1.044	2.283	98	24.499	7/11
	MBLY3	1.167	2.815	648	33.922	1/1
	BBRK3	1.271	1.361	863	27.509	7/11
	DMMO3	1.784	2.884	733	31.691	7/8
	MMXM3	2.249	3.425	109	20.506	8/11
	RSID3	3.496	4.616	794	30.860	8/11
	BEEF3	5.538	6.375	3.284	54.384	6/11
	SBFG3	5.885	4.025	5.239	29.450	1/3
	PDGR3	6.124	8.252	1.280	61.103	8/11
	OIBR3	8.276	13.104	2.961	197.278	6/11
	GOLL4	8.301	8.342	5.170	78.398	7/11
	BRKM5	8.510	5.445	7.194	47.955	5/11
	AZUL4	13.807	14.678	9.671	139.581	4/5

* Número total de negociações/número de dias em que o ativo foi negociado

Esses ativos (1º quartil), podem representar evidências de uma preferência dos investidores por ativos com retornos tais como “loteria ou grandes ganhos”, isto é, ativos que apresentem probabilidade relativamente pequena de uma grande recompensa (Bali et al., 2011). Nesse sentido, ações com características especulativas (ou seja, preço baixo e alta assimetria idiossincrática) são o *habitat* preferido de investidores de varejo com uma forte propensão para jogar (Coelho et al., 2014; Han & Kumar, 2013).

No último quartil, embora seja composto por ativos com maior liquidez no mercado, percebe-se que os ativos TASA4 e MMXM3, teoricamente face a sua mediana (98 e 109 negociações/dia), fazem parte das análises do grupo do 1º quartil. A quantidade de negociação/dia elevada em relação à média/mediana, principalmente dos ativos menos líquidos, pode ser devido a agentes aproveitando-se de informações privilegiadas que ainda não foram divulgadas como fatos relevantes, operando em benefício próprio na compra e venda destes ativos (Easley & O’Hara, 2004; Bharath et al., 2008).

Após esta análise preliminar, apresenta-se na Tabela 6 os resultados alinhados as hipóteses *H1a*, *H1b* e *H1c* desse estudo.

Tabela 6

Teste t, médias entre grupos

T Test: Two Independent Samples

SUMMARY		Hyp Mean Diff		T TEST: Equal Variances			Alpha	0,05		
Groups	Count	Mean	Variance	std err	t-stat	df	p-value	sig		
H1a	DA_SRC	206	-0,00097	0,004376	Two Tail	0,00658	0,11675	534	0,90710	no
	DA_RC	330	-0,00020	0,006185						
H1b	DA_RC	330	-0,00020	0,006185	Two Tail	0,00443	0,11119	667	0,91150	no
	DM	339	-0,00070	0,000453						
H1c	DA_SRC	206	-0,00097	0,004376	Two Tail	0,00501	0,46106	410	0,64500	no
	DM	206	0,00134	0,000790						

Percebe-se que, para a hipótese H1a, as médias dos deltas de retorno dos ativos sem menção de risco de continuidade, não são estatisticamente diferentes do delta de retornos dos ativos que mencionam risco de continuidade em seus relatórios de auditoria. Da mesma forma para a hipótese H1b, em que os deltas de retornos dos ativos que mencionam risco de continuidade em seus relatórios de auditoria não são diferentes dos deltas do índice de mercado. Na hipótese H1c, testou-se o delta dos ativos sem menção de risco de continuidade com o delta do índice de mercado, no qual também não há significância estatística (H1c).

Para segunda hipótese deste estudo (H2), realizou-se uma regressão, com o intuito de verificar se o delta do ativo (variável dependente), é influenciado/explicado pelas variáveis independentes. A principal variável independente da equação é a dummy, D_RC (menção de risco de continuidade no relatório do auditor independente), a esta tem-se outras duas dummy, D_PE e D_PL_Neg. Como variáveis de controle tem-se Endividamento, Alavancagem, ROE, Ebitda, Tamanho e DM (delta do mercado). O resultado desta estimativa é apresentado na Tabela 7.

Tabela 7

Estimação de dados em painel com variável de interesse DA (Delta Ativo)

Variáveis	Coefficiente	Std. Err.	t	P> t
D_RC	0,0447212	0,0181407	2,47	0,014
D_PE	-0,0209023	0,0108489	-1,93	0,055
D_PL_Neg	0,0286718	0,0182807	1,57	0,118
Endividamento	0,000019	0,0000268	0,71	0,479
Alavancagem	0,0000571	0,000039	1,46	0,144
ROE	-0,000056	0,0000267	-2,09	0,037
Ebitda	1,35e-06	2,48e-06	0,54	0,586
Tamanho	0,0154804	0,0075613	2,05	0,041
DM	-0,6337208	0,1747452	-3,63	0,000
Constante	-0,2152892	0,1094309	-1,97	0,050
R ² 0,1291		Observações 391		

A regressão apresenta como variável a ser explicada o DA (Delta do Ativo). Embora este modelo tenha um R² de 0,1291, ou seja, 12,91% das variações do DA, são explicadas pelas variáveis do modelo, pode-se considerar bom o R², pois ao se comparar ao estudo de Souza e Nardi (2018), embora em contexto diferente, porém com algumas variáveis utilizadas nessa regressão, apresentou um R² de 6,55, para parecer com parágrafo de ênfase.

A variável PE passa pelo teste t a 10%, e possui um coeficiente negativo, indicando que empresas que reportaram prejuízos tem menores retornos. Esse achado é coerente com a teoria e com a prática do mercado, uma vez que é de se esperar que investidores se afastem de ativos com prejuízos reportados, preferindo alocar seu capital em alternativas de investimento com melhores fundamentos.

Nas análises dos coeficientes associados às variáveis explicativas, a variável dummy D_RC, que mede o impacto da menção de risco de continuidade no delta do ativo, apresenta um coeficiente

significativo a 5%, com valor positivo de (0.0447212). Esse achado indica que empresas que apresentam em seu relatório de auditoria a menção de risco de continuidade operacional possuem uma variação no *delta* do ativo superior as empresas que não mencionam o risco de continuidade.

Ao associar essa variável com as variáveis Endividamento, alavancagem e as *dummy* D_PE (significância a 10%) e D_PL_Neg, as quais não possuem coeficiente significativo a 5%, pode-se deduzir que há indícios de assimetria informacional, uma vez admitido o pressuposto da eficiência do mercado (Fama, 1970), ou seja, de que o mercado já espera o prejuízo do exercício e que a empresa passe a ter ou permaneça com patrimônio líquido negativo. Consequentemente dada estas condições seu grau de endividamento e alavancagem já são esperados pelo mercado, isto teoricamente não se aplica a menção do risco de continuidade através do relatório de auditoria, em que este somente torna-se público, quando da divulgação deste relatório.

Assim, os investidores desinformados, visando mitigar o risco nas negociações desses ativos, reduzem o preço que estão dispostos a pagar por um título e/ou elevam o preço exigido para vendê-lo, causando alargamento na diferença entre os preços de oferta e procura das ações da empresa (Verrecchia, 2001).

As variáveis de controle ROE, Tamanho e DM (*delta* do mercado), apresentam uma associação significativa com a variável de interesse. Dessas variáveis o ROE, possui uma relação direta com as variáveis *dummy* D_PE e D_PL_Neg. Embora possua um coeficiente baixo de interação (-.000056), isto é interessante pois embora dada a eficiência do mercado em relação ao D_PE e D_PL_Neg, o ROE é um importante indicador de tomada de decisão dos investidores (Clubb & Naffi, 2007), portanto é esperado esta influência sobre o *delta* do ativo.

A variável de controle Tamanho, possui um baixo coeficiente de interação com a variável dependente (.0154804), este achado é corroborado pelo estudo de Jegadeesh (1992), de que praticamente não há diferenças nos retornos face ao tamanho da empresa, e de Barbee, Mukherji e Raines, (1996), em que o tamanho não tem um poder explicativo consistente para o retorno das ações.

Por fim, a variável explicativa DM, possui um elevado coeficiente explicativo (-.63377208), o que já era esperado, uma vez que, as empresas analisadas se encontram em situação apta para liquidação (Jan & Ou, 2012; Brown et al., 2008; Ang, 2015). O sinal negativo reforça que a empresas com menção de risco de continuidade, possui um *delta* negativo em relação ao *delta* do mercado.

Complementar à estas análises, testou-se um modelo em que a variável dependente é a diferença entre o *delta* do ativo (DA) e o *delta* do mercado (DM). Os resultados desta interação podem ser observados na Tabela 8.

Tabela 8

Estimação de dados em painel com variável de interesse DA - DM

Variáveis	Coefficiente	Std. Err.	t	P> t
D_RC	0,0462859	0,0184685	2,51	0,013
D_PE	0,-0217105	0,0110466	-1,97	0,050
D_PL_Neg	0,0240439	0,0185709	1,29	0,196
Endividamento	0,0000154	0,0000273	0,56	0,574
Alavancagem	0,0000497	0,0000397	1,25	0,211
ROE	-0,0000547	0,0000272	-2,01	0,045
Ebitda	1,42e-06	2,52e-06	0,56	0,573
Tamanho	0,0131277	0,0076717	1,71	0,088
Constante	-0,1818838	0,111044	-1,64	0,102
R ² 0.0941		Observações 391		

Percebe-se que neste modelo, além da confirmação dos resultados da Tabela 7, em que permanece significativa as variáveis independentes D-RC, ROE, passa a ser significativa a variável D_PE a 5%. Entretanto deixa de ter significância a variável Tamanho.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou identificar nas empresas listadas na Brasil Bolsa e Balcão (B3), que apresentam e/ou apresentaram PLN, no período de 2010 a 2020, se a existência de menção de risco de continuidade da empresa no relatório de auditoria, provoca alteração no valor de mercado deste ativo em relação ao índice do mercado na data da divulgação das demonstrações contábeis.

Os resultados demonstram que o teste t (média) dos retornos dos ativos (*delta*) não é estatisticamente diferente entre os ativos com menção e sem de riscos de continuidade ($H1a$); os retornos dos ativos (*delta*) com menção de riscos de continuidade, não é estatisticamente diferente do índice (*delta*) do mercado ($H1b$). Embora tanto para $H1a$ e $H1b$, com a significância pouco superior a 10%, sugere que para algumas empresas com menção de risco de continuidade os retornos são diferentes das empresas em que não é mencionado este risco, bem como em relação ao índice do mercado. Esses resultados corroboram parcialmente com o estudo de Souza e Nardi (2018), em que não são conclusivos os impactos do tipo de opinião da auditoria no retorno das ações, podendo a reação do mercado ser negativa aos pareceres com ênfase e positiva aos pareceres limpos e com ressalva. Ainda os retornos dos ativos (*delta*) sem menção de riscos de continuidade, não é estatisticamente diferente do índice (*delta*) do mercado ($H1c$). Assim não permitem aceitar as hipóteses $H1a$; $H1b$, e; $H1c$.

Entretanto, ao testar em regressão o *delta* do ativo como variável dependente em conjunto com outras variáveis independentes (D_RC, D_PE e D_PL_Neg, Endividamento, Alavancagem, ROE, Ebitda, Tamanho e DM), buscando identificar se estas variáveis independentes explicam o *delta* do ativo, os resultados demonstram que D_RC, ROE, Tamanho e DM, indicam que estas variáveis independentes possuem poder explicativo estatisticamente significativo sobre a variável dependente.

Este resultado se confirmou a testar-se uma equação alternativa onde se considerou como variável dependente a diferença entre o *delta* do ativo e o *delta* do mercado. Assim, considerando que o estudo assume, se a existência da menção de risco de continuidade operacional no relatório de auditoria impacta no *delta* do ativo, essa menção caracteriza-se como um indicador de assimetria de informações. Logo, conclui-se que a menção de risco de continuidade é um indicador de assimetria de informações. Portanto esse resultado permite não rejeitar a hipótese $H2$.

O estudo demonstrou ainda que a assimetria de informações, influencia sobremaneira as decisões dos investidores, provocando oscilações no valor destas empresas no mercado financeiro. Essa constatação corrobora os estudos de Akerlof (1970), Fama (1970; 1991) e, de Martins e Barros (2020). Embora em contexto diferente, os resultados corroboram o estudo de Lennox, Schmidt e Thompson (2017), no qual é esperado que o mercado reaja negativamente quando os auditores divulgarem riscos relevantes.

Como limitação, o estudo contempla apenas as empresas que apresentaram e/ou apresentam PLN no período objeto do estudo, tendo como grupo de controle estas mesmas empresas sem PLN no período analisado, assim recomenda-se ampliar o estudo considerando como grupo de controle empresas que não apresentaram PLN no período. Ainda no período de análise dos dados, destacar destaca-se que as empresas e o mercado foram impactados pela pandemia do Covid19 no ano de 2020.

Por sua vez, considerando que empresas com patrimônio líquido negativo, representam anualmente média superior a 10% das empresas listadas ativas na B3, e na visão de Coelho et al. (2014), Han e Kumar (2013) e Bali, Cakici e Whitelaw (2011), estes ativos possuem características especulativas. Portanto, são o *habitat* preferido de investidores de varejo com uma forte propensão para jogar. Recomenda-se novos estudo com a inclusão de outras variáveis não contempladas neste estudo, bem como, estudos no sentido de verificar se há indício da existência de *inside information*, o qual se utiliza desta informação privilegiada para obter vantagem econômica/financeira.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), ago, 488-500. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>
- Ang, T. C. C. (2015). Are firms with negative book equity in financial distress?. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 18(03), 1550016. <https://doi.org/10.1142/S0219091515500162>
- Arcúrio Júnior, T., & Gonçalves, R. S. (2020). Qualidade da auditoria e assimetria informacional: Uma análise no período pré e pós-adoção às normas internacionais de contabilidade. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(42), 38-56. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p38>
- Belo, N. M., & Brasil, H. G. (2006). Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. *Revista de Administração de Empresas*, 46, 48-57. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902006000500004>
- B3 – Brasil, Bolsa e Balcão (2022). *Empresas Listadas*. https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm.
- B3 – Brasil, Bolsa e Balcão (2021). *Índice Bovespa*. https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm.
- Bali, T. G.; Cakici, N., & Whitelaw, R. F. (2011). Maxing out: Stocks as lotteries and the cross-section of expected returns. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 427-446.
- Bertomeu, J., & Magee, R.P. (2015). Mandatory disclosure and asymmetry in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 59, 284–299. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.007>
- Bharath, S. T., Pasquariello, P., & WU, G. (2008). Does asymmetric information drive capital structure decisions? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3211-3243. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn076>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2014). *Fundamentos de investimentos*. AMGH Editora.
- Brown, S. J., Lajbcygier, P., & Li, B. (2008). Going negative: What to do with negative book equity stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 35(1), 95-102. <https://doi.org/10.3905/JPM.2008.35.1.95>
- CFC. Conselho Federal de Contabilidade (2011). *Resolução N° 1323/11*. www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1323.doc.
- CFC. Conselho Federal de Contabilidade (2016). *NBC TA 570*. https://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTA570.
- Clubb, C., & Naffi, M. (2007). The usefulness of book-to-market and ROE expectations for explaining UK stock returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1-2), 1-32. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00662.x>
- Coelho, L., John, K., Kumar, A., & Taffler, R. (2014). Bankruptcy sells stocks... But who's buying (and why)?. Available at SSRN 2427770. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2427770>
- Colares, A. C. V., Alves, K. C., & Pinheiro, L. E. T. (2020). Efeitos da divulgação dos principais assuntos de auditoria no retorno das ações no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 24(1), 3-19. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/UERJ/article/view/3435/2670>
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29-61. <https://doi.org/10.2308/accr.1999.74.1.29>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2010). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Deloitte T. T. (2003). Sarbanes-Oxley. Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos. http://www.ibgc.org.br/biblioteca/download/DELOITTE_2003_LeiSarbanes...fol.pdf.
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of finance*, 59, 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 36(2), 301–325.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150–169. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007>
- Francis, J., & Philbrick, D. (1993). Analysts' decisions as products of a multi-task environment. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 216. <https://doi.org/10.2307/2491271>
- Gramling A., Rittenberg, L., & Johnstone K. (2011). *Auditoria*. São Paulo. Ed. Cengage Learning.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. ed. Porto Alegre: AMGH.
- Han, B., & Kumar, A. (2013). Speculative retail trading and asset prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(2), 377-404. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000100>

- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 125-153.
- Hou, K., Zhang, Y., & Zhuang, Z. (2015). Understanding the variation in the information content of earnings: A return decomposition analysis. *Fisher College of Business Working Paper*, (2015-03), 01. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2548688>
- Hu, D. (2015). Audit Quality and measurement: Towards a comprehensive understanding. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 19(1), 209.
- Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31, 405-441. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015). Stock market reaction to auditor opinions—Italian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6/7), 610-632. <https://doi.org/10.1108/MAJ-06-2014-1045>
- Iaasb - International Auditing and Assurance Standards Board (2022). *Standards & Pronouncements*. <https://www.iaasb.org/standards-pronouncements>.
- Jan, C. L., & Ou, J. A. (2012). Negative-book-value firms and their valuation. *Accounting Horizons*, 26(1), 91-110. <https://doi.org/10.2308/acch-50094>
- Janda, S., Polthier, A., & Kuester, S. (2021). Do they see the signs? Organizational response behavior to customer complaint messages. *Journal of Business Research*, 137, 116–127. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.08.017>
- Jegadeesh, N. (1992). Does market risk really explain the size effect?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(3), 337-351. <https://doi.org/10.2307/2331323>
- Jegadeesh, N., & Kim, W. (2006). Value of analyst recommendations: International evidence. *Journal of Financial Markets*, 9(3), 274–309. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2006.05.001>
- Jensen, M., & Mecling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of the Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2/3), 95-101. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244159>
- Kudlawicz, F. C., Bach, T., & Silva, E. (2016). Assimetria de informação e desempenho. Um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 15(2), 24-39. <https://www.redalyc.org/pdf/3885/388548518003.pdf>
- KPMG. *A Lei Sarbanes-Oxley-2003*. http://www.kpmg.com.br/images/Sarbanes_Oxley.pdf.
- Lennox, C. S., Schmidt, J., & Thompson, A. (2017). Is the expanded model of audit reporting informative to investors. *Evidence from the UK. SSRN Working Paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2619785.
- Liguori, E. W., Bendickson, J. S., & McDowell, W. C. (2018). Revisiting entrepreneurial intentions: A social cognitive career theory approach. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14(1), 67–78. <https://doi.org/10.1007/s11365-017-0462-7>
- Mahto, R. V., & McDowell, W. C. (2018). Entrepreneurial motivation: A non-entrepreneur's journey to become an entrepreneur. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14(3), 513–526. <https://doi.org/10.1007/s11365-018-0513-8>
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>
- Maloumian, N. (2022). Unaccounted forms of complexity: A path away from the efficient market hypothesis paradigm. *Social Sciences & Humanities Open*, 5(1), 100244. <https://doi.org/10.1016/j.ssaho.2021.100244>
- Martins, O. S., & Barros, L. A. B. d. C. (2020). Firm Informativeness, information environment, and accounting quality in emerging countries. *The International Journal of Accounting*, 2150004. <https://doi.org/10.1142/s1094406021500049>.
- Masuch, K., Greve, M., Trang, S., & Kolbe, L. M. (2022). Apologize or justify? Examining the impact of data breach response actions on stock value of affected companies? *Computers & Security*, 112, 102502. <https://doi.org/10.1016/j.cose.2021.102502>
- Moshirian, F., Ng, D., & Wu, E. (2009). The value of stock analysts' recommendations: Evidence from emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 18(1-2), 74–83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2008.11.001>
- Mota, R. H. G., Tavares, A.L., & Machado, M. R. (2012). Relatórios de auditoria independente: Um estudo dos parágrafos de ênfase e de outros assuntos das empresas listadas na Bm&Fbovespa. In: *XXXVI Encontro da ANPAD*. Rio de Janeiro – RJ. Anais eletrônicos. Rio de Janeiro – RJ.
- Perrow, C. (1981). Perspectives in organisation design and behaviour. In A. Van de Ven & J. Joyce (Eds.), *Markets, hierarchies, and hegemony: A critique of Chandler and Williamson* (pp. 371–386). Wiley.
- Popli, M., Raithatha, M., & Ahsan, F. M. (2021). Signaling behavioral intent through better governance: A study of emerging market multinational enterprises. *Journal of Business Research*, 135, 697–710. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.002>

- Rapley, E. T., Robertson, J. C., & Smith, J. L. (2021). The effects of disclosing critical audit matters and auditor tenure on nonprofessional investors' judgments. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(5), 106847. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2021.106847>
- Rodrigues, S. D. S., & Galdi, F. C. (2017). Relações com investidores e assimetria informacional. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 297-312. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703630>
- Ros, A., Ruiz, A., Rusiñol, C., & Valeriano, A. (2019). The risk of insolvency and the audit report. *European Accounting and Management Review*, 6(1), 40-52. <https://ssrn.com/abstract=3486122>
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Saam, N. J. (2007). Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory? *The Journal of Socio-Economics*, 36(6), 825-840. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2007.01.018>
- Sarbanes-Oxley Act (2002). In: *The public company accounting reform and investor protection act*. Washington DC: US Congress. p. 55. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?>
- Solomon, S. J., Bendickson, J. S., Marvel, M. R., McDowell, W. C., & Mahto, R. (2021). Agency theory and entrepreneurship: A cross-country analysis. *Journal of Business Research*, 122, 466-476. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.09.003>
- Soschinski, C. K., Schlup, D., Bogoni, N. M., & da Cunha, P. R. (2020). Influência da governança corporativa na assimetria de informação: Uma comparação entre empresas brasileiras e americanas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(43), 149-163. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8083791>
- 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. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n2a6
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Strong, R. A. (2007). *Practical investment management*. Thomson/South-Western.
- Timmermann, A., & Granger, C. W. J. (2004). Efficient market hypothesis and forecasting. *International Journal of Forecasting*, 20(1), 15-27. [https://doi.org/10.1016/s0169-2070\(03\)00012-8](https://doi.org/10.1016/s0169-2070(03)00012-8)
- Titan, A. G. (2015). The efficient market hypothesis: Review of specialized literature and empirical research. *Procedia Economics and Finance*, 32, 442-449. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01416-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01416-1)
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)