
Impacto da republicação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas brasileiras

Impact of republication of financial statements on the price of shares of brazilian companies

Fádua Helou Netto

Contadora

Técnica Judiciária do Tribunal Regional do Trabalho, 10ª Região

Endereço: SAS Quadra 1, Bloco "D" Praça dos Tribunais Superiores

CEP: 70097-900 - Brasília/DF - Brasil

E-mail: faduahn@yahoo.com.br

Telefone: (61) 8174-6591

Clesia Camilo Pereira

Mestre em Ciências Contábeis

Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias da Universidade de Brasília

Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Salas B1-02 - Asa Norte

CEP: 70910-900 – Brasília/DF - Brasil

E-mail: clesia@unb.br

Telefone: (61) 3107-0795

Artigo recebido em 14/12/2009. Revisado por pares em 06/08/2010. Reformulado em 23/09/2010. Recomendado para publicação em 15/12/2010 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 07/01/2011.

Resumo

Este estudo objetiva investigar se a republicação de demonstrações financeiras impactam no preço das ações. Foram analisadas 197 reapresentações, de 24 empresas brasileiras, no período de 2001 ao segundo trimestre de 2009. Para análise dos dados, foi utilizado o estudo de eventos considerando uma janela de três dias antes até três dias após a data do evento. Os resultados obtidos, considerando a amostra total e na maior parte das subamostras, não foram encontrados retornos anormais acumulados significativamente diferente de zero, indicando que o mercado não reage, nem positiva nem negativamente, às republicações de informações contábeis. Nas republicações por exigência, foi encontrada uma reação positiva do mercado com 1% de significância, mostrando evidências de que o mercado esperava que as reapresentações impactassem mais negativamente as demonstrações. Os resultados obtidos em pesquisas realizadas em outros países se diferem destes resultados, provavelmente pela diferença dos motivos que levaram as empresas brasileiras e estrangeiras a republicarem.

Palavras-Chaves: Republicação de demonstrações financeiras. Relevância da informação contábil. Preço da ação. Retorno Anormal.

Abstract

This study investigates whether the republication of financial impact the stock price. We analyzed 197 republications of 24 Brazilian companies from 2001 to the second quarter of 2009. For data analysis, we used the event study considering a window of three days before until three days after the date of the event. The results, considering the total sample and in most samples, we can not find cumulative abnormal returns significantly different from zero, indicating that the market does not react, either positively or negatively, the republication of accounting information. In reprints of requirement, found a positive market reaction with 1% significance, showing evidence that the market expected that the reruns impacting more negatively demonstrations. The results obtained in studies conducted in other countries differ from these results, probably due to the difference of the reasons that led the Brazilian and foreign companies to republish.

Keywords: Republication of financial statements. Relevance of accounting information. Stock price. Abnormal Return.

1 Introdução

Existe separação entre a propriedade e o controle de capital nas Companhias Abertas, o que da origem a um conflito de interesses entre o agente (administrador) e o principal (investidor). Pires (2008, p. 46) destaca que “o acionista deve-se cercar do maior número possível de instrumentos para evitar que seja expropriado pelo administrador”. Para tanto, é necessário que ambos tenham acesso às mesmas informações na tomada de decisões.

A contabilidade, então, assume um importante papel de redutor da assimetria informacional. Porém, a divulgação financeira só é útil na redução da assimetria informacional quando é confiável, porque, se não refletir exatamente a realidade, seus usuários serão prejudicados por tomarem decisões baseados em informações não congruente com a verdadeira situação da empresa. Dessa forma, constiu papel dos órgãos reguladores garantir a confiabilidade da contabilidade por meio de normas e regulamentos (MURCIA; BORBA, 2005). Portanto, quando

as informações contábeis não estão evidenciando corretamente a realidade, as demonstrações devem ser republicadas, ou espontaneamente pela empresa, ou por exigência do Órgão Regulamentador.

Nesse sentido, a Lei 6.385, de 1976, confere à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, órgão regulador, controlador e fiscalizador do mercado acionário brasileiro, competência para determinar a correção e republicação das demonstrações contábeis (BRASIL, 1976). A partir de 2001, por meio da Deliberação CVM nº 388/2001, a Superintendência de Relações com Empresas passa a ter a competência de divulgar as determinações de refazer e republicar as Demonstrações Financeiras e as Informações Trimestrais de Companhias Abertas, com correções ou aditamentos. Essa divulgação é realizada por meio da página da Comissão de Valores Mobiliários na internet.

De acordo com a NBC T 6, (1992), no item 6.3, a republicação ocorre “quando as demonstrações publicadas anteriormente contiverem erros significativos e/ou quando não foram divulgadas informações relevantes para o seu correto entendimento, ou que sejam consideradas insuficientes”. Ainda, segundo esta norma, deve haver republicação quando as demonstrações não estiverem de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade, quando infringirem as normas de órgãos reguladores ou quando os sócios ou acionistas aprovarem, em assembléia, a retificação das Demonstrações Contábeis.

Pesquisas realizadas nos Estados Unidos indicaram que o número de anúncios de republicação aumentou cerca de 78% de 2000 para 2004, crescendo de 233 naquele ano para 414 em 2004 (HURON, 2005). Palmrose e Scholz (2004) reportaram que o número de republicações quadruplicou de 1995 para 1999. Uma pesquisa do General Accounting Office (GAO, 2002) também mostrou uma taxa de crescimento similar .

Em consonância com diversas pesquisas que indicaram que as informações contábeis possuem conteúdo informacional para o mercado de capitais no momento de sua divulgação (BEAVER, 1968; LIMA; TERRA; 2004; SARLO NETO; LOPES; COSTA; 2006; SCARPIN; PINTO; BOFF, 2007), pesquisas também têm documentado um impacto negativo da republicação no preço das ações (PALMROSE; RICHARDSON; SCHOLZ; 2004; CALLEN; LIVNAT; SEGAL; 2006; AHMED; GOODWIN; 2007;). Porém, na literatura nacional, a republicação de demonstrações financeiras ainda é um tema pouco abordado, justificando-se o presente estudo.

Esse trabalho visa, portanto, analisar empiricamente se as republicações das empresas brasileiras com maior média de volume de negócios impactaram o preço de suas ações. Para tanto, foi realizado um estudo de eventos, com uma janela de três dias antes a três dias após a reapresentação.

Nesse sentido, este trabalho será estruturado da seguinte forma: será

apresentado um estudo sobre a regulamentação da mudança de políticas e estimativas contábeis e da correção de erros. Ainda no referencial teórico, serão apresentados os resultados de pesquisas que analisaram o impacto do mercado de capitais à publicação das informações contábeis, analisando a relevância da informação contábil na tomada de decisão por parte dos investidores. Em seguida, serão revisados estudos sobre a republicação de demonstrações financeiras. Na terceira seção, será descrita a metodologia da seleção da amostra e da pesquisa. Em seguida, na quarta seção, serão apresentados os resultados e suas análises. Para finalizar, a quinta seção trará as considerações finais.

2 Referencial Teórico

2.1 Regulamentação da Mudança de Políticas e de Estimativas Contábeis e da Correção de Erros

Em 2006, o IBRACON emitiu a NPC 12 sobre “Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros”, sendo que as companhias abertas deveriam obrigatoriamente seguir essa norma de acordo com a Deliberação CVM nº 506 do mesmo ano. Também em 2006, o CFC aprovou o item 11 da NBC T 19, sob o título “Mudança nas Práticas Contábeis, nas Estimativas e Correção de Erros”.

Em 2009, a Ernst & Young e a FIPECAFI publicaram um estudo sobre as diferenças e similaridades entre as Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS e as Normas Brasileiras. Este estudo é composto por 26 temas considerados como os mais relevantes naquele momento. No capítulo três desse estudo, os autores analisam a convergência da NPC 12 em relação ao IAS 8 (IASB, 2004), norma internacional sobre “Accounting Practices, Changes in Estimates and Errors”. Nesse sentido, foi detectado que as normas são bastante semelhantes e foram apresentadas suas principais diferenças, entre elas: (a) na descrição da necessidade do uso de julgamento na seleção e aplicação de políticas contábeis, na ausência de norma ou interpretação específica, o IAS 8 traz uma abordagem mais abrangente; (b) a NPC 12 não trazia um parágrafo que fazia menção ao tratamento a ser adotado quando for impraticável determinar o montante de um erro para todos os períodos anteriores, sendo que esta menção está presente no parágrafo 47 da norma internacional; (c) o IBRACON traduziu o termo *accounting policies* como “práticas contábeis”, sendo que a terminologia mais adequada seria “políticas contábeis” (ERNST & YOUNG, FIPECAFI, 2009).

No dia 24 de julho de 2009, por meio da Resolução nº 1.179, o CFC aprovou uma nova versão do item 11 da NBC T 19, com base do Pronunciamento Técnico CPC 23 e a partir do IAS 8. Nesta nova Resolução, foram alterados

alguns pontos, com vistas a trazer maior convergência às normas internacionais. As diferenças acima destacadas, por exemplo, foram suprimidas. Nesse sentido, a descrição da necessidade do uso de julgamento na seleção e aplicação de políticas contábeis foi abrangida no décimo parágrafo; foi acrescido o parágrafo 47, que faz menção ao tratamento a se adotado quando for impraticável determinar o montante de um erro para todos os períodos anteriores, com texto semelhante ao parágrafo 47 do IAS 8; deixou-se de se utilizar o termo “práticas contábeis” e passou-se a utilizar o termo “políticas contábeis”, inclusive no título da norma.

Em relação a necessidade de refazer e republicar as demonstrações financeiras, tanto as normas internacionais como as normas brasileiras determinam que, quando há mudança de políticas contábeis e correção de erros, os ajustes devem ser lançados nos resultados acumulados e é necessário reapresentar as demonstrações passadas afetadas por esses ajustes, espontaneamente pela empresa ou por imposição de algum órgão regulamentador. Porém, quando a mudança de política contábil é proveniente de uma nova norma e essa dispuser de maneira diferente, deve-se agir de acordo com as disposições dessa norma. Já quanto as mudanças de estimativas contábeis, não é necessário reapresentar as demonstrações e os ajustes devem ser lançados no resultado do período em que foi efetuada a mudança (ERNST & YOUNG, FIPECAFI, 2009).

2.2 Conteúdo Informacional da Divulgação das Demonstrações Contábeis

Desde 1968, Beaver já reportava a relevância da informação contábil para o mercado de capitais, partindo do pressuposto de que as informações divulgadas trazem novas expectativas de fluxos futuros de caixa da empresa, reportou que há uma alteração imediata no preço das ações, refletindo as novas expectativas. Beaver (1968) realizou um estudo de evento para mensurar a variância dos retornos anormais das ações em uma janela em torno da data de divulgação das demonstrações anuais.

No Brasil, Lima e Terra (2004) analisaram as 3.682 empresas de maior liquidez na Bovespa e pesquisaram se as informações das demonstrações financeiras, trimestrais e anuais, influenciam o preço das ações. Em relação à amostra total, os retornos anormais das ações no dia da divulgação das demonstrações são estatisticamente insignificantes. Já em relação as submostras, foi encontrada uma significância estatística ao nível de 1%, indicando que a natureza da informação divulgada é relevante para o mercado ajustar suas expectativas.

Sarlo Neto, Lopes e Costa (2006) procuraram mensurar o impacto da divulgação de demonstrações contábeis sobre o preço das ações e se esse impacto é diferente entre as empresas mais líquidas e as menos líquidas. Os resultados obtidos indicam evidências de que as demonstrações contábeis divulgadas pos-

suem conteúdo informacional, que proporcionam alteração nas expectativas dos investidores gerando alteração dos preços das ações no momento que se tornam conhecidas. Porém, a análise do efeito da liquidez não confirmou a influência dessa característica sobre as decisões dos investidores, indicando que não há diferenças no impacto das informações contábeis, na data de sua divulgação, das empresas mais líquidas para as menos líquidas. Os resultados obtidos neste estudo indicam, ainda, que o impacto da divulgação financeira não ocorre exatamente no momento da publicação das demonstrações, mas os retornos anormais das amostras foram relevantes de dois dias antes até dois dias após o evento.

Em uma linha de pesquisa semelhante, Scarpin, Pinto e Boff (2007) analisaram se as empresas com data de divulgação das demonstrações contábeis mais próximas ao início do ano possuem informações mais relevantes para o mercado de capitais do que empresas com data de divulgação mais afastadas do início do ano. Os resultados indicaram que o número de dias de publicação juntamente com as variáveis contábeis têm efeito no preço da ação e no número de negócios. Já em relação aos retornos, somente o número de dias de publicação apresentou efeito.

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), pesquisaram a reação do mercado de capitais à divulgação de prejuízos. Foi constatada uma queda significativa nos preços das ações nos dois dias subsequentes a divulgação da informação. Porém, ao analisar os retornos anormais cinco dias após o evento, verificou-se que os retornos voltaram a normalidade.

2.3 O Impacto da Republicação das Demonstrações Financeiras no Mercado de Capitais

Richardson, Tuna e Wu (2002) analisaram 225 empresas que republicaram nos anos de 1971 a 2000. Como resultado, obtiveram uma reação negativa do mercado em 11% numa janela de três dias. Foi verificado que empresas que republicavam os lucros possuíam uma expectativa de maior crescimento da geração de caixa e possuíam maiores níveis de dívidas. Também foi encontrada, como motivação inicial para manipulação dos ganhos, o propósito de contrair financiamento com menores custos. Além disso, a pesquisa evidenciou que empresas que republicaram estavam tentando manter uma sequência de consecutivos crescimento dos lucros. Portanto, essa pesquisa sugere que a pressão do mercado de capitais é um fator motivante para a adoção de políticas contábeis agressivas.

Palmrose, Scholz e Richardson (2004) pesquisaram a reação do mercado ao anúncio de republicação das informações contábeis de 1994 a 2004. A partir de uma amostra de 403 anúncios de republicação, verificou-se uma reação negativa do mercado. Retornos negativos estavam associados à republicações que envol-

viam fraudes, que afetavam mais contas, que diminuía a receita e atribuídos a auditores ou à administração (mas não à Security Exchange Commission – SEC). Os autores defenderam que os investidores reavaliam suas expectativas sobre a performance futura da empresa, questionando a credibilidade desta e dos gestores em questão.

Em relação as reações do mercado a longo prazo, Palmrose, Scholz e Hirschev, (2005) pesquisaram os retornos um ano depois do anúncio da republicação. Em relação à amostra global, foi encontrado apenas um retorno um pouco negativo, mas estatisticamente insignificante. Porém, dividindo a amostra em pequenos grupos de acordo com sua natureza, foram encontrados alguns retornos significativamente negativos como as republicações que envolviam fraude, diminuição da receita e que afetavam as receitas principais.

Callen, Livnat e Segal (2006) compararam a reação do mercado às republicações causadas por mudanças nos princípios contábeis com as causadas por erros. Foi encontrada uma reação negativa às republicações derivadas de erros. Entretanto, os resultados indicaram que as reações do mercado à anúncios de republicação que deriva um aumento de receita por mudanças nos princípios contábeis não é estatisticamente diferente de zero. Nesse sentido, os autores sugeriram que os investidores vêem as republicações como um sinal negativo basicamente por três razões: (i) indica problemas no sistema contábil que podem ser consequências de grandes problemas gerenciais e operacionais; (ii) diminui as expectativas de fluxos de caixa futuros; (iii) indica uma manipulação dos resultados em uma tentativa da administração de encobrir uma queda dos lucros.

Na Austrália, Ahmed e Goodwin (2007) analisaram a republicação de lucro das 500 maiores empresas do país. Das 195 republicações encontradas, houve uma diminuição no lucro de 49%. Foram destacados três grupos de razões: mudança nas políticas contábeis (49%), revisão de estimativas (40%) e erros e “não identificados” (11%).

Na literatura nacional, Murcia, Borba e Amaral (2005), analisaram as determinações de republicações pela CVM no período entre 2001 e 2004. Foram encontradas 18 empresas que tiveram que rerepresentar suas demonstrações por exigência da CVM nesse período. As principais causas para a determinação de refazimento das informações contábeis foram os instrumentos financeiros e os contingentes ativos e passivos, sendo que, 16 das 18 empresas possuíam parágrafo de ressalva no parecer do auditor externo.

Angeli (2008) pesquisou o impacto das republicações determinadas pela CVM nos índices Retorno sobre o Ativo - ROA, Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE e Endividamento Total - ET. Os resultados apontaram uma diminuição dos três índices comparando-os antes e após as republicações (o ROA variou de -0,29 para -0,72, o ROE variou de 3,01 para 2,26 e o ET variou de

17,78 para 21,33).

Machado et al (2008) também analisaram os efeitos da republicação por exigência da CVM nas demonstrações contábeis. Foi detectado que os ajustes determinados pelos ofícios da CVM são relevantes, visto que seus índices foram muito superiores ao intervalo sugerido por Boynton (2002). Os autores constataram ainda que, na maioria das republicações, o Patrimônio Líquido estava negativo e que houve uma tentativa de mascarar prejuízos acumulados. Além disso, foi verificado que, na maior parte das empresas, havia, no parecer da auditoria externa, parágrafo de ênfase ou ressalva sobre os erros cometidos. Por fim, constatou-se que os itens mais impactados pelas republicações foram as notas explicativas e os relatórios de administração.

Já no âmbito conceitual, Murcia e Carvalho (2007) destacaram a importância da CVM na exigência de republicações, porém ressaltaram que essa exigência não advém somente de indícios de fraudes, podendo ter também outros motivos, como a insuficiência de informação relevantes.

3 Metodologia

Este trabalho busca verificar se há um comportamento anormal do preço das ações a partir da republicação das demonstrações financeiras. Para tanto, é utilizado o método denominado estudo de evento, que analisa o comportamento das ações de certas empresas quando determinadas informações são disponibilizadas ao mercado (BINDER, 1998).

A confiabilidade da estatística utilizada no estudo de eventos é comprovada tanto pela pesquisa de Binder (1998), como pela de Mackinlay (1997). Cabe ressaltar que essa metodologia tem como pressuposto básico que o mercado possui eficiência semi-forte, ou seja, que ele absorve todas as informações no momento que são divulgadas.

O primeiro passo na realização do estudo de eventos é a definição de duas janelas, a do evento e a de estimação. Segundo Mackinlay (1997, p. 15), a janela do evento é composta no mínimo pelo dia em que a informação analisada se torna pública e o dia posterior e Lima e Terra (2004, p. 9) acrescenta que é interessante expandir a janela do evento, “a fim de capturar possíveis imperfeições do mercado, ou seja, se o mercado antecipa ou atrasa a sua reação diante da divulgação das demonstrações financeiras”. Neste trabalho, a janela de eventos foi composta por três dias antes do evento até três dias após o evento, sendo que a data zero (D0) é o dia de apresentação da republicação, informada pelo sítio da CVM.

Já a janela de estimação compreende os dias anteriores ao evento que serão utilizados na estimação dos parâmetros necessários para se calcular o retorno anormal pelo modelo de mercado. Mackinlay (1997, p. 15) sugere que essa janela seja

composta por um período mínimo de 120 dias, que foi o período utilizado neste trabalho. Neste estudo, a janela do evento não fez parte da janela de estimação, conforme sugerido no estudo de Mackinlay (1997, p. 15). Cabe ressaltar que os dias sem negociação foram desconsiderados.

3.1 Definição do Modelo

Para o cálculo do retorno anormal, é necessário calcular o retorno diário da ação e do portfólio (retorno do mercado). Para tanto, foi utilizada a seguinte fórmula:

$$R_{i,t} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (1)$$

Sendo:

$R_{i,t}$ = retorno do ativo i na data t.

$P_{i,t}$ = preço nominal de fechamento do ativo i na data t.

$P_{i,t-1}$ = preço nominal de fechamento do ativo i na data t-1.

A fórmula logarítmica (método de capitalização contínua) é indicada por gerar resultados cuja distribuição de frequência sejam normais (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008, p. 53). Neste estudo, foi utilizado o preço nominal de fechamento informado pela BM&FBovespa, sendo que as cotações não foram ajustadas por proventos.

Chama-se retorno anormal a diferença entre o retorno encontrado de uma certa ação em uma certa data e o retorno esperado para essa ação nesta mesma data, caso o evento não tivesse ocorrido. Nesse sentido, o retorno anormal é encontrado a partir da seguinte fórmula:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}/X_t) \quad (2)$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = retorno anormal do ativo i na data t.

$R_{i,t}$ = retorno do ativo i na data t.

$E(R_{i,t}/X_t)$ = retorno esperado do ativo i na data t, dada a informação X_t .

Para o cálculo do retorno esperado podem ser utilizados diversos modelos, entre eles o modelo de retorno ajustado a média, o modelo de retorno ajustado ao mercado, o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado e o modelo de mercado (BINDER, 1998).

Neste estudo, optou-se pelo modelo ajustado ao mercado e pelo modelo de mercado. Foi utilizado o modelo ajustado ao mercado, porque, segundo Brown e Warner (1980, p. 246) e Camargos e Barbosa (2006, p. 55), os resultados apresentados por esse modelo têm tido tanto êxito quanto os resultados apresentados por

outros modelos, sendo que este tem a vantagem de ser mais simples e ter menos pressupostos. Optou-se por utilizar também o modelo de mercado de forma a complementar os resultados. Este modelo foi utilizado por diversos autores, como Sarlo Neto, Lopes e Costa (2006) e Lyra e Olinquevitch (2007).

O modelo ajustado ao mercado presume que o comportamento da ação se assemelha ao comportamento do portfólio de mercado, portando o retorno anormal é calculado pela subtração entre o retorno da ação e o retorno do mercado, de acordo com a seguinte equação:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = retorno anormal do ativo i na data t.

$R_{i,t}$ = retorno do ativo i na data t.

$R_{m,t}$ = retorno do portfólio de mercado m no período t.

O portfólio de mercado escolhido para este trabalho, tanto para o cálculo do modelo ajustado ao mercado, quanto para o cálculo do modelo de mercado, foi o índice IBOVESPA, cujas ações integrantes de sua carteira, segundo a BM&FBOVESPA (2009), “respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA.”.

Já o modelo de mercado correlaciona o retorno da ação com o retorno do portfólio de mercado, durante o período compreendido na janela de estimação, por meio de uma regressão linear simples, pelo método dos mínimos quadrados. A partir dessa regressão, são estimados os parâmetros α e β , que são, respectivamente, o coeficiente de interseção e o coeficiente angular da reta de regressão. Então é calculado o retorno esperado para a ação na data t, e o consiguiente retorno anormal, de acordo com a seguinte equação:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}/X_t) = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{m,t}) \quad (4)$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = retorno anormal do ativo i na data t.

$R_{i,t}$ = retorno do ativo i na data t.

$E(R_{i,t}/X_t)$ = retorno esperado do ativo i na data t, dada a informação X_t .

α = intercepto da reta de regressão com o eixo X.

β = coeficiente angular da reta de regressão.

$R_{m,t}$ = retorno do portfólio de mercado m no período t.

Como a janela do evento utilizada neste trabalho foi composta por sete dias (três dias antes do evento até três dias após o evento), é necessária a acumulação dos retornos anormais encontrados. Essa acumulação consiste na soma dos retornos anormais de cada dia da janela do evento, representada pela seguinte equação:

$$RAA_{(\tau_1, \tau_2)} = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} RA_{i,t} \quad (5)$$

Onde:

RAA_i = retorno anormal acumulado do ativo i

τ_1 = primeiro dia da janela do evento

τ_2 = último dia da janela do evento

$RA_{i,t}$ = retorno do ativo i na data t.

3.2 Apresentação da Hipótese

A hipótese nula adotada neste trabalho foi que o mercado de capitais não reage nem positiva nem negativamente à republicação de demonstrações financeiras.

$$H_0: RAA_i = 0 \quad (6)$$

Onde:

RAA_i = retorno anormal acumulado do ativo i

3.3 Seleção e Classificação da Amostra

A amostra foi composta pelas 30 ações com maior volume de negócios na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 03.10.2008 a 04.10.2009. Nos casos em que havia mais de uma espécie de ação da mesma empresa na amostra selecionada, foi considerada apenas a ação com maior média de volume de negócios no referido período.

Foram analisadas as republicações das Demonstrações Financeiras Padronizadas e das Informações Trimestrais pelas empresas selecionadas referentes ao período compreendido pelo primeiro trimestre de 2001 ao segundo trimestre de 2009, foram analisadas as republicações realizadas até o dia 18 de outubro de 2009.

Nas republicações realizadas na mesma data pela mesma empresa referentes a períodos distintos, foi considerada apenas a republicação referente ao período mais recente. Foram excluídas da análise os eventos que não possuíam no mínimo 123 pregões anteriores a data da republicação, por não ser possível estimar os parâmetros. Consequentemente, a amostra final foi composta por 197 eventos de 24 empresas.

A amostra foi classificada em sete grupos, de acordo com as mudanças causadas pela republicação. Como base para a classificação, foram utilizados os comentários apresentados pela companhia anexados aos “dados de controle”, no item “tipo de apresentação”, das demonstrações financeiras. Os grupos são:

- (a) Impacto no Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Demonstração da Mutação do Patrim nio Líquido, Demonstrac o do Fluxo de Caixa e Demonstrac o do Valor Adicionado. Sendo que as mudanç s que impactaram as duas últimas demonstrações, mesmo quando essas faziam parte das notas explicativas, foram classificadas neste grupo;
- (b) Maior evidenciac o das demonstrações financeiras. Fazem parte deste grupo as republicações que acrescentaram informações às demonstrações, como a inclusão do fluxo de caixa ou a inclusão das demonstrações financeiras relativas ao consolidado total;
- (c) Correção de erros que não impactam o resultado. Este grupo é composto pelas republicações causada por diversos tipos de erros que não influenciam o resultado, como erros de soma, erros nas informações apresentadas pelas notas explicativas ou pelo relatório de administração, erros de grafia ou de formatação;
- (d) Mudanç a de políticas contábeis. Fazem parte desse grupo as mudanç s geradas por reclassificações de contas;
- (e) Exigência ou sugestão do órgão regulamentador. Nesse grupo, foram inseridas todas as republicações que foram marcadas como reapresentação por exigência, no item “tipo de apresentação”, dos “dados de controle”. Foram inseridas também as reapresentações que foram explicitamente informadas como sendo derivadas de sugestão de um órgão regulamentador;
- (f) Maior evidenciac o das notas explicativas, do relatório de administração, das informações de desempenho e de outras informações consideradas relevantes pela companhia;
- (g) Atualização da composição acionária.

Cabe ressaltar que, quando a republicação trouxe duas ou mais alterações, independentes entre si, o evento foi classificado como pertencente a mais de um grupo. Por outro lado, quando as alterações eram dependentes entre si, a republicação foi classificada somente como pertencente a um grupo.

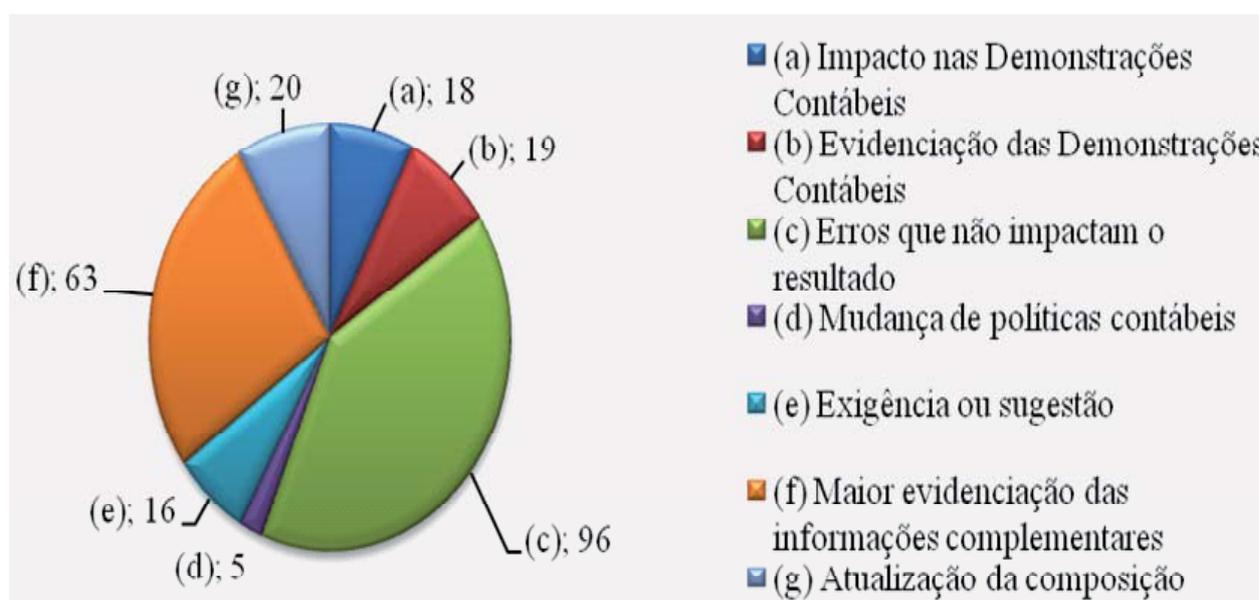
4 Análise dos Resultados

Em relação   classificação das republicações, das 24 empresas que fizeram parte da amostra final, a republicação por erros que não impactam o resultado estava presente 22 delas. Outro motivo bastante frequente foi a republicação para trazer maior evidenciac o às notas explicativas, ao relatório da administração, ao comentário de desempenho ou a outras informações, sendo justificativa para

republicações de 20 empresas.

Esses resultados são congruentes com a frequência com que cada motivo foi apresentado, por exemplo, o motivo mais apresentado pelas empresas foi a correção de erros que não impactam o resultado, que originou 96 republicações. Já a republicação menos frequente foi a por mudança de políticas contábeis, sendo causa de apenas 5 republicações. A comparação entre a frequência de apresentação de cada motivo pode ser vista na Figura 1.

Figura 1: Número de republicações por motivos



Fonte: Dados da pesquisa.

Na análise dos motivos que levaram as empresas à republicar, é possível perceber que as republicações no cenário brasileiro diferem, em sua essência, das rerepresentações em outros países. Por exemplo, nos estudos de Ahmed e Goodwin (2007), 49% das republicação foram por causa de mudanças nas políticas contábeis, já o presente estudo encontrou que somente 2,5% das republicações foram por esse motivo. Além disso, a pesquisa de Richardson, Tuna e Wu (2002) demonstrou que há evidências que muitas das republicações foram consequência da adoção de políticas contábeis agressivas, resultantes da pressão do mercado de capitais. Porém, na amostra selecionada para este trabalho, a maior parte das republicações não impactou o resultado e não foi por causa de mudanças na política contábil, como retratado anteriormente.

4.1 Significância Estatística dos Retornos Anormais

Para testar a significância estatística dos retornos anormais, pode-se utilizar tanto testes paramétricos como testes não paramétricos. Neste estudo, optou-se por

utilizar um teste paramétrico e um teste não-paramétrico. O uso dos dois tipos de testes é sugerido por MacKinlay (1997, p. 32), pois o segundo tipo complementa o primeiro, de forma a conferir a robustez dos resultados.

Como teste paramétrico, realizou-se o t-stat para amostras em par para médias, que tem como pressuposto que os retornos anormais acumulados têm distribuição aproximadamente normal e são independentes entre si. Esse teste analisa quantas vezes a média dos retornos anormais acumulados supera o desvio-padrão da amostra.

Para os testes não-paramétricos, não é necessário fazer suposições quanto ao modelo de distribuição de probabilidade da população, sendo que os testes não-paramétricos mais comuns nos estudos de eventos são o teste dos Sinais e o teste de Wilcoxon. Segundo Martins (2001, p. 274), o teste de Wilcoxon “é mais interessante do que aquele [teste dos sinais], pois leva em consideração a magnitude da diferença de cada par”. Portanto, foi escolhido o teste de Wilcoxon, que foi sugerido por Mackinlay (1997, p. 32) e utilizado por Lima e Terra (2004, p. 10).

Para realizar esse teste foi necessário colocar em ordem crescente os retornos anormais acumulados, desconsiderando-se os sinais, atribuindo a cada retorno um posto, segundo sua ordem. Posteriormente, separou-se os retornos anormais acumulados negativos dos positivos e somou-se os postos de cada grupo. Então, foi determinado como T a menor das somas de postos de mesmo sinal. Cabe ressaltar que não houve retornos anormais nulos, nem empates. Finalmente, realizou-se os testes, de acordo com as seguintes equações:

$$Z_{cal} = \frac{T - \mu_T}{\sigma_T} \quad (7)$$

Onde:

T = a menor das somas de postos de mesmo sinal.

n = tamanho da amostra.

Em relação a significância dos resultados anormais acumulados, somente a republicação por exigência teve significância estatística à 5% e somente quando utilizado o modelo de mercado, sendo que, neste caso, houve mais retornos anormais acumulados positivos. Portanto, somente nesse grupo a hipótese nula pode ser rejeitada com pelo menos 95% de confiança e somente pelo modelo de mercado. A Tabela 1 apresenta os resultados do t-stat para a análise de significância estatística dos retornos anormais acumulados.

Tabela 1: Resultados da Estatística T para análise dos retornos anormais acumulados

Amostra	Retorno ajustado ao mercado		Modelo de mercado	
	<i>t-stat</i>	<i>P-value</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-value</i>
(a) Impacto nas DFs	0,354	0,363	0,677	0,251
(b) Evidenciação das DFs	0,187	0,429	-0,154	0,440
(c) Erros que não impactam o resultado	-0,933	0,176	0,703	0,242
(d) Mudança de políticas contábeis	-0,268	0,397	-1,170	0,121
(e) Por exigência ou solicitação	1,333	0,092	3,260	0,001
(f) Evidenciação das inf. comp.	-1,110	0,134	-0,905	0,184
(g) Atualização da composição acionária	0,140	0,444	1,470	0,071
Amostra total	-1,193	0,117	-0,336	0,233

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta os resultados do teste de Wilcoxon na análise da significância dos retornos anormais acumulados, quando utilizados o modelo ajustado ao mercado e o modelo de mercado, respectivamente.

Tabela 2: Resultados do teste de Wilcoxon para análise dos retornos anormais acumulados

Amostra	Total de observações	Retorno ajustado ao mercado	Modelo de mercado
		<i>Zcal</i>	<i>Zcal</i>
(a) Impacto nas DFs	18	-0,065	-0,544
(b) Evidenciação das DFs	19	-0,161	-0,523
(c) Erros que não impactam o resultado	96	-0,552	-0,720
(d) Mudança de políticas contábeis	5	-0,135	-0,944
(e) Por exigência ou solicitação	16	-1,400	-2,585
(f) Evidenciação das inf. comp.	63	-1,212	-0,103
(g) Atualização da composição acionária	20	-0,261	-0,933
Amostra total	197	-0,907	-1,190

Fonte: Dados da pesquisa.

A representação por exigência, quando utilizado o modelo de mercado,

indicou que houve uma reação positiva do mercado com significância de 1% no teste de Wilcoxon e 0,06% no t test. Este resultado pode indicar que a expectativa dos investidores era que essas republicações gerariam impactos mais negativos do que realmente geraram. Cabe ressaltar que a amostra de republicações por exigência foi composta de somente 16 observações, sendo, portanto, o tamanho da amostra uma limitação desta pesquisa.

Diversas pesquisas em outros países apresentaram resultados que indicam que as republicações causam uma reação negativa no mercado de capitais. Esses resultados divergem dos encontrados neste trabalho. Essa diferença pode ser derivada da disparidade entre os motivos que levaram as empresas a republicar. Na amostra selecionada, não houve indícios de fraudes, manipulação dos resultados ou de práticas agressivas de contabilidade, muito pelo contrário, em grande parte da amostra, a republicação não alterou as demonstrações contábeis principais e, conseqüentemente, não alterou os resultados anteriormente encontrados. Ou seja, a maior parte das republicações brasileiras não diminuíram as expectativas de fluxo de caixa futuros das empresas, nem indicaram uma manipulação dos resultados em uma tentativa da administração de encobrir uma queda dos lucros, sendo estas duas das três razões apresentadas por Callen, Livnat e Segal (2006) para a visão negativa dos investidores em relação às republicações. Cabe observar que outros autores também observaram que a queda no preço das ações advém da mudança sobre expectativa de performance futura da empresa, do questionamento da credibilidade de sua gestão e a conseqüente fraude e diminuição da receita, como é o caso das pesquisas de Palmrose, Richardson e Scholz (2004) e de Hirschey, Palmrose e Scholz (2005).

5 Considerações Finais

Este trabalho buscou analisar se a republicação das demonstrações contábeis causa impacto no preço das ações. Para tanto, foi realizado um estudo de eventos com uma janela de três dias antes a três dias após a reapresentação e, por meio do modelo ajustado ao mercado e do modelo de mercado, analisou-se a significância estatística dos retornos anormais acumulados no período. Analisou-se também os motivos que levaram as empresas a republicar suas demonstrações.

Em relação as causas das republicações, foi encontrado que 96, das 197 reapresentações, corrigiram algum erro que não afetava o resultado. Outro motivo bastante frequente foi a necessidade de evidenciar melhor as notas explicativas, o relatório de administração, o comentário de desempenho e outras informações.

A hipótese nula adotada foi que não há reação do mercado de capitais quando há republicação das informações contábeis, sendo que, na amostra total e na maior parte das subamostras, a hipótese nula não foi rejeitada, mostrando

evidências de que a republicação não impacta o preço das ações.

Os resultados encontrados não são semelhantes aos resultados apresentados por pesquisas em outros países. Essa divergência pode ser consequência da distinção entre os motivos que levaram as empresas a republicar no Brasil e dos motivos que levaram as empresas a republicar em outros países. Na amostra selecionada, não houve evidências de fraudes, manipulação de resultados e, na maior parte da amostra, não houve também mudança da expectativa de fluxos futuros de caixa. Sendo que estas são as principais razões encontradas por autores de outros países para a reação negativa do mercado de capitais.

Uma limitação dessa pesquisa foi o tamanho de algumas subamostras, que possuem menos de 30 observações, inclusive o grupo de republicação por exigência, que representa somente 16 republicações.

Para pesquisas futuras, sugere-se que seja realizada uma pesquisa específica para as republicações por exigência da CVM, analisando tanto a reação do mercado de capitais à divulgação do ofício do Órgão Regulador exigindo a republicação, quanto a reação do mercado à efetiva reapresentação das demonstrações contábeis.

Referências

AHMED, K.; GOODWIN, J. An empirical investigation of earnings restatements by Australian firms. *Accounting and Finance*, n. 47, p. 1-22, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965894###>. Acesso em: 15 ago. 2009.

ANGELI, P. P. T. Republicação das Demonstrações Contábeis: uma análise dos índices ROA, ROE e endividamento total em empresas brasileiras no período de 2000 a 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória, 2008. Disponível em: <http://www.fucape.br/_admin/upload/prod_cientifica/Dissertacao%20Pedro%20Paulo%20Torri.pdf>. Acesso em: 20 set. 2009.

BEAVER, W. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v. 6, p. 67-92, 1968. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2490070>>. Acesso em: 15 set. 2009.

BINDER, J. J. The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 11, p. 111-137, 1998. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/errors/500.mpx?errorid=14afc233-edfd-4911-acca-159-e8f96f2a1>>. Acesso em: 01 nov. 2009.

BMFBOVESPA. Cotações históricas. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 15 out. 2009.

_____. Índice Bovespa - Ibovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 10 nov. 2009.

BROWN, S.; WARNER, J. Mensuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, v. 8, p. 205-258, 1980. Disponível em: <<http://www.ssb.rochester.edu/fac/warner/Jerry%20Papers/JFE-September%2080.pdf>>. Acesso em: 21 out. 2009.

BRASIL. Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 09 dezembro 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Acesso em: 15 set. 2009.

CALLEN, J.L.; LIVNAT J.; SEGAL, D. Accounting Restatements: Are They Always Bad News for Investors? *Social Science Research Network*, 2006. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 23 set. 2009.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração*, v. 41, n. 1, p. 43-58, jan./fev./mar. 2006. Disponível em: <<http://www.revistasusp.sibi.usp.br/pdf/rausp/v41n1/v41n1a4.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Deliberação CVM nº 388 de 2 de maio de 2001. Delega competência à superintendência de Relações com Empresas para dar divulgação às determinações de refazer e republicar as Demonstrações Financeiras e as Informações Trimestrais de Companhias Abertas. *Diário Oficial da União*, Brasília, 08 maio 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 25 set. 2009.

_____. Deliberação CVM nº 506 de 19 de junho de 2006. Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros. *Diário Oficial da União*, Brasília, 20 junho 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 27 nov. 2009.

_____. Informações sobre empresas: Informações periódicas eventuais. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 11 nov. 2009.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE – CFC. Resolução CFC nº 737 de 27 de novembro de 1992. Aprova a NBC T 6 – Da Divulgação das Demonstra-

ções Contábeis. Diário Oficial da União, Brasília, 11 dezembro 1992. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=1992/000737>. Acesso em: 25 set. 2009.

_____. Resolução CFC nº 1.087 de 8 de dezembro de 2006. Aprova a NBC T 19, item 11 – Mudanças nas Práticas Contábeis, nas Estimativas e Correção de Erros. Diário Oficial da União, Brasília, 12 fevereiro 2007. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1087.doc>. Acesso em: 27 nov. 2009.

_____. Resolução CFC nº 1.179 de 24 de julho de 2009. Aprova a NBC T 19, item 11 – Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erro. Diário Oficial da União, Brasília, 04 agosto 2009. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2009/001179>. Acesso em: 27 nov. 2009.

ERNST & YOUNG; FIPECAFI. Manual de Normas Internacionais de Contabilidade: IFRS versus Normas Brasileiras. São Paulo: Atlas, 2009.

GENERAL ACCOUNTING OFFICE. Financial statement restatement: trends, market impacts, regulatory responses, and remaining challenges, Washington, reportagem 3-138, out. 2002. Disponível em: <<http://www.gao.gov/new.items/d03138.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2009.

HURON CONSULTING GROUP. Annual Review of Financial Reporting Matters. 2005. Disponível em: <<http://www.huronconsultinggroup.com>>. Acesso em: 15 set. 2009.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – IASB. Norma Internacional de Contabilidade 8 – IAS 8: Políticas Contabilísticas, Alterações nas Estimativas Contabilísticas e Erros. Jornal Oficial da União Européia, L 394, p. 36-53, 31, dezembro 2004. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:394:0001:0175:PT:PDF>>. Acesso em: 27 nov. 2009.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro à Divulgação das Informações Contábeis Parte I: O Efeito Incondicional e Segundo o Resultado do Exercício. ENANPAD, 28., 2004, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: Anpad, 2004. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=39&cod_evento_edicao=8&cod_edicao_trabalho=911>. Acesso em: 15 set. 2009.

LYRA, R. L. W. C.; OLINQUEVITCH, J. L. Análise do Conteúdo Informacional

dos Investimentos em Ativos Imobilizados: Um estudo de Eventos em Empresas Negociadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 3, n. 2, p. 39-53, maio/ago. 2007. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/viewArticle/217>>. Acesso em: 20 out. 2009.

MACHADO, A; ALBERTON, L.; KOLLING; LUNKES, R. J.; MARIAN, S.; STAHN, S. P.; TESCH, J. M. Os efeitos da republicação nas demonstrações contábeis por exigência da CVM nas companhias abertas. *Revista UNIVILLE*, v. 13, p. 26-45, 2008.

MACKINLAY, A. Craig. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997. Disponível em <<HTTP://www.jstor.org/stable/2729691>>. Acesso em: 16 nov. 2009.

MARTINS, G. *Estatística Geral e Aplicada*. São Paulo: Atlas, 2001.

MURCIA, F. D; BORBA, A. B. Quantificando as Fraudes Contábeis sob duas óticas: Jornais Econômicos versus Periódicos Acadêmicos no período de 2001-2004. *Encontro do Mestrado em Ciências Contábeis*, 7., Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <www7.rio.rj.gov.br/cgm/academia/artigos/arquivos/2005/01.pdf>. Acesso em: 15 out. 2009.

_____; AMARAL, N. Financial Report Restatement: Evidence from the Brazilian Market. *CLADEA*, 28 ago. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=791545>>. Acesso em: 27 nov. 2009.

_____; CARVALHO, L. N. Conjecturas Acerca do Gerenciamento de Lucros, Republicação das Demonstrações Contábeis e Fraude Contábil. *Contabilidade Vista e Revista*, v. 18, n. 4, p. 61-82, out./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/340/333>>. Acesso em: 15 out. 2009.

PALMROSE, Z.; SCHOLZ, S. The circumstances and legal consequences of non-GAAP reporting: evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, vol. 21, n. 1, 2004, p. 139-180. Disponível em: <<http://caaa.metapress.com/app/home/contribution.asp?referrer=parent&backto=issue,5,7;journal,24,39;linkingpublicationresults,1:300305,1>>. Acesso em: 10 out. 2009.

_____. *HIRSHEY, M. Long-term Market Underreaction to Accounting Restatements*. University of Kansas, Lawrence, 2005.

_____; RICHARDSON, V. J. Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, n. 37, p. 59-89, 2004.

Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com>>. Acesso em: 21 set. 2009.

PIRES, R. G. A informação contábil e a teoria da agência: um estudo da assimetria informacional em companhias abertas, listadas no novo mercado da Bovespa. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2008.

RICHARDSON, S.; TUNA, I.; WU, M.; Predicting earnings management: The case of earnings restatements. Philadelphia, University of Pennsylvania, 2002.

SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; COSTA, F. M. O Conteúdo Informativo da Contabilidade: Um Estudo sobre o Impacto da Divulgação das Informações Contábeis no Mercado Brasileiro abordando o Efeito Liquidez. Encontro Brasileiro de Finanças, 6., 2006, Vitória. Anais... Vitória: SBFIN, 2006. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1458/fin-corp-27.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 20 set. 2009.

SCARPIN, J. E.; PINTO, J.; BOFF, M. L. A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais: Uma Análise Empírica das Empresas Listadas no Índice Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2007, São Paulo, 2007. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2007. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=140>. Acesso em: 20 out. 2009.

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Impacto na Divulgação de Prejuízos nos Retornos de Ações de Companhias Participantes do Ibovespa. Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/viewArticle/872>>. Acesso em: 19 nov. 2009.

