

Estado da publicação: O preprint não foi publicado em outro meio.

# Impacto dos Principais Assuntos de Auditoria e da opinião do auditor nas decisões de investidores não institucionais

Mariana Aparecida Favero Fiorin, Vagner Antônio Marques, Débora Vieira Miranda

<https://doi.org/10.1590/1808-057x20252313.pt>

Submetido em: 2026-04-17

Postado em: 2026-04-20 (versão 1)

(AAAA-MM-DD)

**DOI: 10.1590/1808-057x20252313.pt**

**e-location: e2313**

**Impacto dos Principais Assuntos de Auditoria e da opinião do auditor nas decisões de investidores não institucionais**

*Impact of Key Audit Matters and the auditor's opinion on the decisions of non-institutional investors*

**Mariana Aparecida Favero Fiorin<sup>1</sup>**

<https://orcid.org/0000-0001-6670-6397>

E-mail: [marianaaffiorin@gmail.com](mailto:marianaaffiorin@gmail.com)

**Vagner Antônio Marques<sup>2</sup>**

<https://orcid.org/0000-0001-7210-4552>

E-mail: [vagner.marques@ufes.br](mailto:vagner.marques@ufes.br)

**Débora Vieira Miranda<sup>1</sup>**


<https://orcid.org/0000-0003-2235-1891>

E-mail: [debora.v.miranda@edu.ufes.br](mailto:debora.v.miranda@edu.ufes.br)

<sup>1</sup> Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Vitória, ES, Brasil

<sup>2</sup> Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Departamento de Ciências Contábeis, Vitória, ES, Brasil

Recebido em 26/02/2025 – *Desk* aceite em 28/03/2025 – 3ª versão aprovada em 09/10/2025

Editor-Chefe Acadêmico: Andson Braga de Aguiar 

Editora Associada: Sirlei Lemes

Este é um manuscrito em pré-impressão (preprint). O conteúdo foi aprovado para publicação após revisão por pares e encontra-se em fase de edição. A versão definitiva será publicada sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20252313.pt>

Este artigo deriva de uma dissertação de mestrado defendida pela coautora Mariana Aparecida Favero Fiorin e orientada pelo coautor Vagner Antônio Marques, em 2023.

Trabalho apresentado no 24º USP International Conference on Accounting, São Paulo, SP, Brasil, julho de 2024.

## RESUMO

Este estudo investiga o impacto da adoção da Norma Brasileira de Contabilidade – Técnica de Auditoria 701, especificamente dos Principais Assuntos de Auditoria (PAAs), e da opinião com ressalva do auditor sobre a decisão de investimento por investidores não institucionais brasileiros. A pesquisa preenche uma lacuna na literatura ao aplicar uma metodologia experimental para avaliar os efeitos dos PAAs no julgamento e na tomada de decisão de investidores não institucionais, grupo cada vez mais expressivo no mercado de capitais brasileiro e ainda pouco explorado em estudos empíricos nacionais. A introdução dos PAAs, em 2017, visou aumentar a transparência dos relatórios de auditoria. Avaliar sua efetividade junto a investidores não institucionais é essencial para compreender se essas informações são assimiladas e consideradas nas decisões de investimento desses investidores. A pesquisa contribui para o debate sobre a importância do conteúdo informacional do auditor, oferecendo *insights* relevantes para reguladores, investidores, auditores e outras partes interessadas. Foi realizado um experimento com delineamento  $2 \times 2$  entre participantes, manipulando PAAs (presença vs. ausência) e a opinião do auditor (sem ressalva vs. com ressalva). A amostra foi composta por 112 investidores não institucionais, coletada *online* de julho de 2023 a janeiro de 2024. A análise envolveu estatísticas descritivas, testes de diferenças entre médias/medianas e análise de variância. Os resultados não evidenciaram impacto estatisticamente significativo dos PAAs (isoladamente ou combinados com opinião com ressalva) nas decisões de investimento de investidores não institucionais brasileiros. O estudo contribui para evidenciar que a eficácia dos PAAs depende do contexto de divulgação e da capacidade interpretativa dos investidores, assim como da interação com outras seções do relatório. Os achados ressaltam a necessidade de padronização, clareza e educação para maximizar a utilidade dos Relatórios de Auditoria Independente.

**Palavras-chave:** Principais Assuntos de Auditoria, NBC TA 701, decisão de investimentos, Relatório de Auditoria Independente, opinião de auditoria.

## ABSTRACT

*This study investigates the impact of the adoption of the Brazilian Accounting Standard – Auditing Standard 701, specifically Key Audit Matters (KAMs), and the auditor’s qualified opinion on the investment decisions of Brazilian non-institutional investors. The research fills a gap in the literature by applying an experimental methodology to assess the effects of KAMs on the judgment and decision-making of non-institutional investors, a group that has become increasingly significant in the Brazilian capital market and remains underexplored in national empirical studies. The introduction of KAMs in 2017 aimed to increase the transparency of audit reports. Evaluating their effectiveness among non-institutional investors is essential to understand whether this information is assimilated and considered in their investment decisions. The study contributes to the debate on the importance of the informational content of the auditor’s report, offering relevant insights for regulators, investors, auditors, and other stakeholders. An experiment was conducted using a  $2 \times 2$  between-subjects design, manipulating KAMs (presence vs. absence) and the auditor’s opinion (unqualified vs. qualified). The sample consisted of 112 non-institutional investors, collected online from July 2023 to January 2024. The analysis involved descriptive statistics, tests of differences between means/medians, and analysis of variance. The results did not show a statistically significant impact of KAMs (either in isolation or combined with a qualified opinion) on the investment decisions of Brazilian non-institutional investors. The study contributes by demonstrating that the effectiveness of KAMs depends on the disclosure context and the interpretive capacity of*

*investors, as well as their interaction with other sections of the report. The findings highlight the need for standardization, clarity, and education to maximize the usefulness of Independent Auditor's Reports.*

**Keywords:** *Key Audit Matters, BNC TA 701, investment decision, Independent Auditor's Report, audit opinion.*

## **Endereço para correspondência**

### **Vagner Antônio Marques**

Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas,  
Departamento de Ciências Contábeis  
Avenida Fernando Ferrari, 514, Edifício EDVI – CEP: 29075-910  
Campus Goiabeiras – Vitória – ES – Brasil

## **1. INTRODUÇÃO**

As Demonstrações Financeiras (DFs) e os Relatórios de Auditoria Independente (RAIs) são considerados fontes de informação essenciais para a melhoria da tomada de decisão de investimentos (Al-Ajmi, 2009). Desse modo, o auditor, por meio do relatório de auditoria, busca assegurar a veracidade dos dados reportados nas DFs e reduzir a assimetria informacional entre as partes interessadas (BooLaky & Quick, 2016; Velte & Issa, 2019).

Entretanto, Köhler et al. (2020) destacam que, embora reconheçam a importância da auditoria, os usuários das DFs nem sempre leem os relatórios completos e enfrentam dificuldades de compreensão. Além disso, o aumento de erros e/ou fraudes observado em diversos casos de escândalos contábeis (Velte & Issa, 2019) intensificou as críticas aos RAIs e fortaleceu a pressão por mudanças regulatórias na auditoria (Prasad & Chand, 2017; Velte & Issa, 2019).

Diante desse contexto, o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) promoveu a adoção das normas internacionais [International Standards on Auditing (ISA)] no Brasil com o objetivo de melhorar a qualidade, a credibilidade e a compreensibilidade dos RAIs. Como resultado, em 2016, entraram em vigor as normas de auditoria, destacando-se a Norma Brasileira de Contabilidade – Técnica de Auditoria 701 (NBC TA 701), que trata da divulgação dos Principais Assuntos de Auditoria (PAAs) nos RAIs (Alves & Galdi, 2020; Marques et al., 2021; Santos et al., 2020; Venturini et al., 2022).

Na perspectiva da teoria da confiança inspirada (TCI), proposta por Limperg (1932), a divulgação do RAI tem um papel fundamental na tomada de decisão. Silviu e Timea (2015) destacam que a teoria enfatiza a importância da transparência e confiabilidade das informações, especialmente para empresas listadas em bolsa, pois as divulgações da administração podem ser fraudulentas ou conter erros materiais. Assim, a auditoria é fundamental para assegurar a confiabilidade das DFs, apoiando decisões de investimento mais assertivas (Silviu & Timea, 2015). Logo, conforme a TCI, o RAI visa conferir credibilidade aos usuários que avaliam informações financeiras relevantes para a tomada de decisão de investimento (Cordoş et al., 2020).

De acordo com a B3 S.A. – Bolsa, Brasil, Balcão (B3), houve um aumento de 6% no número de investidores individuais na bolsa brasileira no período de 2023 a 2024, com um adicional de 5% no segundo trimestre de 2025 (B3, 2025). Nesse sentido, as informações contidas nos RAIs, em particular nos PAAs, podem auxiliar os investidores individuais em suas decisões (Prasad & Chand, 2017).

Uma análise da literatura sobre a implementação dos PAAs nos RAIs e seu impacto na tomada de decisão de investimento revela divergências nos resultados (Minutti-Meza, 2021; Velte & Issa, 2019). Alguns estudos internacionais indicam que a inclusão dos PAAs aumenta a transparência e reduz a assimetria informacional (Moroney et al., 2021; Prasad & Chand, 2017; Sirois et al., 2018). No entanto, Köhler et al. (2020) observaram que os PAAs podem não influenciar significativamente as decisões de investimento dos investidores não institucionais nem o julgamento do auditor sobre a empresa. Esses autores explicam que os investidores não institucionais têm pouco conhecimento sobre as informações presentes nos RAIs e dificuldades em entender a mensagem que os PAAs transmitem, principalmente quando foram expostos a casos reais.

No Brasil, as evidências indicam que a divulgação dos PAAs está associada a retornos anormais positivos (Alves & Galdi, 2020), à melhoria na legibilidade dos RAIs (Marques et al., 2021) e ao aumento da qualidade da auditoria, dos RAIs e da confiabilidade das DFs (Venturini et al., 2022).

Neste contexto, o presente estudo buscou responder à seguinte pergunta: qual é o impacto dos PAAs sobre a tomada de decisão de investimento de investidores não institucionais brasileiros? Desse modo, o objetivo deste estudo é identificar e analisar esse impacto. Para tanto, utilizou-se um experimento com delineamento  $2 \times 2$  entre participantes, manipulando-se a presença vs. a ausência de PAAs e a opinião do auditor (sem ressalva vs. com ressalva). Em todas as condições, os participantes decidiram se investiriam na empresa fictícia apresentada no cenário experimental e, em caso afirmativo, informaram qual valor de investimento destinariam a ela. A análise incluiu estatística descritiva, testes de médias/medianas e análise de variância (ANOVA).

Este estudo diferencia-se de pesquisas anteriores por adotar um desenho experimental que permite avaliar não apenas o impacto isolado de cada variável, mas também os efeitos combinados da divulgação dos PAAs e da opinião do auditor sobre o julgamento dos investidores. Essa abordagem empírica oferece uma visão mais robusta sobre como esses elementos interagem na percepção de risco, na confiabilidade das informações contábeis e gerenciais e como afetam as decisões dos investidores não institucionais.

Os resultados do estudo têm implicações para diferentes públicos: para auditores, destacam a necessidade de clareza na divulgação dos PAAs; para investidores não institucionais, funcionam como sinalizadores de risco; para reguladores, reforçam a importância de políticas que aumentem a utilidade dos RAIs; e, para pesquisadores, oferecem evidências sobre o impacto dos PAAs na tomada de decisão em mercados emergentes.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES**

### **2.1 Demanda Informacional dos RAIs, Investidores Individuais e TCI**

A demanda por auditoria e a relevância dos RAIs podem ser compreendidas a partir da TCI ou da teoria das expectativas racionais, formulada por Limperg (1932). Diferentemente de abordagens que interpretam a auditoria apenas como instrumento de controle, a TCI a concebe como uma resposta à demanda social por credibilidade nas informações financeiras. Essa teoria parte do pressuposto de que a confiança dos usuários é inspirada pelo trabalho do auditor, que assegura a fidedignidade das DFs (Hayes et al., 2014).

Nesse contexto, a auditoria exerce o papel de mediadora da confiança, ao assegurar a qualidade da informação contábil. Esse processo reforça a relação de fidedignidade entre investidores e empresas, na qual os primeiros alocam recursos com base nas informações divulgadas, presumindo sua veracidade, enquanto as empresas recorrem à auditoria para assegurar sua credibilidade (Silviu & Timea, 2015).

A evolução dos RAIs com a inclusão dos PAAs fortalece os pressupostos da TCI ao ampliar a transparência e a utilidade da informação para os investidores. Os PAAs fornecem dados que ajudam a identificar riscos e pontos de atenção nas DFs e fortalecem a confiança dos investidores na qualidade dos relatórios, contribuindo para decisões de investimento mais embasadas (Silviu & Timea, 2015; Cordoş et al., 2020).

No contexto brasileiro, o número crescente de investidores individuais na B3 – 5 milhões em 2023, 5,3 milhões em 2024 e 5,4 milhões no segundo trimestre de 2025 – evidencia uma democratização do mercado de capitais e o surgimento de novos perfis de investidores com menor conhecimento técnico e diferentes níveis de recursos financeiros (B3, 2025). As regulações da Comissão de Valores Mobiliários (2014, 2021) (Instrução CVM 554, de 17 de dezembro de 2014, e Resolução CVM 30, de 11 de maio de 2021) e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) classificam investidores em profissionais, qualificados e individuais, além de delinear perfis de risco (conservador, moderado e arrojado) para orientar escolhas de acordo com a tolerância a riscos e objetivos financeiros (ANBIMA, 2021; Bortoli et al., 2019).

A mudança no perfil dos investidores indica a necessidade de informações financeiras mais claras, confiáveis e acessíveis, fundamentais para que investidores individuais avaliem adequadamente riscos e oportunidades. Nesse âmbito, Al-Ajmi (2009) afirma que a contabilidade é fundamental para estruturar os dados nas DFs, cuja utilidade depende da asseguuração pela auditoria independente.

Os RAIs são instrumentos para aumentar a confiabilidade das DFs e reduzir as assimetrias informacionais que dificultam decisões de investimento. Para Lin et al. (2003) e Lennox et al. (2023), a opinião do auditor, por meio desses relatórios, influencia a percepção dos investidores quanto à qualidade da informação, afetando tanto a decisão de investir quanto o volume de recursos alocados. Assim, a auditoria contribui para a transparência e o funcionamento eficiente do mercado, consolidando a confiança dos investidores (Prasad & Chand, 2017; Sirois et al., 2018).

Entretanto, Eilifsen et al. (2021) destacam que o aumento da complexidade contábil, aliado à intensificação do uso de julgamentos e estimativas subjetivas, como as mensurações a valor justo, dificulta a compreensão das DFs e amplia a incerteza para os investidores, sobretudo os individuais. Nesse contexto, a atuação do auditor torna-se ainda mais relevante para mitigar as assimetrias informacionais e reduzir a incerteza quanto ao risco econômico da entidade (O'Reilly, 2009; Prasad & Chand, 2017; Velte & Issa, 2019).

Desde os anos 2000, escândalos corporativos e fraudes fragilizaram a confiança nos RAIs, evidenciando um descompasso entre as expectativas dos usuários e a efetiva função da auditoria, conhecido como lacuna de expectativas (BooLaky & Quick, 2016). Além disso, a estrutura padronizada e genérica dos RAIs limitava sua utilidade informacional e a relevância prática para investidores (Lennox et al., 2023).

Em resposta, reguladores internacionais, como o International Auditing and Assurance Standards Board, reformularam as normas de auditoria para ampliar o conteúdo e a utilidade dos RAIs (Velte & Issa, 2019). No Brasil, a adoção, a partir de 2016, das NBC TA alinhadas às ISAs (CFC, 2016b) trouxe importantes mudanças, destacando-se a NBC TA 701, que instituiu diretrizes para a comunicação obrigatória dos PAAs nos RAIs.

Os PAAs inovam ao aumentar a qualidade e a transparência das informações, destacando os temas que demandaram atenção significativa na auditoria, incluindo riscos materiais, julgamentos contábeis incertos e eventos relevantes no período (BooLaky & Quick, 2016; CFC 2016a; Köhler et al., 2020). Isso reduz a assimetria informacional, alinha as expectativas de investidores e auditores e fortalece o papel da auditoria como mecanismo de confiança no mercado de capitais (Velte & Issa, 2019).

Em contrapartida, Rapley et al. (2021) observam que a divulgação dos PAAs pode

evidenciar riscos relevantes que, ao serem percebidos pelos investidores, especialmente os menos experientes, podem reduzir a percepção da qualidade da auditoria e a atratividade do investimento. Apesar disso, a inclusão dos PAAs agrega valor ao RAI ao fornecer informações detalhadas e relevantes, atendendo à crescente demanda por transparência e confiança nas informações financeiras e no julgamento dos auditores.

Nesse contexto, a TCI destaca o papel dos RAIs e dos PAAs na redução das assimetrias informacionais para investidores individuais, que dependem de informações claras e confiáveis para decisões seguras. Assim, a evolução normativa dos RAIs responde à maior complexidade do mercado e à diversidade dos investidores, reforçando a auditoria como pilar da confiança e da eficiência do mercado de capitais.

## 2.2 Desenvolvimento das Hipóteses

A inclusão dos PAAs nos RAIs tem como objetivo destacar questões críticas para orientar os usuários das DFs (Christensen et al., 2014). Embora vise aprimorar a utilidade dos relatórios e contribuir para a tomada de decisão, o impacto dos PAAs sobre investidores não institucionais permanece controverso na literatura.

A esse respeito, Christensen et al. (2014) evidenciaram que investidores não profissionais tendem a evitar o investimento em firmas que reportaram PAAs. Isso indica que a divulgação dos PAAs aumenta a percepção de risco do investidor. No entanto, quando o relatório inclui também a solução adotada, o impacto sobre a decisão é reduzido, sugerindo que a informação adicional mitiga o efeito negativo.

Em contrapartida, Boolaky e Quick (2016) verificaram que a divulgação dos PAAs não influenciou a decisão de 109 diretores de banco alemães, destacando que o impacto dos PAAs varia conforme a natureza do assunto reportado e a percepção subjetiva de risco pelo usuário. Sirois et al. (2018) complementam essa perspectiva ao mostrarem que, embora os PAAs tenham sido consultados por 98 estudantes de pós-graduação em contabilidade, a apresentação de múltiplos assuntos pode dispersar a atenção e comprometer o foco nas informações essenciais das DFs, prejudicando a qualidade das decisões.

Köhler et al. (2020), por meio de um experimento com 132 participantes – entre investidores profissionais e não profissionais –, investigaram o efeito dos PAAs na tomada de decisão. Os resultados indicaram que, entre profissionais, os PAAs influenciam a percepção de risco, especialmente em relação à possibilidade de perdas futuras, afetando a decisão de investimento. Em contraste, investidores não profissionais demonstraram dificuldade em compreender a utilidade dos PAAs, sugerindo limitações cognitivas ou desconhecimento sobre seu propósito. Para esse grupo, os PAAs não agregaram valor informacional relevante nem impactaram o comportamento de investimento.

Divergindo dessas evidências, Moroney et al. (2021) demonstraram, por meio de experimento com investidores não profissionais australianos, que a presença dos PAAs aumenta a percepção de relevância e confiabilidade do RAI, sobretudo quando a auditoria é conduzida por firmas de auditoria não classificadas entre as quatro maiores firmas de auditoria. No entanto, os autores alertam que essa ênfase nos PAAs pode reduzir a atenção dedicada a outras seções fundamentais do relatório, como a opinião do auditor, indicando possível sobreposição ou desvio informacional.

Por sua vez, Rapley et al. (2021) identificaram que investidores não profissionais interpretam a divulgação dos PAAs como um sinal de risco, associando-os a possíveis distorções nas demonstrações e à menor credibilidade da administração. Como resultado, demonstraram menor disposição para investir quando os PAAs estão presentes no relatório, em comparação com a sua ausência. Esses achados sugerem que, apesar de reconhecidos como relevantes, os PAAs podem gerar efeitos negativos sobre a confiança dos investidores.

Adicionalmente, Chan e Liu (2023), a partir de uma amostra de 150 investidores não profissionais dos Estados Unidos da América, corroboram a função dos PAAs como indicadores de risco, reforçando sua importância na formação da percepção de confiabilidade. Com base nessas evidências e fundamentando-se na TCI, que destaca a importância da credibilidade conferida pelos RAIs e por seus conteúdos para os investidores (Minutti-Meza, 2021), espera-se que os PAAs sejam efetivamente considerados no processo decisório de investimento. Diante disso, formula-se a primeira hipótese do estudo:

H<sub>1</sub>: a divulgação do RAI com a presença de PAAs afeta negativamente a tomada de decisão de investimento de investidores não institucionais brasileiros.

Outro aspecto fundamental dos RAIs é o tipo de opinião do auditor, seção com parecer sobre a asseguuração das DFs. Estudos anteriores (Badlaoui et al., 2023; Lennox et al., 2023; Lin et al., 2003) indicam que a opinião do auditor exerce influência sobre as decisões de investimento, ao afetar a percepção de risco sobre a integridade da empresa. A opinião modificada tende a sinalizar riscos maiores e é frequentemente associada a efeitos negativos no preço das ações, reduzindo, assim, a atratividade do investimento (Badlaoui et al., 2023).

Dessa forma, considerando que a opinião do auditor é o principal componente do RAI e que uma modificação nela pode reduzir o interesse pelo investimento, especialmente quando combinada com a divulgação dos PAAs, propõe-se a segunda hipótese:

H<sub>2</sub>: a presença de PAAs intensifica o efeito negativo da opinião de auditoria modificada sobre a decisão de investimento dos investidores não institucionais.

Vale destacar que o impacto dos PAAs vai além da percepção individual de risco. Sirois et al. (2018) demonstram que a inclusão dos PAAs potencializa a qualidade da informação financeira, melhora a transparência e pode reduzir o comportamento oportunista dos gestores, funcionando como mecanismo de controle e comunicação mais eficaz. Contudo, há riscos de que investidores menos experientes confundam os PAAs com informações substitutivas das DFs, o que pode comprometer suas decisões (Eilifsen et al., 2021; Sirois et al., 2018).

Por fim, os efeitos da divulgação dos PAAs podem variar conforme o contexto e o perfil do usuário. Estudos indicam que, enquanto investidores institucionais percebem valor informacional nos PAAs, investidores não institucionais, em geral, têm dificuldades em interpretar seu conteúdo, o que limita a eficácia da comunicação (BooLaky & Quick, 2016; Köhler et al., 2020). Entretanto, evidências também apontam que a presença dos PAAs pode aumentar a credibilidade e a confiança na auditoria, estimulando decisões de investimento mais informadas (Chan & Liu, 2023; Moroney et al., 2021).

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1 Desenho e Tarefa Experimental**

Com o objetivo de analisar o impacto dos PAAs na decisão de investimento de investidores não institucionais brasileiros, foi aplicado um experimento com delineamento 2 × 2 (entre participantes), manipulando a presença dos PAAs (ausência vs. presença) e a opinião de auditoria (sem ressalva vs. com ressalva). Em todas as condições experimentais, os participantes decidiram se investiriam e qual percentual da poupança disponível alocariam.

Nas condições experimentais com manipulação da presença de PAAs, foram utilizados três PAAs, número médio reportado em estudos anteriores (Marques et al., 2021; Santos et al., 2020; Venturini et al., 2022). Os PAAs incluídos foram: (i) redução do valor recuperável, (ii)

provisões e contingências e (iii) reconhecimento de receitas, os quais são os mais frequentes no contexto brasileiro, conforme evidenciado em pesquisas anteriores (Camargo et al., 2019; Marques & Souza, 2017; Marques et al., 2021; Santos et al., 2020; Venturini et al., 2022). Os participantes desse grupo acessaram um cenário experimental com RAI contendo os três PAAs mencionados. Para as condições com e sem PAAs, foram utilizados os textos-padrão da NBC TA 705, correspondentes a cada tipo de opinião do auditor (sem ressalva e com ressalva).

Apesar das limitações do delineamento, optou-se por um cenário mais realista de tomada de decisão, com base em um RAI contendo múltiplos julgamentos contábeis, em convergência com a realidade brasileira. Essa escolha ampliou a validade externa do experimento, ainda que possa ter reduzido a validade interna, uma vez que outros elementos informacionais do RAI também podem ter influenciado as decisões dos participantes.

Os participantes foram aleatoriamente distribuídos em quatro grupos experimentais, correspondendo às combinações das condições manipuladas. A randomização foi realizada automaticamente pela plataforma *online* SurveyMonkey, que alocou os respondentes sem qualquer intervenção ou acesso por parte dos participantes ou pesquisadores, assegurando a imparcialidade do processo.

O primeiro grupo foi composto pelos sujeitos que receberam presença de PAAs e opinião de auditoria sem ressalva (tratamento). O segundo grupo foi formado pelos participantes que receberam manipulação com ausência de PAAs e opinião de auditoria sem ressalva (controle). Já o terceiro grupo se constituiu daqueles que receberam presença de PAAs e opinião de auditoria com ressalva (tratamento). Por fim, o quarto grupo recebeu o RAI com ausência de PAAs e opinião de auditoria com ressalva (controle). Para testar as  $H_1$  e  $H_2$ , realizou-se a comparação entre os grupos de tratamento e de controle, conforme apresentado na Tabela 1.

**Tabela 1**

*Comparação entre grupos de tratamento e controle para teste das hipóteses*

<b>Hipóteses</b>	<b>Tratamento</b>	<b>Controle</b>
$H_1$ : a divulgação do RAI com a presença de PAAs afeta negativamente a tomada de decisão de investimento de investidores não institucionais brasileiros.	Presença de PAAs e opinião de auditoria sem ressalva	Ausência de PAAs e opinião de auditoria sem ressalva
$H_2$ : a presença de PAAs intensifica o efeito negativo da opinião de auditoria modificada sobre a decisão de investimento dos investidores não institucionais.	Presença de PAAs e opinião de auditoria com ressalva	Ausência de PAAs e opinião de auditoria com ressalva

*PAAs = Principais Assuntos de Auditoria; RAI = Relatórios de Auditoria Independente.*

**Fonte:** *Elaborada pelos autores.*

Cada participante recebeu informações sobre a empresa, indicadores financeiros, RAIs e questões para testar as hipóteses, além de perguntas adicionais para auxiliar na análise das decisões dos investidores não institucionais. O instrumento de coleta, disponível no repositório Harvard Dataverse (<https://doi.org/10.7910/DVN/HS4NL2>), foi aplicado remotamente via SurveyMonkey, adaptado de estudos anteriores (Christensen et al., 2014; Farkas & Murthy, 2014; Köhler et al., 2020; Lin et al., 2003; Moroney et al., 2021; O'Reilly, 2009; Rapley et al., 2021) e aprovado pelo Comitê de Ética em Pesquisa (CEP) da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES).

Após aprovação pelo CEP, o instrumento foi pré-testado para garantir a compreensão dos investidores não institucionais e aprimorar a redação das questões (Sirois et al., 2018). Com base nas sugestões, o instrumento foi ajustado e reaprovado pelo CEP da UFES. A divulgação ocorreu via redes sociais, com coleta de respostas no período de 21 de julho de 2023 a 23 de janeiro de

2024.

Os resultados foram analisados por meio da aplicação de estatística descritiva e de testes não paramétricos de diferenças entre médias/medianas, como Wilcoxon-Mann-Whitney para diferença entre as médias e Kruskal-Wallis para diferença entre as proporções. Além disso, utilizou-se um teste paramétrico, como ANOVA, para verificar as médias e possíveis diferenças e, conseqüentemente, completar os achados e analisar as hipóteses de pesquisa.

Os dados financeiros da Empresa ABC S.A. foram obtidos de uma companhia listada na B3, sendo utilizados dados de 2022 como referência para o ano 20X1, ao passo que os indicadores com valores 1% inferiores foram considerados para o ano 20X0. Essa escolha foi feita com o objetivo de apresentar uma empresa com uma situação financeira estável (Köhler et al., 2020), para isolar os efeitos de outros fatores (como variação do retorno, taxa de crescimento etc.) e para que as possíveis diferenças encontradas sejam decorrentes da manipulação nos PAAs e na opinião de auditoria reportada nos RAIs.

Os indicadores financeiros selecionados para análise foram escolhidos com base em sua relevância na análise fundamentalista e são usualmente utilizados nas análises financeiras e nas decisões de investimento dos investidores e profissionais na previsão de retorno (Ze-To, 2022). Esses indicadores incluem lucro por ação, *payout*, margem bruta, margem líquida, retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido, giro do ativo, liquidez corrente, liquidez geral e endividamento.

### 3.2 Variáveis

A variável dependente consistiu na tomada de decisão de investimento, a qual foi capturada por meio de duas questões: 1) “Você aplicaria algum percentual da quantia disponível para investimento em ações da Empresa ABC S.A.?” – com opções, em uma escala Likert de 5 pontos: “Com certeza não” (1), “Provavelmente não” (2), “Indeciso” (3), “Provavelmente sim” (4) e, por fim, “Com certeza sim” (5) (Lin et al., 2003); e 2) “Qual percentual da quantia disponível para investimento você aplicaria em ações da Empresa ABC S.A.?” – sendo avaliada por meio de uma escala contínua.

No experimento, a variável independente foi manipulada para incluir a divulgação dos PAAs e a opinião de auditoria, divididas em quatro condições: ausência de PAAs, presença de PAAs, opinião de auditoria sem ressalva e opinião de auditoria com ressalva. As variáveis de controle incluíram idade, gênero, nível de escolaridade, experiência como investidor individual (Köhler et al., 2020) e perfil de investidor (Bortoli et al., 2019).

A variável categórica perfil do investidor, classificada em conservador, moderado ou arrojado, pode influenciar diretamente o julgamento e a tomada de decisão dos investidores não institucionais, uma vez que orienta suas escolhas quanto ao prazo, tipo de aplicação e nível de risco mais adequado aos seus objetivos (ANBIMA, 2021). Esse perfil é definido com base em características individuais, como tolerância ao risco, situação financeira, conhecimento prévio, horizonte temporal e metas de investimento (ANBIMA, 2021). Assim, investidores com maior tolerância ao risco tendem a apresentar maior propensão a escolher ativos mais voláteis, buscando retornos mais elevados (Bortoli et al., 2019).

### 3.3 Participantes e Seleção da Amostra

A amostra foi composta por investidores não institucionais, investidores pessoas físicas, também chamados de investidores individuais, que: realizam ou já realizaram investimentos em ações de empresas (Christensen et al., 2014; Farkas & Murthy, 2014; Lin et al., 2003; Moroney et al., 2021; Rapley et al., 2021); que fossem maiores de 18 anos e se interessassem em participar voluntariamente da pesquisa. Para garantir a adequação da amostra, o instrumento incluiu

perguntas iniciais de triagem com o objetivo de identificar investidores não institucionais, público-alvo do estudo. Essa triagem foi importante tanto para evitar a participação de não investidores quanto de investidores profissionais, cujas características poderiam comprometer a validade dos resultados.

A amostra analisada foi composta por 112 participantes investidores não institucionais, que investem ou já investiram em ações de empresas, leram o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido e desejaram participar voluntariamente da pesquisa, distribuídos da seguinte forma: 24 respondentes foram do grupo 1 (tratamento: presença de PAAs e sem ressalva), 25 do grupo 2 (controle: ausência de PAAs e sem ressalva), 31 do grupo 3 (tratamento: presença de PAAs e com ressalva) e 32 no grupo 4 (controle: ausência de PAAs e com ressalva). Foram realizadas análises adicionais excluindo indivíduos que erraram as duas questões de checagem de atenção; contudo, os resultados foram similares e, por isso, foram mantidas as 112 observações na análise principal. O tamanho da amostra é compatível com o observado em estudos anteriores, como o de Köhler et al. (2020), e, segundo Aguiar (2017), o recomendável é que os grupos experimentais tenham no mínimo 20 observações para cada condição experimental.

Salienta-se ainda que o experimento foi estruturado para capturar o impacto específico dos PAAs na decisão de investimento. O delineamento permitiu comparar o grupo exposto aos PAAs com o grupo de controle, atribuindo as diferenças observadas a essa informação, mesmo sem o controle direto de fatores cognitivos, como o conhecimento contábil. Por fim, a amostra, obtida por acessibilidade, pode apresentar viés de seleção e limitar a generalização dos achados.

## 4. ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

### 4.1 Características dos Participantes

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis demográficas, considerando apenas os casos válidos, já que 40 participantes não responderam às questões sociodemográficas. Esses indivíduos, contudo, foram mantidos nas análises das hipóteses por terem concluído as tarefas experimentais, pois sua exclusão não alteraria os resultados e sua inclusão segue recomendações metodológicas (Little & Rubin, 2019) e práticas em estudos experimentais (Rapley et al., 2021; Van Smeden, 2021), preservando o poder estatístico e evitando vieses em amostras intencionais.

**Tabela 2**

*Estatística descritiva das variáveis demográficas*

	<b>n</b>	<b>Sem PAAs (n = 57)</b>	<b>Com PAAs (n = 55)</b>	<b>Valor de p</b>
Idade, média (DP)	72	38,083 (9,776)	34,806 (10,685)	0,2
Experiência, média (DP)	72	5,917 (6,526)	6,889 (9,404)	0,6
Gênero, n (%)	112			0,8
Feminino		9/57 (16,0%)	9/55 (16,0%)	
Masculino		27/57 (47,0%)	27/55 (49,0%)	
Não informado		21/57 (37,0%)	19/55 (35,0%)	

Escolaridade, n (%)	112	0,9
Doutorado completo	6/57 (11,0%)	4/55 (7,3%)
Ensino médio completo	4/57 (7,0%)	5/55 (9,1%)
Especialização completa	10/5 (18,0%)	6/55 (11,0%)
Graduação completa	7/57 (12,0%)	12/55 (22,0%)
Mestrado completo	9/57 (16,0%)	9/55 (16,0%)
Não informado	21/57 (37,0%)	19/55 (35,0%)
Perfil de investidor, n (%)	112	0,8
Moderado	16/57 (28,0%)	17/55 (31,0%)
Conservador	9/57 (16,0%)	7/55 (13,0%)
Arrojado	11/57 (19,0%)	12/55 (22,0%)
Não informado	21/57 (37,0%)	19/55 (35,0%)

**Notas:** *p* (%) indica a proporção percentual das observações. Wilcoxon-Mann-Whitney para a diferença entre as médias e Kruskal-Wallis para a diferença entre as proporções.

DP = desvio padrão; PAAs = Principais Assuntos de Auditoria.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Dentre os respondentes, observa-se que a idade média é de 38 (38,08) anos para o grupo de controle e de 35 (34,8) anos para o grupo de tratamento, sem diferenças estatisticamente significativas. Em termos de experiência com investimentos em ações, o grupo de controle apresentou, aproximadamente, 6 anos (5,917), e o de tratamento, 7 anos (6,889). Em torno de 47% e 49% dos respondentes eram do gênero masculino, considerando os grupos de controle e tratamento, respectivamente.

Com relação à escolaridade, cerca de 57% do grupo controle e 52,3% do grupo tratamento tinham ensino superior. No perfil de investidor, no grupo controle, 28% eram moderados, 19% arrojados e 16% conservadores; no grupo tratamento, 31% eram moderados, 22% arrojados e 13% conservadores. As variáveis sociodemográficas não apresentaram diferenças significativas, indicando homogeneidade entre os grupos – fator essencial para assegurar que os efeitos observados sejam decorrentes da manipulação experimental (Köhler et al., 2020; Moroney et al., 2021).

#### 4.2 Análise da Tarefa Experimental e Diferença Entre Grupos Experimentais

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas dos dados das variáveis dependentes relacionadas às tarefas fornecidas no instrumento de pesquisa para avaliar as hipóteses de pesquisa. Além disso, foram incluídas perguntas adicionais elaboradas para auxiliar na compreensão das razões subjacentes às decisões tomadas pelos participantes.

#### Tabela 3

*Estatística descritiva das variáveis para responder às hipóteses de pesquisa*

	<b>n</b>	<b>Sem PAAs (n = 57)</b>	<b>Com PAAs (n = 55)</b>	<b>Valor de p</b>
Percentual de investimentos, média (DP)	112	22,737 (20,884)	21,473 (19,397)	0,7
Decisão de investimentos, n (%)	112			0,8
Com certeza não		1/57 (1,8%)	6/55 (11%)	
Provavelmente não		16/57 (28%)	9/55 (16%)	
Indeciso		10/57 (18%)	10/55 (18%)	
Provavelmente sim		24/57 (42%)	27/55 (49%)	
Com certeza sim		6/57 (11%)	3/55 (5,5%)	
Nível de compreensão dos PAAs, n (%)	112			0,7
Muito baixo		2/57 (3,5%)	3/55 (5,5%)	
Baixo		9/57 (16,0%)	9/55 (16,0%)	
Médio		17/57 (30,0%)	12/55 (22,0%)	
Alto		4/57 (7,0%)	7/55 (13,0%)	
Muito alto		4/57 (7,0%)	5/55 (9,1%)	
Não informado		21/57 (37,0%)	19/55 (35,0%)	
Frequência de utilização do RAI, n (%)	112			0,5
Nunca		6/57 (11,0%)	8/55 (15,0%)	
Raramente		16/57 (28,0%)	8/55 (15,0%)	
Eventualmente		8/57 (14,0%)	13/55 (24,0%)	
Frequentemente		5/57 (8,8%)	2/55 (3,6%)	
Sempre		1/57 (1,8%)	5/55 (9,1%)	
Não informado		21/57 (37,0%)	19/55 (35,0%)	
Frequência de utilização das DFs, n (%)	112			0,8
Nunca		1/57 (1,8%)	5/55 (9,1%)	

	n	Sem PAAs (n = 57)	Com PAAs (n = 55)	Valor de p
Raramente		6/57 (11,0%)	2/55 (3,6%)	
Eventualmente		8/57 (14,0%)	10/55 (18,0%)	
Frequentemente		13/57 (23,0%)	8/55 (15,0%)	
Sempre		8/57 (14,0%)	11/55 (20,0%)	
Não informado		21/57 (37,0%)	19/55 (35,0%)	
Tipo de opinião do auditor, n (%)	112			➤ 0,9
Sem ressalva		32/57 (56,0%)	31/55 (56,0%)	
Com ressalva		25/57 (44,0%)	24/55 (44,0%)	

**Notas:** *p* (%) indica a proporção percentual das observações. Wilcoxon-Mann-Whitney para a diferença entre as médias e Kruskal-Wallis para a diferença entre as proporções.

DFs = Demonstrações Financeiras; DP = desvio padrão; PAAs = Principais Assuntos de Auditoria; RAIs = Relatórios de Auditoria Independente.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Conforme se verifica no painel A, o percentual de investimentos apresentado pelos participantes do grupo de tratamento foi de 21,47%, enquanto o grupo de controle foi de 22,74%. Apesar de esse último apresentar um percentual de investimentos 1,264% superior ao primeiro, essa diferença não foi estatisticamente significativa. Em termos de propensão a investir (painel B), observou-se que 53% dos participantes do grupo de controle declararam que com certeza/provavelmente investiriam, ao passo que, no grupo de tratamento, esse percentual foi de 54,4%. Apesar da existência de diferenças entre os grupos de tratados (com PAA) e não tratados (sem PAA), essas não foram estatisticamente significativas e, portanto, a  $H_1$  não foi corroborada.

Os resultados encontrados convergem com os estudos de Boolaky e Quick (2016) e Köhler et al. (2020), que identificaram que investidores não institucionais tendem a não utilizar os PAAs para a tomada de decisão, seja por desconhecimento, seja por dificuldade de compreensão técnica ou por priorizarem outras seções dos RAIs mais acessíveis. Além disso, os investidores podem evitar o investimento quando PAAs são evidenciados nos RAIs, pois aumenta sua percepção de risco (Christensen et al., 2014).

Em contrapartida, esses achados divergem do que foi observado por Sirois et al. (2018), que argumentam que a divulgação dos PAAs chama mais atenção dos investidores não institucionais e não funciona como substituto das DFs, mas como complemento relevante. Moroney et al. (2021) também argumentam que a presença dos PAAs pode aumentar a percepção de relevância e confiabilidade do RAI, o que, em teoria, deveria contribuir positivamente para a decisão de investimento. Todavia, isso não foi confirmado na presente pesquisa.

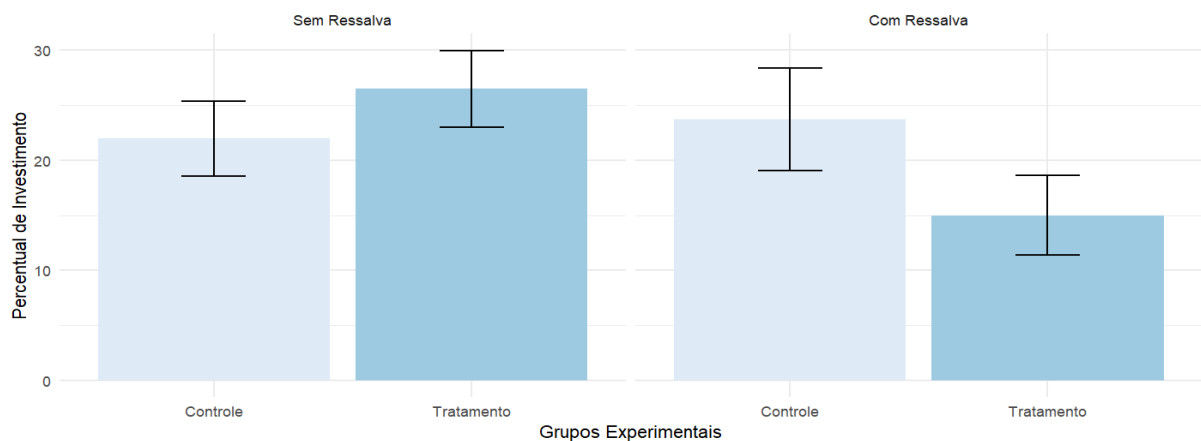
Essa falta de impacto dos PAAs pode ser explicada pela dificuldade dos investidores não institucionais de compreender as informações técnicas dessa seção (Köhler et al., 2020). Muitos investidores não compreendem a finalidade dos PAAs nem sua aplicabilidade prática, o que limita o efeito desses relatórios no processo decisório. Conforme a TCI, a utilidade dos

mecanismos de asseguarção, como os PAAs, depende da compreensão e da confiança do usuário nas informações fornecidas. Se esses elementos não estão presentes, o potencial de influência dos PAAs é reduzido.

Moroney et al. (2021) mostram que investidores não profissionais consideram a auditoria mais relevante e confiável quando os PAAs estão presentes nos relatórios, aumentando a atenção dada a essas informações. Isso indica que o efeito dos PAAs pode depender da familiaridade e da compreensão do investidor sobre esses dados.

Para avaliar a utilidade do RAI, analisaram-se respostas sobre compreensão e uso de documentos por investidores não institucionais. A maioria demonstrou baixa familiaridade com o RAI: 46% do grupo de controle e 38% do tratamento relataram compreensão baixa ou média dos PAAs, e mais da metade (53% e 54%) raramente ou nunca utilizam o RAI em decisões. Em contraste, as DFs são usadas com maior frequência (37% no controle e 35% no tratamento). Embora as diferenças não sejam estatisticamente significativas, o padrão observado – consistente com Boolaky e Quick (2016) e Köhler et al. (2020) – sugere que a efetividade dos RAIs e PAAs como mecanismos de influência é limitada pelo baixo nível de uso e compreensão.

Para avaliar o efeito da divulgação dos PAAs combinada à opinião do auditor, a análise gráfica (Figura 1) mostra que o grupo de tratamento sem ressalva apresentou percentual médio de investimentos de 26,48%, contra 21,96% no controle. Em média, os participantes expostos aos PAAs investiram 4,52% a mais do que aqueles que não receberam essas informações.



**Figura 1** Média do percentual de investimentos por grupo experimental e opinião do auditor  
**Fonte:** Elaborada pelos autores.

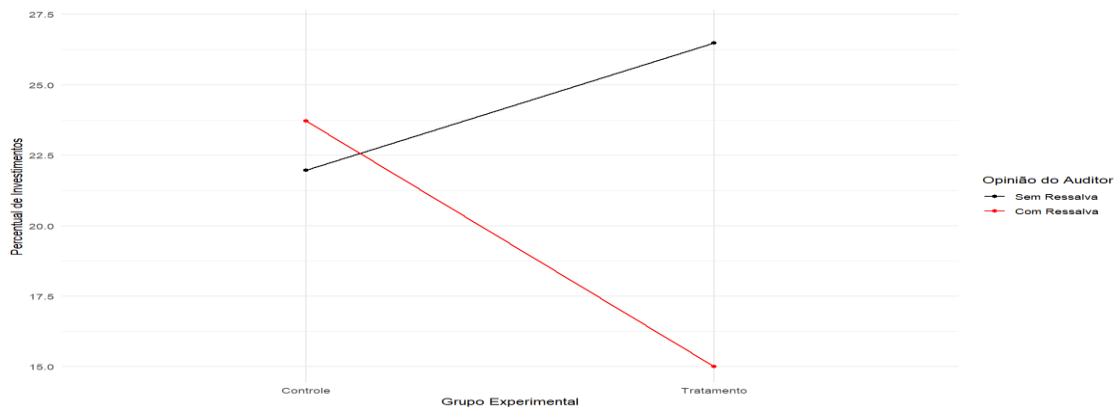
No entanto, ao comparar os percentuais médios de investimento dos grupos de controle e de tratamento diante de uma opinião de auditoria com ressalva, os valores foram de 23,72% para o grupo de controle e de 15% para o grupo de tratamento. Isso indica que, quando confrontados com uma ressalva na opinião do auditor, os investidores que receberam os PAAs investiram 8,72% menos do que os que não receberam. Esse resultado indica que os PAAs podem amplificar a percepção de risco em contextos de incerteza, agindo como sinalizadores negativos, o que está em consonância com Chan e Lin (2023) e Minutti-Meza (2021). Nessa perspectiva, os PAAs destacam áreas críticas que já foram apontadas na ressalva, intensificando o alerta ao investidor.

Esse comportamento também reflete os achados de Christensen et al. (2014) e Rapley et al. (2021), que observaram que os PAAs podem reduzir a propensão ao investimento quando associados a sinais de risco. Além disso, os estudos de Badlaoui et al. (2023) e Lin et al. (2003) reforçam que a opinião do auditor, especialmente quando modificada, exerce influência

significativa sobre o julgamento dos investidores, sobretudo quando combinada a outras informações sensíveis, como os PAAs.

Dessa forma, esses resultados podem ser interpretados à luz da TCI, na qual o RAI atua como um mecanismo essencial para gerar confiança e orientar a decisão dos investidores. Contudo, essa influência depende do grau de atenção e compreensão dos investidores, já que a maioria dos participantes da amostra não atribuiu relevância significativa às informações dos PAAs, o que sugere que o impacto dos PAAs pode variar conforme o nível de familiaridade do investidor com essas informações.

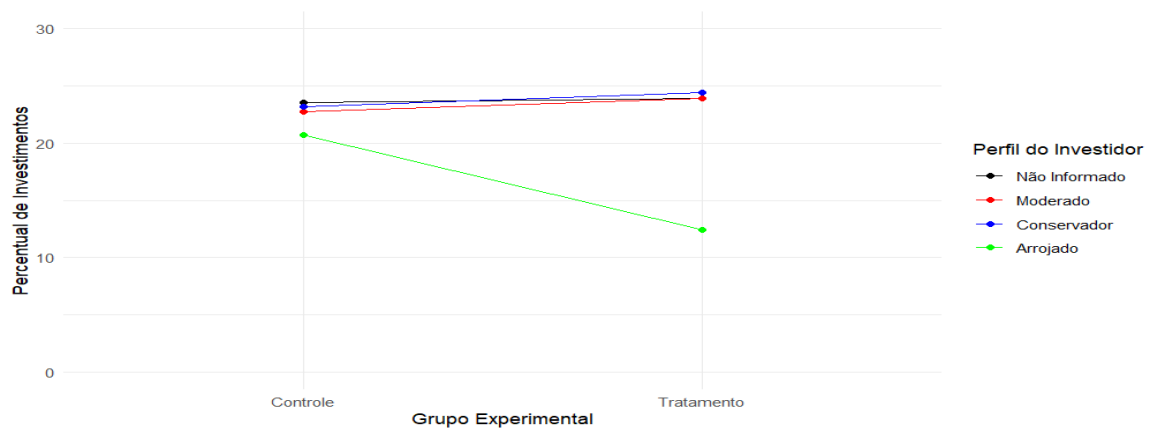
Posteriormente, observou-se que o comportamento dos investidores variou conforme o tipo de opinião no RAI (com ressalva e sem ressalva). Conforme a Figura 2, a seguir, quando o RAI não apresentava ressalvas, o grupo de tratamento, que recebeu informações sobre o PAA, investiu, em média, 4,52 pontos percentuais a mais do que o grupo de controle. No entanto, essa tendência se inverteu na presença de ressalvas: os investidores que receberam os PAAs investiram 8,72% menos do que os que não receberam, indicando um possível efeito combinado entre a informação dos PAAs e a opinião com ressalva no processo decisório dos investidores.



**Figura 2** Média do percentual de investimentos por grupo experimental e opinião do auditor  
**Fonte:** Elaborada pelos autores.

A expectativa era de que os PAAs reduzissem o percentual de investimento, ao indicarem maior incerteza e risco percebido. No entanto, esse efeito só foi observado no cenário de opinião com ressalva. Esses resultados estão alinhados com a TCI, segundo a qual o relatório do auditor contribui para a credibilidade das informações financeiras. Assim, a redução no investimento do grupo de tratamento diante da ressalva pode refletir maior sensibilidade ao risco, influenciada pela combinação entre os PAAs e o parecer do auditor.

Posteriormente, analisaram-se as médias do percentual de investimento por perfil de investidor, classificados como: (i) moderado, (ii) conservador, (iii) arrojado e (iv) não informado (Figura 3).



**Figura 3** Média do percentual de investimentos por grupo experimental e opinião do auditor  
**Fonte:** Elaborada pelos autores.

Observa-se que, em geral, no grupo de tratamento, apenas o perfil arrojado apresentou um percentual de investimentos menor que os demais perfis (moderado, conservador, não informado) ( $\chi^2 = 2,9659$  \*\*). Com relação ao grupo de controle, não houve mudança significativa no percentual de investimentos, inclusive para os investidores com perfil arrojado; contudo, para o grupo de tratamento, os investidores arrojados apresentaram um percentual médio de 12%, uma diferença de 3% em relação à média dos grupos de tratamento e sem ressalva.

Esse achado é relevante, pois espera-se que investidores arrojados estejam mais dispostos a assumir riscos. No entanto, conforme argumenta Minutti-Meza (2021), investidores mais experientes, que investem há mais tempo, podem ser mais sensíveis a sinais de risco, como ressalvas e PAAs, adotando posturas mais cautelosas ao tomarem sua decisão de investimento.

Por fim, visando verificar se as médias observadas nas Figuras 1, 2 e 3 eram estatisticamente significativas, foi construída a Tabela 4, que reporta os resultados da ANOVA para desenhos  $2 \times 2$ .

**Tabela 4**

*Comparação entre as médias de percentual de investimentos por grupo de interesse*

	GL	Soma Quad.	Média	Valor F	Pr(>F)
Tratados (com PAAs)	1	0,25	0,2461	0,138	0,711
Resíduos	110	196,12	17,829		
Tratados (com PAAs)	1	0,25	0,246	0,144	0,7052
OpinAud (com ressalva)	<b>1</b>	<b>5,45</b>	<b>5,449</b>	<b>3,186</b>	<b>0,0771</b> .
(Com PAAs) * (com ressalva)	<b>1</b>	<b>5,97</b>	<b>5,966</b>	<b>3,489</b>	<b>0,0645</b> .
Resíduos	108	184,70	1,710		
Tratados (com PAAs)	1	0,25	0,246	0,147	0,7025 .
OpinAud (com ressalva)	<b>1</b>	<b>5,45</b>	<b>5,449</b>	<b>3,247</b>	<b>0,0745</b> .
Perfil (arrojado)	<b>1</b>	<b>5,72</b>	<b>5,720</b>	<b>3,408</b>	<b>0,0677</b> .
(Com PAAs) * (com ressalva)	<b>1</b>	<b>5,68</b>	<b>5,677</b>	<b>3,382</b>	<b>0,0687</b> .
(Com PAAs) * (arrojado)	1	1,44	1,444	0,860	0,3558
(Com ressalva) * (arrojado)	1	2,89	2,894	1,724	0,1920
(Com PAAs) * (com ressalva) * (arrojado)	1	0,38	0,382	0,227	0,6344
Resíduos	104	174,55	1,678		

**Nota:** Valores em negrito significam que possuem nível de significância de 10%.

*PAA*s = *Principais Assuntos de Auditoria*.

\*\*\* =  $p < 0,001$ ; \*\* =  $p < 0,01$ ; \* =  $p < 0,05$ ; . =  $p < 0,10$ .

**Fonte:** *Elaborada pelos autores.*

Conforme apresentado na Tabela 4, não foram identificadas diferenças estatisticamente significativas, ao nível de 5%, entre as médias do percentual de investimento dos participantes que receberam informações sobre os PAA's (grupo de tratamento) e os que não receberam (grupo de controle). Da mesma forma, a ANOVA de dois fatores ( $2 \times 2$ ) não indicou efeitos estatisticamente significativos ao nível de 5%, nem para a opinião com ressalva nem para a interação entre presença de PAA e opinião com ressalva. Portanto, as diferenças observadas nas Figuras 1 e 2 não podem ser consideradas estatisticamente significativas sob o critério mais rigoroso adotado neste estudo.

Adicionalmente, embora investidores com perfil arrojado tenham apresentado um percentual de investimento superior ao dos demais, esse resultado também não foi estatisticamente significativo ao nível de 5%. Tampouco se observaram interações significativas entre esse perfil e as demais variáveis (presença de PAA e tipo de opinião).

Essas evidências sugerem que, isoladamente, a presença dos PAA's não afeta de forma estatisticamente significativa as decisões de investimento, corroborando os achados de Boolaky e Quick (2016). Esse resultado contraria a TCI, indicando que investidores não institucionais brasileiros não atribuem relevância estatística aos PAA's na tomada de decisão. Assim, a  $H_1$  não foi confirmada neste contexto, diferentemente do observado por Christensen et al. (2014), Köhler et al. (2020), Rapley et al. (2021) e Chan e Liu (2023).

Ainda que, descritivamente, tenha-se verificado que o grupo que recebeu a informação sobre os PAA's investiu menos na presença de uma opinião de auditoria com ressalva – conforme previsto na  $H_2$  –, tal efeito não alcançou significância estatística ao nível de 5%. Dessa forma, a  $H_2$  também não foi confirmada neste estudo com base nos critérios adotados. Portanto, os resultados devem ser interpretados com cautela, sugerindo a necessidade de investigações futuras com maior poder estatístico para avaliar o efeito combinado entre a opinião modificada do auditor e a presença de PAA's no comportamento dos investidores.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo analisou o impacto dos PAA's sobre a tomada de decisão de investimento de investidores não institucionais brasileiros. Para isso, utilizou-se uma abordagem experimental com delineamento fatorial  $2 \times 2$  entre participantes, manipulando: (i) a presença ou ausência de PAA's e (ii) o tipo de opinião de auditoria (sem ressalva ou com ressalva). A análise dos dados foi conduzida por meio de estatística descritiva, testes paramétricos e não paramétricos para diferenças entre médias e proporções, além de ANOVA.

Os resultados não confirmaram estatisticamente nem a hipótese de que os PAA's, isoladamente, influenciam positivamente a decisão de investimento ( $H_1$ ), nem a de que seu efeito combinado com opinião com ressalva afeta negativamente essa decisão ( $H_2$ ), em contraste com Boolaky e Quick (2016) e Köhler et al. (2020). Ainda assim, observou-se uma tendência: diante de uma opinião modificada, participantes expostos aos PAA's mostraram menor propensão a investir. Esses indícios sugerem que, embora não significativos, os PAA's podem intensificar a percepção de risco de investidores não institucionais (Badlaoui et al., 2023), em linha com Rapley et al. (2021), que destacam sua sensibilidade à complexidade das informações contábeis e de auditoria.

À luz da TCI, esperava-se que a divulgação dos PAA's no RAI fortalecesse a credibilidade do processo decisório (Cordoş et al., 2020; Silviu & Timea, 2015). Contudo, os resultados mostram que a confiança atribuída ao RAI não assegura, por si só, o uso ou a compreensão

efetiva de suas seções por investidores não institucionais. Sem ressalva na opinião, os PAAs não alteraram significativamente o comportamento de investimento; já no cenário com ressalva, podem ter reforçado a percepção de risco, embora sem significância estatística.

Esses achados sugerem que o impacto dos PAAs depende do contexto de divulgação e da capacidade interpretativa dos usuários. Sua eficácia informacional parece vinculada não apenas à presença no relatório, mas também à interação com outras seções, como a opinião do auditor. Na prática, isso pode levar investidores não institucionais a decisões menos informadas ou excessivamente cautelosas, resultando em alocação ineficiente de recursos.

Para as empresas, há risco de percepção de maior incerteza mesmo sem deterioração dos fundamentos, o que afeta o custo de capital e a imagem no mercado. Para reguladores, os resultados indicam que a simples exigência de divulgação dos PAAs não garante utilidade decisória, sendo necessário avançar em padronização, clareza e educação para reduzir assimetrias informacionais.

Este estudo tem limitações relevantes. A amostra, obtida por acessibilidade, limita a generalização dos resultados. Outro ponto é que não houve controle de variáveis cognitivas dos participantes (por exemplo, o nível de compreensão das informações contábeis), o que pode ter afetado suas decisões. Além disso, utilizou-se uma versão resumida do RAI, o que pode ter restringido a compreensão completa das informações. A seleção dos PAAs baseou-se em temas recorrentes na literatura, mas diferentes conteúdos ou níveis de complexidade podem afetar a percepção de risco de maneira distinta. O cenário foi restrito a uma empresa do setor de bens industriais, o que também limita a aplicabilidade dos resultados a outros contextos.

Adicionalmente, deve-se considerar que a complexidade da decisão de investimento e as escolhas metodológicas adotadas no delineamento experimental podem ter influenciado os resultados, refletindo as limitações inerentes à simulação. Outrossim, eventos recentes, como o caso Americanas S.A., podem ter elevado a sensibilidade dos participantes a riscos e ressalvas em relatórios de auditoria, dadas as falhas contábeis e de governança amplamente divulgadas.

Para pesquisas futuras, recomenda-se ampliar a amostra de investidores não institucionais e incluir investidores institucionais. Sugere-se explorar os efeitos de PAAs com diferentes graus de complexidade e risco, bem como investigar o impacto de auditorias conduzidas por firmas Big Four ou em contextos de opinião adversa ou abstenção. Também é relevante avaliar separadamente o efeito de cada tipo de PAA e investigar como vieses cognitivos, à luz das finanças comportamentais, afetam a interpretação dessas informações. Por fim, sugere-se estender a análise a diferentes setores econômicos e indicadores financeiros, para verificar a robustez dos resultados obtidos.

## REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B. (2017). Pesquisa experimental em contabilidade: propósito, desenho e execução. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(2), 224-244. <https://doi.org/10.14392/asaa.2017100206>
- Al-Ajmi, J. (2009). Investors' use of corporate reports in Bahrain. *Managerial Auditing Journal*, 24(3), 266-289. <https://doi.org/10.1108/02686900910941140>
- Alves, E. D., Jr., & Galdi, F. C. (2020). The informational relevance of key audit matters. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 67-83. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201908910>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2021, março 15). *Suitability: entenda por que considerar seu perfil de investidor ao investir*. <https://comoinvestir.anbima.com.br/noticia/suitability-entenda-perfil-investidor/>

- B3 S.A. - Bolsa, Brasil, Balcão. (2025). *Uma análise da evolução dos investidores na B3*. <https://www.b3.com.br/data/files/9D/00/48/94/7CB589100A29E189AC094EA8/Book%20PF%20TRI%202025.pdf>
- Badlaoui, M. C., & Issam E.-R. (2023). Market reaction to modified audit opinions: a systematic literature review in both developed and developing countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 19(1). <https://doi.org/10.21315/aamjaf2023.19.1.10>
- Boolaky, P. K., & Quick, R. (2016). Bank directors' perceptions of expanded auditor's reports: Bank directors' perceptions of expanded auditor's reports. *International Journal of Auditing*, 20(2), 158-174. <https://doi.org/10.1111/ijau.12063>
- Bortoli, D., da Costa, N., Goulart, M., & Campara, J. (2019). Personality traits and investor profile analysis: A behavioral finance study. *PLoS ONE*, 14(3), e0214062. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0214062>
- Camargo, N. S., Rodrigues, F. F., Machado, C. A., & Guerra, M. (2019). Principais assuntos de auditoria e os resultados das empresas listadas na IBRX 100. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 162-180. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p162>
- Chan, D. K., & Liu, N. (2023). The effects of critical audit matter disclosure on audit effort, investor scrutiny, and investment efficiency. *The Accounting Review*, 98(2), 97-121. <https://doi.org/10.2308/TAR-2020-0121>
- Christensen, B. E., Glover, S. M., & Wolfe, C. J. (2014). Do critical audit matter paragraphs in the audit report change nonprofessional investors' decision to invest? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33(4), 71-93. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50793>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *Instrução CVM 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13*. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2021). *Resolução CVM 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013*. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>
- Conselho Federal de Contabilidade. (2016a). *Norma Brasileira de Contabilidade 701: Comunicação dos principais assuntos de auditoria no relatório do auditor independente*. <https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTA701.pdf>
- Conselho Federal de Contabilidade. (2016b). *Normas do novo relatório do auditor independente são publicadas pelo CFC*. <https://cfc.org.br/noticias/normas-do-novo-relatorio-do-auditor-independente-sao-publicadas-pelo-cfc/>
- Cordoş, G.-S., Fülöp, M.-T., & Tiron-Tudor, A. (2020). UK audit reporting practices in the pre-ISA700 (2015 revision) era. *Asian Journal of Business Ethics*, 9(2), 349-370. <https://doi.org/10.1007/s13520-020-00113-8>
- Eilifsen, A., Hamilton, E. L., & Messier, W. F. (2021). The importance of quantifying uncertainty: Examining the effects of quantitative sensitivity analysis and audit materiality disclosures on investors' judgments and decisions. *Accounting, Organizations and Society*, 90, 101169. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2020.101169>
- Farkas, M., & Murthy, U. S. (2014). Nonprofessional investors' perceptions of the incremental value of continuous auditing and continuous controls monitoring: An experimental investigation. *International Journal of Accounting Information Systems*, 15(2), 102-121. <https://doi.org/10.1016/j.accinf.2013.11.002>

- Hayes, R., Gortemaker, H., & Wallage, P. (2014). *Principles of auditing: An introduction to International Standards on Auditing* (3rd ed.). Pearson.
- Köhler, A., Ratzinger-Sakel, N., & Theis, J. (2020). The effects of key audit matters on the auditor's report's communicative value: Experimental evidence from investment professionals and non-professional investors. *Accounting in Europe*, 17(2), 105-128. <https://doi.org/10.1080/17449480.2020.1726420>
- Lennox, C. S., Schmidt, J. J., & Thompson, A. M. (2023). Why are expanded audit reports not informative to investors? Evidence from the United Kingdom. *Review of Accounting Studies*, 28. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09650-4>
- Limperg, T. (1932). *Theory of inspired confidence*. University of Amsterdam.
- Lin, Z. J., Tang, Q., & Xiao, J. (2003). An experimental study of users' responses to qualified audit reports in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 12(1), 1-22. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(03\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(03)00005-3)
- Little, R. J., & Rubin, D. B. (2019). *Statistical analysis with missing data*. John Wiley & Sons.
- Marques, V. A. & Souza, M. K. P. (2017). Principais assuntos de auditoria e opinião sobre o risco de descontinuidade: uma análise das empresas do Ibovespa. *RIC - Revista de Informação Contábil*, 11, 22. <https://doi.org/10.34629/ric.v11i4.1-22>
- Marques, V. A., Pereira, L. N., Aquino, I. F. de, & Freitag, V. da C. (2021). Has it become more readable? Empirical evidence of key matters in independent audit reports. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32(87), 444-460. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202112990>
- Minutti-Meza, M. (2021). The art of conversation: The expanded audit report. *Accounting and Business Research*, 51(5), 548-581. <https://doi.org/10.1080/00014788.2021.1932264>
- Moroney, R., Phang, S.-Y., & Xiao, X. (2021). When do investors value key audit matters? *European Accounting Review*, 30(1), 63-82. <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1733040>
- O'Reilly, D. M. (2009). Do investors perceive the going-concern opinion as useful for pricing stocks? *Managerial Auditing Journal*, 25(1), 4-16. <https://doi.org/10.1108/02686901011007270>
- Prasad, P., & Chand, P. (2017). The changing face of the auditor's report: Implications for suppliers and users of financial statements. *Australian Accounting Review*, 27(4), 348-367. <https://doi.org/10.1111/auar.12137>
- 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>
- Santos, K. L. dos, Guerra, R. B., Marques, V. A., & Maria, E., Jr. (2020). Os principais assuntos de auditoria importam? Uma análise de sua associação com o gerenciamento de resultados. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 14(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i1.2432>
- Silviu, G. C., & Timea, M. F. (2015). New audit reporting challenges: Auditing the going concern basis of accounting. *Procedia Economics and Finance*, 32, 216-224. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01385-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01385-4)
- Sirois, L.-P., Bédard, J., & Bera, P. (2018). The Informational value of key audit matters in the auditor's report: Evidence from an eye-tracking study. *Accounting Horizons*, 32(2), 141-162. <https://doi.org/10.2308/acch-52047>
- van Smeden, M., de Vries, B. B. P., Nab, L., & Groenwold, R. H. (2021). Approaches to addressing missing values, measurement error, and confounding in epidemiologic studies. *Journal of Clinical Epidemiology*, 131, 89-100. <https://doi.org/10.1016/j.jclinepi.2020.11.006>

- Velte, P., & Issa, J. (2019). The impact of key audit matter (KAM) disclosure in audit reports on stakeholders' reactions: A literature review. *Problems and Perspectives in Management*, 17(3), 323-341. [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(3\).2019.26](https://doi.org/10.21511/ppm.17(3).2019.26)
- Venturini, L. D. B., Bianchi, M., Machado, V. N., & Paulo, E. (2022). Informational content of key audit matters and financial analysts' forecasts. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33(89), 281-299. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113080>
- Ze-To, S. Y. (2022). Fundamental index aligned and excess market return predictability. *Journal of Forecasting*, 41(3), 592-614. <https://doi.org/10.1002/for.2829>

## DECLARAÇÃO DE CONTRIBUIÇÃO DOS AUTORES

**Mariana Aparecida Favero Fiorin:** conceituação (líder); curadoria de dados (líder); análise formal (líder); obtenção de financiamento (líder); investigação (líder); metodologia (líder); administração do projeto (líder); recursos (líder); software (líder); supervisão (líder); validação (líder); visualização (líder); redação – rascunho original (líder); redação – revisão e edição (líder).

**Vagner Antônio Marques:** conceituação (apoio); curadoria de dados (apoio); análise formal (apoio); obtenção de financiamento (apoio); investigação (apoio); metodologia (apoio); administração do projeto (apoio); recursos (apoio); software (apoio); supervisão (apoio); validação (apoio); visualização (apoio); redação – rascunho original (apoio); redação – revisão e edição (apoio).

**Débora Vieira Miranda:** conceituação (apoio); análise formal (apoio); metodologia (apoio); visualização (apoio); redação – rascunho original (apoio); redação – revisão e edição (apoio).

## DECLARAÇÃO DE CONFLITO DE INTERESSE

Os autores declaram não haver conflito de interesse.

## DECLARAÇÃO DE DISPONIBILIDADE DE DADOS

Todo o conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo está disponível no link: <https://doi.org/10.7910/DVN/HS4NL2>

## DECLARAÇÃO DE UTILIZAÇÃO DE IA

Os autores declaram que utilizaram inteligência artificial generativa nas seguintes etapas de produção deste manuscrito:

- refinamento de texto (ChatGPT) e geração/otimização de fórmulas e códigos (ChatGPT).

Os autores também declaram que, independentemente do uso das ferramentas citadas, todo o conteúdo gerado foi supervisionado, verificado e validado criticamente por humanos. Os autores assumem total e exclusiva responsabilidade pela precisão dos dados, pela integridade das fórmulas matemáticas/estatísticas, pela originalidade do texto e pelas conclusões apresentadas no artigo publicado.

## FINANCIAMENTO

Os autores agradecem à seguinte instituição pelo apoio financeiro na realização desta pesquisa:  
- Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo (FAPES).

## Este preprint foi submetido sob as seguintes condições:

- Os autores declaram que os necessários Termos de Consentimento Livre e Esclarecido de participantes ou pacientes na pesquisa foram obtidos e estão descritos no manuscrito, quando aplicável.
- Os autores declaram que a elaboração do manuscrito seguiu as normas éticas de comunicação científica.
- Os autores declaram que estão cientes que são os únicos responsáveis pelo conteúdo do preprint e que o depósito no SciELO Preprints não significa nenhum compromisso de parte do SciELO, exceto sua preservação e disseminação.
- Os autores declaram que os dados, aplicativos e outros conteúdos subjacentes ao manuscrito estão referenciados.
- O manuscrito depositado está no formato PDF.
- Os autores declaram que a pesquisa que deu origem ao manuscrito seguiu as boas práticas éticas e que as necessárias aprovações de comitês de ética de pesquisa, quando aplicável, estão descritas no manuscrito.
- Os autores declaram que uma vez que um manuscrito é postado no servidor SciELO Preprints, o mesmo só poderá ser retirado mediante pedido à Secretaria Editorial do SciELO Preprints, que afixará um aviso de retratação no seu lugar.
- Os autores concordam que o manuscrito aprovado será disponibilizado sob licença [Creative Commons CC-BY](#).
- O autor submissor declara que as contribuições de todos os autores e declaração de conflito de interesses estão incluídas de maneira explícita e em seções específicas do manuscrito.
- Os autores declaram que o manuscrito não foi depositado e/ou disponibilizado previamente em outro servidor de preprints ou publicado em um periódico.
- Caso o manuscrito esteja em processo de avaliação ou sendo preparado para publicação mas ainda não publicado por um periódico, os autores declaram que receberam autorização do periódico para realizar este depósito.
- O autor submissor declara que todos os autores do manuscrito concordam com a submissão ao SciELO Preprints.