



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Administração e Finanças

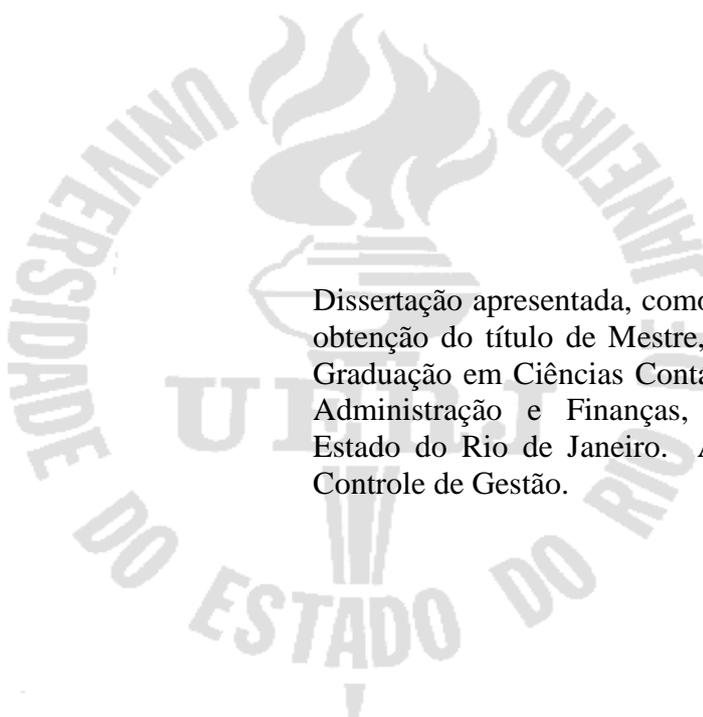
Silvestre de Mello de Souza

**Reação do Mercado às Republicações de demonstrações
Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011**

Rio de Janeiro
2013

Silvestre de Mello de Souza

**Reação do Mercado às Republicações de demonstrações
Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011**



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração e Finanças, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Orientador: Prof. Dr. Adolfo Henrique Coutinho e Silva

Rio de Janeiro
2013

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

S729 Souza, Silvestre de Mello de.
Reação do Mercado às Republicações de demonstrações
Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011 / Silvestre de
Mello de Souza. – 2013.
63f.

Orientador: Adolfo Henrique Coutinho e Silva
Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de
Janeiro, Faculdade de Administração e Finanças.
Bibliografia: f. 47-49.

1. Mercado de capitais – Brasil – Teses 2. Contabilidade –
Teses. I. Silva, Adolfo Henrique Coutinho e Silva. II.
Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de
Administração e Finanças. III. Título.

CDU 336.76(81)

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta
dissertação.

Assinatura

Data

Silvestre de Mello de Souza

**Reação do Mercado às Republicações de demonstrações
Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Administração e Finanças da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Aprovada em ___ de _____ de 2013.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Adolfo Henrique Coutinho e Silva (Orientador)
Faculdade de Administração e Finanças – FAF/ UERJ

Prof. Dr. Álvaro Vieira Lima
Faculdade de Administração e Finanças – FAF/ UERJ

Prof. Dr. José Paulo Cosenza
Universidade Federal Fluminense

Rio de Janeiro
2013

DEDICATÓRIA

Em memória da Minha paciência que foi assassinada durante este período...

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha esposa pela paciência e amor, aos meus pais pela suprema dedicação a tal **** e aos amigos em especial Thiago pela calma e ajuda em diversos momentos desta caminhada e ao Ricardóvisk pelos espetaculosos coffeebreaks.

Derrotar o inimigo em cem batalhas não é a excelência suprema.
A excelência suprema consiste em vencer o inimigo sem ser
preciso lutar.

Sun Tzu

RESUMO

SOUZA, Silvestre de Mello de. **Reação do Mercado às Republicações de demonstrações Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011**. 2013. 63 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

Este trabalho tem por objetivo verificar se há impacto das republicações das demonstrações contábeis das empresas com ações negociadas na Bovespa no período de 2000 a 2010, no preço de suas ações. O estudo parte do pressuposto de que o mercado Brasileiro de ações é semiforte. A metodologia utilizada nesta pesquisa foi em parte qualitativa ao descrever a amostra e suas características assim como quantitativa na forma dos testes de diferenças de média. Os resultados dos testes mostram que ao se analisar toda a amostra como um único grupo, os retornos anormais encontrados não mostraram diferença significativa em comparação com os valores esperados calculados, mas quando analisados em segmentações distintas pelo tipo de motivação à republicação, foram encontrados evidências de que há diferença significativa entre as amostras das republicações das demonstrações contábeis voluntárias e obrigatórias. Assim como também foram encontrados evidências de que pode haver diferença significativa entre as amostras segmentadas pela natureza do erro apresentado com justificativa para a republicação da demonstração contábil, tanto nos casos de mensuração, quanto classificação e reconhecimento. A mesma evidência é apresentada nos gráficos das médias dos retornos anormais calculados para este estudo.

Palavras-chave: Contabilidade. Republicação de demonstrações. Estudo de evento.

ABSTRACT

SOUZA, Silvestre de Mello de. **Reação do Mercado às Republicações de demonstrações Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011.** 2013. 63 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

This work aims to check for impact of restatements of the companies whose shares are traded on the São Paulo Stock Exchange in the period from 2000 to 2010, in its stock price. The study assumes that the Brazilian stock market is semistrong. The methodology used in this research was qualitative in part to describe the sample and its characteristics as well as in the form of quantitative tests of differences in average. The test results show that to analyze the entire sample as a single group, the abnormal returns showed significant difference found in comparison with the expected values calculated, but when analyzed in distinct cleavages by the kind of motivation to republication, were found evidence that there is significant difference between the samples of republications of voluntary and mandatory financial statements. So how were also found evidence that there may be significant differences between the segmented samples by the nature of the error made with justification for the republication of the financial statement, both in case of measurement, classification and recognition. The same evidence is presented in the graphs of the averages of the abnormal returns calculated for this study.

Keywords: Accounting. Republication statements. Event Studies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Trabalhos que utilizaram estudo de eventos.....	26
Tabela 2: Composição da amostra.....	28
Tabela 3: Tamanho da amostra.....	34
Tabela 4: Valor médio do RA e CAR das empresas analisada.	40
Tabela 5: Resultado para o teste de Masulis.....	41
Tabela 6: Valor médio do RA e CAR das empresas analisadas.....	42
Tabela 7: Análise do teste de diferença de médias para o RA no dia zero por natureza e tipo.	43
Tabela 8: Análise do teste de diferença de médias para o RA no dia zero antes e depois da mudança da norma.....	44

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1 – Janela de evento utilizada no estudo	30
Gráfico 1 – Número total de Republicações por ano no período de 2000 a 2010 das empresas com dados.	36
Gráfico 2 – Número ações das empresas com republicações por ano no período de 2000 a 2011.	36
Gráfico 3 – Tempo média de republicação das demonstrações contábeis obrigatórias.	38
Gráfico 4 – Número de republicações segmentada por ano e natureza.	39

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. REFERENCIAL TEÓRICO	12
1.1. Mercados de capitais e republicação de balanços.	12
1.1.1. Assimetria Informacional.....	13
1.1.2. Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM).....	15
1.1.3. A relação entre as republicações de demonstrações contábeis e a assimetria de informações e a HME	19
1.2. Caracterização das republicações voluntárias e obrigatórias de demonstrações contábeis no Brasil	19
1.2.1. Justificativa para o refazimento obrigatório	20
1.2.2. Características do refazimento voluntário	20
1.2.3. Estudos Empíricos sobre estudo de eventos e a republicação de balanços.....	21
2. METODOLOGIA	23
2.1. Tipo da Pesquisa	23
2.2. Seleção das empresas e período de estudo	23
2.3. Coleta de Dados	25
2.4. Análise dos Resultados	25
3. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	31
3.1. Descrição dos eventos de republicação de demonstrações contábeis analisados	31
3.2. Resultado do Estudo de Evento	37
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	45
REFERÊNCIAS	45
APÊNDICE A – TAMANHO DA AMOSTRA	50
APÊNDICE B – GRÁFICO DA MÉDIA DAS MÉDIAS DA JANELA DE EVENTO	50
APÊNDICE C – TESTES DE MÉDIA	51
APÊNDICE D – TESTES DOS PRESSUPOSTOS DA REGRESSÃO.	53
APÊNDICE E – GRÁFICO DE TEMPO MÉDIO	55
APÊNDICE F – ARTIGO DO JORNAL, SEÇÃO B2 DO DIA 29 DE NOVEMBRO DE 2012	55
ANEXO A – RELAÇÃO DOS ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A EFICIÊNCIA DO MERCADO BRASILEIRO	57
ANEXO B – DADOS DAS REGRESSÕES	59
ANEXO C – ANÁLISE DOS GRÁFICOS DA JANELA DE EVENTO	60

INTRODUÇÃO

Neto e Pereira (2011) relatam que existe a 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). E 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 repetir exatamente a realidade, seus usuários serão prejudicados por tomarem decisões baseados em informações não congruentes com a verdadeira situação da empresa. Dessa forma, constitui papel dos órgãos reguladores garantir a confiabilidade da contabilidade por meio de normas e regulamentos (MURCIA; BORBA, 2005). Portanto faz-se necessário, estudos que testem com maior amplitude possível a qualidade e os efeitos das republicações contábeis.

Estudar a divulgação de informações das empresas para o mercado é importante em razão de que compreender o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passa necessariamente pelo aprimoramento da relação existente entre os diferentes colaboradores deste mercado. A evolução de um mercado de capitais, baseia-se em que as informações atendem as exigências legais e expectativas dos envolvidos. Assim o estudo tem como foco contribuir para o aperfeiçoamento das relações entre os diferentes *players* envolvidos com o mercado de capitais.

Em busca por evidências, no mercado brasileiro de capitais, se a divulgação de republicações de demonstrações contábeis é considerada informação relevante pelo mercado quando é capaz de influenciar neste processo a precificação de ações das empresas de capital aberto, com negócios em bolsa de valores.

Esse trabalho visa, portanto, analisar empiricamente se as republicações voluntárias e obrigatórias de demonstrações contábeis, no período de 2000 a 2011, provocaram impacto sobre o preço das ações das empresas negociadas no BM&FBOVESPA. Para tanto, será realizado um estudo de eventos. Para analisar se as republicações voluntárias e o anúncio da determinação de refazimento das demonstrações contábeis, levado ao conhecimento do mercado, produzem mudanças sobre o preço das ações das empresas, através da investigação dos preços das ações em determinado período. Com esse estudo de evento se verificará se

existe impacto das republicações voluntárias das demonstrações contábeis pelas empresas de capital aberto no período de 2000 a 2011 sobre a formação do preço de suas ações.

Nesse sentido, este trabalho será estruturado da seguinte forma: 1) Identificar, classificar e quantificar os diferentes tipos de republicações voluntárias e obrigatórias segundo a tipologia proposta por Netto e Pereira (2011); Serão apresentados os resultados de pesquisas que analisaram a reação do impacto no mercado de capitais à publicação das informações contábeis, analisando a relevância da informação contábil na tomada de decisão por parte dos investidores; analisar o impacto da republicação voluntária e obrigatória das demonstrações contábeis nos preços das ações; verificar se a republicação voluntária e obrigatória das demonstrações contábeis provocou impactos nos preços das ações; e analisar se os impactos das republicações voluntárias das demonstrações contábeis nos preços das ações antes e depois da convergência para as normas internacionais de contabilidade são distintos. (Análise antes, durante e depois dos efeitos da implementação dos CPC's).

Na seção seguinte, será descrita a metodologia da seleção da amostra e da pesquisa. Em seguida, na seção, serão apresentados os resultados e suas análises. A última seção trará as considerações finais.

1. REFERENCIAL TEÓRICO

1.1. Mercados de capitais e republicação de balanços.

Os mercados de capitais são fundamentais para o desenvolvimento econômico de um país, por alocar poupança a recursos de investimentos, função que, ao ser desempenhada, fornece sinais importantes à formação dos preços dos títulos, que devem refletir as informações existentes no sistema econômico a qualquer tempo (FAMA, 1970).

Mercados de capitais informacionalmente eficientes proporcionam economia de tempo e de recursos que seriam gastos na análise de informações, uma vez que estas já estão refletidas nos preços. Assim, tal mercado estimula não só a participação do investidor individual que não se especializa na análise de informações, como também o empresariado mais produtivo e a própria atividade econômica (BRITO, 1978).

1.1.1. Assimetria Informacional

Prux Júnior (1998, pg. 20) trata a ideia de que a informação “é algo que transmite novos conhecimentos aos indivíduos, e que do ponto de vista econômico deve significar um conjunto de conhecimentos relevantes, capaz de influenciar a tomada de decisão.” O autor também explica que a informação passa a ser relevante quando ela consegue alterar ou causar impacto sobre a opinião de seus usuários em relação a decisões futuras. Em um mercado eficiente a formação de preço da ação se ajusta rapidamente à divulgação de uma informação, espelhando dessa forma toda a informação disponível sobre determinada ação.

Erros nas escolhas de políticas de divulgação de informação pelas empresas ao mercado provocam uma situação de assimetria informacional, entre os gestores da informação e os demais agentes do mercado. As demonstrações contábeis são uma ferramenta de divulgação de diversas e importantes informações ao mercado. Processos que ampliem a capacidade informacional das demonstrações contribuem para um alinhamento aperfeiçoado das relações informacionais entre as empresas e o mercado. (PRUX JÚNIOR, 1998)

A existência da assimetria informacional gera a necessidade de se entender seus efeitos e, por conseguinte, provoca o desenvolvimento de pesquisas em diversas áreas de conhecimento de todas as ciências sociais aplicadas. (BARBOSA, 2008)

Já na década de 50 quando são desenvolvidas teorias que servem de base para a “moderna teoria financeira”, a função da informação nos mercados de capitais tem sido um dos campos de pesquisa mais estudadas em finanças. Risco, retorno, otimização, imunização e precificação de ativos são conceitos que passaram por uma formalização acadêmica e fazem parte da teoria econômica moderna. A tradição baseada em normas passou a ser substituída por uma apresentação conceitual da informação, abordagem esta que ultrapassa a mera questão da contabilidade como ferramenta única de medição e, a partir desse momento, começa o estudo desta como informação disponível à todos os usuários. Assim, esta apresentação da informação sofreu influência de dois modelos desenvolvidos pela economia voltada às finanças. Uma delas a hipótese dos mercados eficientes (Efficient Market Hypothesis - EMH). (GRATZ, 2011)

Barbosa (2008) diz que existem muitos outros modelos que são definidos por teorias econômicas, que apresentam como alvitre a avaliação do comportamento de alguns mercados de capitais. Um bom exemplo pode ser observado no campo da teoria microeconômica. Existe um campo de investigação que pesquisa as implicações que a assimetria de informação tem

para causar impacto sobre funcionamento de diversos mercados. O conceito básico de informação assimétrica e imperfeita de acordo com Barbosa (2008, pg 3) é de que, “em alguns mercados, os compradores e vendedores ou prestadores de serviços não conseguem ter o acesso às mesmas informações, seja pelo seu alto custo de obtenção ou pela total impossibilidade de observar o grau de honestidade de algum participante.”

Os resultados naturais deste momento que se sucede vão desde a definição imperfeita, ou menos correta de preços das operações no mercado devido à escalada do risco de uma das partes (risco moral), até a completa inviabilidade deste mercado (devido ao processo de seleção adversa). (BARBOSA, 2008)

Assim como provocam um grande impacto sobre as decisões de investimentos a qualidade boa ou ruim de uma informação. Prux Júnior (1998, pg. 26), ao afirmar que “a informação ajuda analistas e investidores a tomarem decisões bem mais fundamentadas sobre os fatores positivos e perspectivas fundamentais da empresa, a informação se traduz em conhecimento e discernimento”, reforça a ideia a respeito da qualidade informacional.

A assimetria pode ser encontrada em diversos tipos de mercado além do financeiro. O mercado de automóveis, escolhido mais por sua tangibilidade e facilidade de entendimento do que por sua importância ou realismo. Nesse exemplo, a assimetria de informações é desenvolvida a partir do momento que um proprietário de um automóvel conhece as qualidades do carro que será vendido ao mesmo tempo em que os possíveis compradores não a conhecem. Nesse caso, não seria possível para os compradores identificar se é um automóvel de qualidade ou se é um “lemon” (gíria americana cujo similar em português é dado pelo termo “abacaxi”). Conseqüentemente, nesse mercado os compradores pagarão, em geral, preços médios baseado na percepção da porcentagem de carros ruins e bons no mercado (e não na realidade da qualidade, uma vez que esta é uma característica oculta). Quando uma pessoa resolve tentar vender um carro ruim, afeta as percepções dos compradores sobre a qualidade média dos carros no mercado, com conseqüente redução dos preços dos produtos. (BARBOSA, 2008)

A contabilidade deve assim assumir uma importante atribuição de mitigar a assimetria informacional. Porquanto, a divulgação de informações financeiras das empresas só tem utilidade na diminuição da assimetria informacional quando é fidedigna, porque, se não transparece com exatidão a realidade, os que a utilizarão serão prejudicados por tomarem decisões baseados em informações não harmônicas com a realidade situacional das empresas. (NETO e PEREIRA, 2010)

1.1.2. Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM)

A hipótese de mercado eficiente foi amplamente aceita pelos economistas financeiros e acadêmicos a partir de década de 70. Como exemplo, basta consultar o influente artigo de Eugene Fama publicado no ano de 1970, "Mercados de capitais eficientes." Ele acreditava que os mercados de valores mobiliários eram extremamente eficientes em refletir informações sobre ações e sobre o mercado acionário como um todo. A visão aceita era que quando surge a informação, a notícia se espalha muito rapidamente e é incorporada no preços das ações das empresas imediatamente. Assim, nenhuma análise técnica sobre preços das ações na tentativa de prever os preços futuros, nem um estudo fundamental, que é a análise das informações financeiras tais como ROA, ROE, valores de ativos, etc., para ajudar os investidores a selecionar papéis "mau avaliados", permitindo assim um investidor obter retornos superiores aos que poderia ser obtido mantendo um portfólio selecionado aleatoriamente de ações individuais com mesmo níveis de risco. (MALKIEL, 2003)

Camargos e Barbosa (2006) ao abordar o mesmo tópico, explicam que essa hipótese está baseada na afirmação de que a cotação dada a uma ação demonstra as informações disponíveis a respeito da organização que a emitiu. Assim, novas informações afetarão a cotação das ações de maneira mais rápida ou mais lenta. Ela requer que os retornos observados no mercado de capitais apresentem ausência de quaisquer regularidades, isto é, a existência de padrões de comportamento no mercado (anomalias). Caso ocorra o fato de alguma sazonalidade acontecer nos retornos, o resultado seria percebido em ineficiência informacional, pois qualquer agente do mercado poderia utilizar-se desse comportamento regular para construir uma estratégia de negociação visando obter retornos anormais.

A hipótese de mercado eficiente está associada com a ideia de um "passeio aleatório," que é um termo pouco utilizado na literatura de finanças para caracterizar uma série de preços onde todas as alterações subsequentes preços representam partidas aleatórias de preços anteriores. A lógica da ideia de passeio aleatório é que se o fluxo de informações está livre e parcialmente incorreto as informações são refletidas imediatamente nos preços das ações, em seguida, variação de preço de amanhã refletirá apenas notícias de amanhã e será independente das variações de preços hoje. Notícias são por definição imprevisíveis e, assim, variações de preços resultante devem ser imprevisíveis e aleatórias. Como resultado, os preços refletem plenamente todas as informações conhecidas e investidores desinformados mesmo comprando

uma carteira diversificada no risco e nos preços dada pelo mercado irão obter uma taxa de retorno tão generoso como alcançado pelos peritos. (MALKIEL, 2003)

Em um estudo da década de 70 Eugene Fama explicitou quais condições seriam suficientes para que a hipótese em tese se verificasse. Os atributos eram: (a) inexistência de custos de transação nas negociações de títulos; (b) disponibilização de todas as informações sem custos para todos os participantes do mercado; (c) concordância geral de expectativas entre os investidores quanto aos efeitos das informações sobre os preços atuais das ações, assim como sobre suas distribuições futuras, expectativas iguais. Nesse mercado, o preço uma ação refletiria totalmente as informações disponíveis. Tais condições são suficientes, mas não necessárias. Ainda mais porque, o mercado de capitais pode ser eficiente se uma quantidade suficiente de investidores tiver acesso à informação. (CAMARGOS e BARBOSA, 2006)

Belo e Brasil (2006) definiram que a partir do ponto em que todas as informações estão refletidas no preço, os investidores sempre podem esperar obter uma taxa de retorno normal, eliminando, assim, a possibilidade de obtenção de ganhos anormais.

Fama (1970) sistematizou a teoria de mercados eficientes, a qual afirma que as informações relevantes são incorporadas, de forma imediata e corretas, aos preços dos ativos financeiros, e que a melhor estimativa para o preço de um título é seu preço atual. Assim, a eficiência do mercado é que estabelece o preço justo, pois todas as informações relevantes estão refletidas no valor estipulado. Para que a hipótese de eficiência do mercado seja validada, algumas condições são necessárias. Por exemplo, deve-se considerar um mercado que (i) não exista custo de transação na negociação de títulos, (ii) toda a informação disponível do mercado é acessível a todos sem custo e (iii) todos concordam sobre como as informações atuais causam efeito para o preço atual e distribuição de preços futuros de cada título.

Para SARLO NETO (2005) alguns conceitos importantes estão implícitos na definição de mercados eficientes, quais sejam: os erros no preço não podem ser tendenciosos, ou seja, podem ser maiores ou menores do que o valor real, desde que esses desvios sejam aleatórios; os desvios aleatórios do valor real não podem ser correlacionáveis com qualquer variável observada; como os desvios são aleatórios, nenhum investidor deve ser capaz de, consistentemente, encontrar ações supervalorizadas utilizando quaisquer estratégias de investimento.

Quaisquer que sejam as possíveis críticas o conceito é altamente aceito e utilizado em pesquisas em diversos países em todo o mundo, de forma que se aceita as formas de eficiência

criadas por Fama em 70. Elas são: *weak form*, ou forma fraca; *semi-strong form*, ou forma semiforte; e *strong form*, ou forma forte.

Forti, Peixoto e Santiago (2009) explicam que Fama no seu trabalho em 1970 apresentou como devem ser os testes para identificar a eficiência dos mercados. Para cada forma, foi elaborado um tipo diferente de teste, que foi replicado centenas de vezes em diversos países por inúmeros pesquisadores, de modo que o método desenvolvido tornou-se referência para as pesquisas relativas à eficiência de mercado.

Para identificar a forma fraca, os testes procuram mensurar quão bem os retornos passados predizem retornos futuros. Caso possam ser encontrados padrões de comportamento, esquemas de investimentos ou correlação dos preços com qualquer tipo de variável, então se considera que o mercado possui ineficiência na sua forma fraca.

Para a forma semiforte, os testes procuram especificar o quão rápido os preços dos ativos refletem informações públicas como notícias específicas e anúncios de distribuição de lucros e dividendos. Quanto mais rápido for o ajuste de preços em consequência de determinado evento, mais eficiente é considerado este mercado, pois oferece menos oportunidade de se obterem lucros anormais pela exploração dessa informação.

Finalmente, há os testes para avaliar a eficiência na forma forte, na qual os preços refletem não só a informação pública, mas toda informação que pode ser obtida, inclusive as chamadas privilegiadas ou *insider*. Os testes desta forma de eficiência procuram detectar se algum *insider* ou investidor possui alguma informação privilegiada, que não está totalmente refletida nos preços, e se os mesmos poderiam se beneficiar de tal informação, obtendo lucros anormais.

Quadro 1 – FORMAS DE EFICIÊNCIA DE MERCADO

Forma fraca de eficiência	Nenhum investidor pode obter retornos anormais (em excesso) baseados na expectativa de que preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros. Ou seja, informações de preços passados, não são úteis ou relevantes para atingir retornos em excesso.
Forma semi-forte de eficiência	Nenhum investidor pode obter retornos anormais (em excesso) com base em alguma informação pública disponível, pois os preços se ajustam rapidamente às novas informações divulgadas.
Forma forte de eficiência	Indica que os preços refletem todas as informações existentes no mercado (históricas, públicas e privadas). Assim, nenhum investidor poderia obter retornos extraordinários, mesmo utilizando dados confidenciais ainda não publicados, pois o ajuste dos preços no mercado é instantâneo.

Fonte: (Adaptado de CARVALHO e RIBEIRO, 2008, PÁG. 3-4)

Carvalho e Ribeiro (2008) acrescentam que mais tarde, em um novo seu artigo de revisão datado de 1991 Eugene Fama muda a classificação das três formas de eficiência, de modo que a forma fraca passa a ter a denominação de “testes de previsibilidade de retorno”; a forma semi-forte passa a se chamar “estudo de eventos”; e, finalmente, a forma forte de eficiência passa a se chamar “testes de informações privadas”.

Autores brasileiros tem estudado o assunto desde a década de 70 e os resultados foram controversos com sua maioria apresentando resultados de um mercado em sua forma fraca no Brasil. Entretanto nos últimos anos os trabalhos tem encontrados respostas positivas ao fato do mercado brasileiro estar passando da forma fraca para a forma semiforte.

Entre 1973 e 1981 Contador (1973 e 1975), Brito (1975), Errunza (1979), Muniz (1980) e Menezes (1981), não encontraram resultados significativos quanto à eficiência informacional do mercado brasileiro. Já a partir da década de 80 entre os anos de 1985 e 2011 se dividiram em seus resultados, os autores Brito (1985), Lemgruber, Becker e Chaves (1988), Amaral (1990), Leite e Sanviventente (1990), Salles (1991), Leal e Sandoval (1994), Lemos e Costa Jr. (1995), Schiehl (1996), Perobelli e Ness Jr. (2000), Ceretta (2001), Garcia (2002), Santos e Santos (2005) e Belo e Brasil (2006) afirmam que o mercado brasileiro apresenta características de *random walk* ou não apresentaram qualquer característica de demonstrasse ser mercado semi-forte.

Já os autores Brito (1985), Leal (1988 e 1989), Leal e Amaral (1990), Lemos e Costa Jr. (1995), Schiehl (1996), Galdão e Famá (1998), Cordeiro, Perobelli e Arbex (1999), Bueno, Braga e Almeida (2000), Vieira e Procianoy (2001), Sarlo Neto (2005), Salvi (2007) e Neto e Pereira (2011) dentro deste mesmo período, encontraram resultados empíricos positivos a possibilidade de o mercado brasileiro ter respostas eficientes ao conteúdo informacional das organizações.

Não existe uma concordância ampla sobre o tópico entre os autores desde os primeiros e pioneiros trabalhos datados da década de 70. Mas é possível perceber que ao passar dos anos foi possível perceber uma maior aproximação dos resultados para o estado semiforte da HME.

1.1.3. A relação entre as republicações de demonstrações contábeis e a assimetria de informações e a HME

Mussa (2008) ilustra que para entender assimetria de informação, talvez se deva recordar que, desde as primeiras noções de “mercado perfeito” estão ligadas ao pleno conhecimento “das condições de oferta e procura”; essa era também, uma condição implícita para alguns e explícita para outros. Sem conhecimento perfeito de todos os aspectos quantitativos e qualitativos que influem no mercado, não se pode esperar do *homo aeconomicus* uma decisão racional. Esta é também uma condição abstrata, necessária para a construção de um modelo teórico, mas que não se verifica em nenhum mercado real.

Como está exposto até este ponto do trabalho a Assimetria de Informação e a Hipótese de Eficiência do Mercado tem forte relação entre si, o que leva à percepção sobre como essas fazem parte de um contexto em que se envolvem as republicações.

Tanto as publicações voluntárias quanto as designadas pela CVM, agregam valor ao sistema informacional e eventualmente ao preço das ações, considerando-se que a Informação reflete o valor das empresas.

Partindo do pressuposto neste estudo será de que o mercado brasileiro é semi-forte, assim como fizeram diversos autores que estudaram o tópico e concordam que o mercado brasileiro está evoluindo para uma forma semi-forte, enquanto que outros já categorizaram que o mercado brasileiro já se encontra na forma semi-forte, porém em estudos mais antigos a maioria dos estudos apontou para uma forma fraca. Assim, acredita-se que o valor será, pelo menos, em parte afetado pelo tipo de informação gerado pelas republicações.

1.2. Caracterização das republicações voluntárias e obrigatórias de demonstrações contábeis no Brasil

Credibilidade é fator essencial em qualquer nível de relacionamento. Em relação aos negócios e aos aspectos financeiros que os envolvem, torna-se ainda mais sensível. Por isso, o mercado de valores mobiliários se vê obrigado a exigir de seus intervenientes padrões de conduta rigorosos de ética e de eficiência. Em razão de o funcionamento do mercado se fundamentar no estreito relacionamento entre os investidores e os agentes que oferecem

títulos, a confiabilidade é essencial para o desenvolvimento dos negócios. (DANTAS et all, 2010)

1.2.1. Justificativa para o refazimento obrigatório

A CVM, no arcabouço das atribuições que lhe foram concedidas pela legislação, possui poderes normativos e punitivos. Os primeiros visam regular a atuação dos diversos agentes, enquanto os segundos possibilitam a punição daqueles que praticarem atos em desacordo com as normas e regulamentos. Na ocorrência de eventual deficiência informativa, esta é imediatamente comunicada, mediante ofício de notificação, à companhia com a determinação de elaborar as correções necessárias de erros ou inconsistências, e fazer a devida republicação do documento correspondente. Dentre as atribuições da CVM, existe, ainda, a de fiscalizar a publicação dos relatórios trimestrais e anuais. (DANTAS et all, 2010)

Segundo determina a Resolução CFC nº 737/92, a determinação para republicação das demonstrações contábeis é cabível quando as que tenham sido publicadas apresentem erros e/ou quando informações de caráter relevante para seu perfeito entendimento tenham sido classificadas como insuficientes ou não tenham sido divulgadas. Destaca-se a importância e o alcance dessa Norma, ao afirmar que não obstante o arcabouço jurídico que normatiza a forma de apresentação das demonstrações no mercado interno, há empresas que acabam omitindo ou distorcendo informações sobre sua situação econômico-financeira. (DANTAS et all, 2010)

A partir de 2001, a Deliberação CVM nº 388/2001 permite que o conteúdo dos ofícios de notificação seja divulgado permitindo aos investidores e ao público em geral conhecer as causas que motivaram a determinação do refazimento/republicação das demonstrações financeiras dessas empresas. A divulgação do inteiro teor desses ofícios é feita pela CVM em seu sítio eletrônico. (DANTAS et all, 2010)

1.2.2. Características do refazimento voluntário

Para antecipar um provável pedido da CVM ao refazimento de suas publicações, as Organizações que negociam suas ações no mercado brasileiro, quando identificam algum

“problema” em suas apresentações já publicadas emitem uma republicação, expondo o erro encontrado e justificam a nova publicação.

Os erros ocorrem por diversos motivos, desde um simples erro de digitação até consequências mais graves de falta de reconhecimento de um determinado ativo. Em sua grande maioria, são pequenos ajustes. (NETO e PEREIRA, 2011)

Através da divulgação das Demonstrações Contábeis, os diversos usuários obtêm conhecimento da atual situação econômico-financeira de uma determinada companhia tendo como base um período estabelecido.

O objetivo da apresentação e divulgação das Demonstrações Contábeis é estabelecer a base sobre a qual possam ser elaboradas as informações de natureza contábil, e proporciona a comparação das referidas Demonstrações de períodos anteriores e também com os concorrentes. As informações divulgadas auxiliam os investidores a estimar os resultados e os fluxos financeiros futuros da entidade.

1.2.3. Estudos Empíricos sobre estudo de eventos e a republicação de balanços

Diversos estudos sobre as republicações tanto voluntárias quanto obrigatórias foram realizados no Brasil e no mundo. O principal modelo usado para testar as hipóteses são os estudos de evento de Fama (1970), que desenvolveu um modelo capaz de visualizar se uma informação foi capaz de provocar uma alteração de preço nas ações de uma empresa que apresenta uma republicação.

A tabela 1 mostra alguns dos estudos realizados nos últimos anos que envolviam estudo de evento. Os estudos listados envolvem tanto republicações quanto outros assuntos. Foram listadas a decisão sobre o tamanho das janelas de estimação, evento e comparação e qual teste foi utilizado para a análise dos dados.

Tabela 1 – Trabalhos que utilizaram estudo de eventos

Painel 1: Estudos Internacionais

Autor	Estimação	Janela de Evento	Janela de comparação	Assunto do estudo	Teste aplicado
Dopuch, Holthausen e Leftwich (1997)	58	5	58	Outros	Análise do CAR e Teste t
MacKinlay (1997)	19	3	19	Outros	Análise do CAR, <i>clustering</i> e <i>cross-sectional</i>
Anderson, Yohn (2002)	-	7	3	Republicação	Análise do CAR e Regressão Multivariada
Palmrose, Richardson e Scholz (2003)	-	2	-	Republicação	Regressão Multivariada e Teste t
Hribar, Jenkins (2004)	58	5	58	Republicação	Análise gráfica do CAR
Callen, Livnat e Segal (2005)	5	3	5	Republicação	Análise do CAR e Teste t
Shi e Zhang (2008)	30	3	30	Republicação	Matriz de correlação, Regressão Multivariada
Frieder, Shanthikumar (2008)	230	45	60	Republicação	Análise do CAR, Regressão Multivariada
Banyi (2008)	-	3	-	Republicação	Teste t adaptado e Regressão Multivariada
Plumlee e Yohn (2008)	4	3	4	Republicação	Regressão Logística e Matriz de correlação
Robbani, Bhuyan (2009)	250	5	-	Republicação	Análise do CAR
Salavei, Golec, Harding (2009, 2010)	-	3	273	Republicação	Regressão Multivariada (3 modelos)
Jenkins (2010, 2012)	58	5	58	Republicação	Análise gráfica do CAR e Regressão Multivariada
Wang, Xie e Zhu (2011)	-	3	-	Outros	Regressão Multivariada (3 modelos)

Painel 2: Estudos Nacionais

Autor	Estimação	Janela de Evento	Janela de comparação	Assunto do estudo	Teste aplicado
Lima, Terra (2004)	151	16	151	Republicação	Análise Gráfica do CAR e CAR Médio
Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004)	60	3	90	Republicação	Análise gráfica do CAR e Teste t
Belo, Brasil (2006)	19	3	19	Republicação	Análise do CAR
Salazar (2007)	30	3	15	Republicação	Teste t
Netto e Pereira (2011)	90	7	30	Republicação	Teste t para 2 modelos
Gratz (2011)	270	41	90	Outros	Teste t para 4 modelos
Rodrigues, Silva, Souza (2012)	16	3	16	Republicação	Análise gráfica do CAR e Teste t

Notas: (1) Tamanho em dias onde a data zero é a data central da janela do evento. (2) Nos valores das janelas de comparação e controle estão incluídos os dias da janela de evento a contar do dia Zero do mesmo.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

A tabela mostra que na maioria dos estudos envolvendo este método a janela de evento escolhida girava em torno de 3 a 7 dias. E que em sua maioria foram usados testes de diferença de média e regressão multivariada para análise dos dados selecionados, tanto pra estudos de republicação quanto para outros assuntos.

2. METODOLOGIA

Nesta seção é discutido o tipo de pesquisa escolhido, a composição da amostra e a forma de coleta e análise dos dados objeto do presente estudo.

2.1. Tipo da Pesquisa

Esta é uma pesquisa empírica (qualitativa e quantitativa) que busca analisar o fenômeno das republicações das demonstrações contábeis e os seus efeitos sobre o preço das ações, verificar se existe impacto das republicações voluntárias e obrigatórias das demonstrações contábeis pelas empresas de capital aberto, no período de 2000 a 2011, sobre a formação do preço de suas ações. Notadamente, caracteriza-se por uma investigação *ex post facto*, por se basear num fato já ocorrido, do qual o pesquisador não pode controlar nem manipular variáveis.

2.2. Seleção das empresas e período de estudo

Para realizar esta pesquisa foram selecionadas as Empresas de Capital Aberto com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que apresentaram republicações voluntárias ou obrigatórias das demonstrações contábeis dentro do período escolhido.

Para identificar quais empresas republicaram voluntária ou obrigatoriamente suas demonstrações contábeis durante o período selecionado foram analisadas as informações disponíveis no site da CVM até a data de 18 de junho de 2012.

A seleção das empresas de capital aberto decorre do fato de que seus demonstrativos contábeis e anúncios de republicação ao público estão disponíveis para consulta no sítio da CVM. Além do que, essas empresas negociam suas ações em bolsa de valores, o que possibilita a realização do estudo.

O período selecionado para o estudo está compreendido entre os anos de 2000 a 2011. Esse período foi escolhido por três razões: a) abrange o período antes e depois da

implementação das normas contábeis internacionais no Brasil que foi finalizada no ano de 2010, servindo de base para uma comparação; b) Identificação de um maior número de eventos passíveis de análise e c) as informações referentes ao refazimento e republicação das demonstrações contábeis foram disponibilizadas no site da CVM a partir do ano de 2000.

A composição das empresas estudadas é apresentada na tabela 2:

Tabela 2: Composição da amostra:

Painel 1 – Eventos de republicação das demonstrações contábeis

	Total	Voluntários	Obrigatórios
Eventos de Republicação	1101	1005	96
Erros Imateriais:			
a) Correção de escala - moeda/nº ações	149	149	-
b) Correção ortográfica e digitação	42	42	-
c) Alteração de datas	93	93	-
d) Outros - Erros	193	184	9
Sem dados	33	24	9
Total	591	513	78

Painel 2 – Classificação dos eventos de republicação por natureza¹

Natureza	Quantidade			%		
	Total	Voluntários	Obrigatórios	Total	Voluntários	Obrigatórios
Reconhecimento	40	31	9	6,8%	5,2%	1,5%
Mensuração	11	11	0	1,9%	1,9%	0,0%
Classificação	61	51	10	10,3%	8,6%	1,7%
Evidenciação	477	420	57	80,7%	71,1%	9,6%
NI	2	0	2	0,3%	0,0%	0,3%
	591	513	78	100,0%	86,8%	13,2%

Notas: (1) NI – Não Identificado. (2) Republicações voluntárias e obrigatórias foram identificadas no site da CVM até 08/06/2012.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise ficou restrita às empresas enquadradas nas categorias (a) reconhecimento; (b) mensuração; e (c) Classificação. Tal escolha metodológica fundamenta-se: (a) na expectativa de que os referidos eventos são mais relevantes e (b) em decorrência da limitação de tempo para realização da pesquisa.

¹ A amostra é composta por empresas que apresentam dados disponíveis com as informações necessárias ao estudo, conforme apresentado na Tabela 3.

2.3. Coleta de Dados

Os dados das republicações voluntárias e obrigatórias das demonstrações contábeis durante este período foram coletados no site da CVM (<http://www.cvm.gov.br> até 18/06/2012) através da opção “Determinação de Refazimento e Republicação das Demonstrações Contábeis” e diretamente na lista de publicações de cada uma das empresas listadas na CVM, através da opção “- ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras Informações”.

Preços das ações foram coletados na base de dados “Economática[®]” em 12/11/2012.

2.4. Análise dos Resultados

As análises dos resultados contemplou as seguintes etapas.

1ª Etapa: Efetuar uma análise qualitativa sobre a motivação que levou as republicações voluntárias e obrigatórias.

Para isso decidiu-se utilizar a seguinte classificação:

(a) Mensuração: que de acordo com o Hendriksen e Breda (2010) pode ser entendido por ser a constatação de valor monetário para itens do ativo e do passivo decorrente da aplicação de procedimentos técnicos suportados em análises qualitativas e quantitativas. Toda e qualquer operação realizada (compras, vendas, despesas, receitas etc..) tem seu reflexo imediato na contabilidade onde são registradas de acordo com a sua natureza e seus respectivos valores;

(b) Classificação: que é o ato de contabilizar as operações contábeis. Classificar uma conta representa debitar ou creditar esta conta de acordo com a operação realizada, e é dessa classificação que nascem os registros nos diversos livros contábeis que por sua vez dão origem aos Balanços e balancetes. (HENDRIKSEN e BREDA, 2010); e

(c) Reconhecimento: que é a fase que envolve as principais decisões do processo de geração da informação contábil. Segundo Aquino e Cardoso (2009), primeiro o contador precisa decidir se vai reconhecer determinado evento ou transação. Caso decida por reconhecê-lo, surgem questões diversas como quando, como e por quanto. Portanto, a atividade de reconhecimento é permeada por escolhas e julgamentos.

2ª Etapa: Utilizar o modelo Estudo de Evento proposto por Campbell, Lo e Mackinley (1997) para verificar se houve impacto sobre o preço da ação após a republicação tanto voluntária quanto obrigatórias das demonstrações contábeis.

O método de estudo de evento foi aplicado adotando os seguintes procedimentos:

O método utilizado será um estudo de evento, que consiste em utilizar um modelo de geração de retorno de ações considerado como padrão, denominado retorno normal ou esperado, o qual é tido como o retorno que o título teria caso o evento não corresse. Depois disso, visando identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico que se está analisando, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise. Isto é, focaliza-se na determinação de retornos anormais de títulos em torno ou na data do anúncio de um evento.

Os procedimentos de calculo foram os seguintes:

Ao redor da data zero de cada firma, foi utilizada uma janela de evento de três dias de negociações antes e depois (de -3 até +3) para a observação do fenômeno. Isto é, um período de sete dias para os testes de hipótese. Os três dias anteriores à emissão da republicação servirão para observar-se o comportamento do mercado. Nos três dias posteriores à republicação será observada a reação do mercado de capitais ao anúncio público.

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Em que:

R_{it} = retorno observado,

E = retorno calculado pelo modelo,

t = tempo do evento.

Período do estudo:

A janela do evento e a janela de estimação foram escolhidas através de juízo de valor do pesquisador. Verificou-se conforme revisão efetuada que tanto a janela de eventos e o período de estimação são arbitrários, não havendo padrão entre os autores.

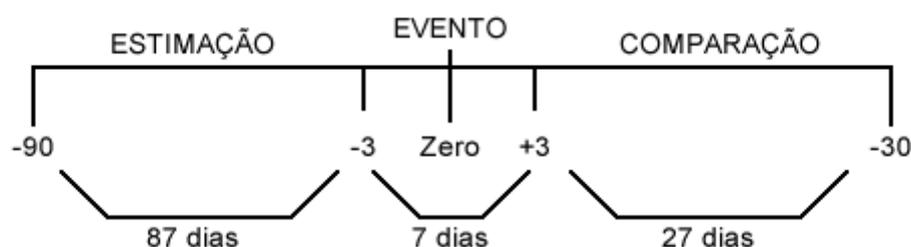
“A escolha do tamanho do período de estimação (período anterior à janela de eventos) e da janela de eventos adveio do juízo de valor do pesquisador. Conforme verificado na revisão de literatura, a janela de eventos e o período de estimação são arbitrários, não havendo padrão entre os autores.” (GRATZ, 2011 p. 38 e 39)

Assim sendo optou-se pelos padrões utilizados por Neto e Pereira (2011), Gratz (2011), Barbosa (2008) e Carmargos e Barbosa (2006).

A análise de dados foi realizada utilizando-se uma janela de estimação de (-90 a -4), uma janela de eventos de (-3 a +3) e uma janela de comparação de (+4 a +30) conforme adotado por Neto e Pereira (2011). Para as ações que não possuíam cotação ou havia falta de dados de negociação superiores a cinco (5) dias na janela de estimação, na janela de evento ou na janela de comparação a ação foi excluída da amostra. A figura a seguir descreve a janela de escolhida.

Assim a formatação da janela fica com 87 dias de negociações anteriores a janela de evento, sete dias dentro da janela de evento com três dias antes e depois do dia Zero e com 27 dias na janela de comparação pós-evento.

Figura 1: Janela de evento utilizada no estudo.



Nota: (1) Dias com preço de negociação com mínimo de cinco dias de negociação seguidos sem dados.

Fonte: Adaptado de CAMARGOS e BARBOSA, 2003, pág. 49.

A) Cálculo do retorno

O retorno normal ($R_{i,t}$) foi calculado com a utilização da fórmula logarítmica que, segundo Camargos e Barbosa (2006), apresenta uma distribuição de retornos mais próxima à distribuição normal, premissa dos testes estatísticos paramétricos. A fórmula foi adaptada pelo procedimento *trade-to-trade*, devido à falta de liquidez de alguns títulos da amostra, visando solucionar possíveis problemas de negociações infrequentes. Nos casos em que a empresa

apresenta-se mais de uma ação com negociações no período optou-se pela ação com maior liquidez.

O calculo de retorno foi realizado através da seguinte equação:

$$R_{i,nt} = L_n \left(\frac{P_{i,nt}}{P_{i,n(t-n_t)}} \right)$$

onde:

$R_{i,nt}$ = ao retorno da ação;

$P_{i,nt}$ = ao preço da ação da firma i , no dia t posterior ao intervalo i ocorrido desde a negociação anterior;

$P_{i,n(t-n_t)}$ = ao preço da ação da firma i , no dia t anterior ao intervalo i ocorrido desde a negociação anterior;

n_t = ao intervalo de tempo decorrido desde a negociação anterior.

Para o cálculo do retorno das ações foram utilizadas as cotações diárias (fechamento), com ajuste para proventos, obtidas da base de dados da Economatica. Repetiu-se a cotação do dia anterior nos casos em que, no dia, não houve negociação.

B) Cálculo do modelo:

O modelo utilizado no cálculo dos retornos anormais foi o Modelo de Mercado.

Trata-se de um modelo estatístico que relaciona linearmente o retorno de um determinado ativo financeiro com o retorno do portfolio de mercado, observando-se as especificações de linearidade. Segundo Camargos e Barbosa (2003; 2006) e Gratz (2011), esse modelo apresenta desempenho melhor em relação aos demais modelos quando a data do evento é de difícil identificação. Além disso, leva em conta o risco específico de cada firma.

Os retornos anormais são medidos pela diferença entre o retorno da ação e o retorno de mercado no mesmo período (no caso, retorno verificado do Ibovespa). Como *proxie* do retorno do mercado foi utilizado o Ibovespa. A fórmula usada foi:

$$RA_{i,n_t} = R_{i,n_t} - \alpha_{i,n_t} - \beta_i R_{Ibovespa,n_t} + \sum_{s=0}^{nt-1} \varepsilon_{i,n_t}$$

Onde:

RA_{i,n_t} = retornos anormais da firma i , no dia t , com n dias decorridos desde a última negociação;

R_{i,n_t} = retorno observado;

$R_{Ibovespa,n_t}$ = retorno *trade-to-trade* do índice de mercado correspondente aos dias em que a ação da firma i foi negociada com n dias decorridos desde a negociação anterior da firma i ;

α_{i,n_t} e β_i = parâmetros *Ordinary Least Squares* (OLS) ou mínimos quadrados ordinários individuais a serem estimados, os quais, segundo Campbell, Loe Mackinlay (1997), devem ser calculados fora da janela de evento, visando evitar influências em seu desempenho normal;

$$\sum_{s=0}^{nt-1} \varepsilon_{i,n_t} = \text{resíduo para o período } t.$$

C) Calculo da 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 usar mais de um teste paramétrico como sugerido por MacKinlay (1997).

Camargos e Barbosa (2006) concluem que da equação de calculo dos retornos anormais, tem-se que o evento será significativo, ou seja, terá impacto no comportamento do retorno, se o RA_{i,n_t} é estatisticamente significativo. Os testes de hipótese a que serão realizados estão fundamentados no princípio do evento ser, ou não, capaz de causar afeito nos preços. Desta forma, tem-se a seguinte hipótese a ser testada: H_a o evento **não** provoca impacto no comportamento dos preços uma vez que o retorno, com ou sem a informação, é o mesmo ($RA_{i,n_t} = \text{Zero}$).

Preliminarmente, para toda a amostra foi dado o tratamento de exclusão de dez por cento de dados *outliers* da janela de estimação. Em seguida foram conduzidos testes de normalidade *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* que tem como objetivo verificar se as variáveis apresentam distribuição normal. De acordo com o resultado do teste de normalidade, o teste de média mais indicado (T de Student para variáveis normais e o teste de sinais (*sign*

rank test) de Wilcoxon para variáveis não normais) será aplicado. A hipótese testada, ao nível de significância será de 10%. E para testar a colinearidade o teste de correlação de Pearson e para testar os efeitos de auto correlação foi utilizado o teste de regressão de Durbin-Watson. Os resultados dos parâmetros do modelo de mercado utilizados no cálculo do retorno esperado estão apresentados no apêndice 4 e os testes dos pressupostos estatísticos estão apresentados no apêndice 2. Após serão feitos os testes para amostras independentes e por fim o teste t adaptado de Masulis (1980) com a seguinte formula:

$$t = \frac{(R_c - R_e)}{\sqrt{\frac{(T_c - 1)S_c^2 + (T_e - 1)S_e^2}{(T_c + T_e - 2)} \times \left(\frac{1}{T_c} + \frac{1}{T_e} \right)}}$$

Onde:

R_c = média dos retornos anormais médios no período de estimação;

R_e = média dos retornos anormais médios na janela do evento;

T_c = quantidade de retornos anormais médios no período de estimação;

T_e = quantidade de retornos anormais médios na janela do evento;

S_c^2 = desvio-padrão dos retornos anormais médios no período de estimação;

S_e^2 = desvio-padrão dos retornos anormais médios na janela do evento;

3ª Etapa: Teste de diferença de médias para os retornos anormais:

Para testar se os retornos anormais são significativamente diferentes do retorno esperado, foi utilizado o teste de *One-sample t-test* para amostra com distribuição normal. O teste compreende a análise de se o retorno anormal na data do evento foi significativamente diferente dos retornos do período pós-evento.

A hipótese testada foi:

H_0 : Não há impacto nos preços das ações na janela dos eventos obrigatórios e voluntários.

4ª Etapa: Teste de Proporções (χ^2 Qui-quadrado):

O teste consiste na análise do número de eventos relevantes em relação a determinadas características (natureza da republicação; momento de republicação; e tipo de erro). O teste será utilizado para as seguintes análises:

H_c: Não há diferença significativa na proporção de eventos relevantes (com RA) de republicação das demonstrações contábeis obrigatórias e voluntárias.

H_d: Não há diferença significativa entre os tipos de republicação das demonstrações contábeis obrigatórias e voluntárias antes ou depois da implementação das normas internacionais.

H_e: Não há diferença significativa na proporção entre as demonstrações de natureza diferentes antes e depois da implementação das normas internacionais.

3. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nessa seção são apontados os resultados da avaliação do estudo de evento no processo de republicação das demonstrações contábeis.

3.1. Descrição dos eventos de republicação de demonstrações contábeis analisados

A quantidade de eventos com dados disponíveis para o estudo está presente na tabela 3, incluindo os valores do número de ações com negociações dentro do período.

Tabela 3: Tamanho da amostra

Quantidade de eventos segmentados por tipo de republicação das demonstrações contábeis

Natureza	Com dados (1)	Total	%	Republicações Obrigatórias	Republicações Voluntárias	Total
Classificação	27	61	44,26	4	23	27
Mensuração	6	11	54,55	0	6	6
Reconhecimento	16	40	40,00	2	14	16
Total	49	112	43,75	6	43	49

Nota: (1) Não foram selecionadas as ações que tinham mais do que cinco dias consecutivos sem negociação. (2) Para as empresas¹ com ações ordinárias e preferenciais foram selecionadas para análise as ações com maior liquidez. (3) Foram analisadas as ações do tipo ordinária e preferencial.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

¹ Vide Apêndice 1 com a quantidade de empresas estudadas.

Com relação à quantidade de ações das empresas com republicações das demonstrações contábeis que fizeram parte a amostra, somente quarenta e nove puderam ser estudadas, por terem quantidade mínima de negócios para que a janela de evento pudesse ser testada. Deste grupo cinco empresas tiveram mais de um evento, sendo todas no grupo das republicações de demonstrações contábeis voluntárias.

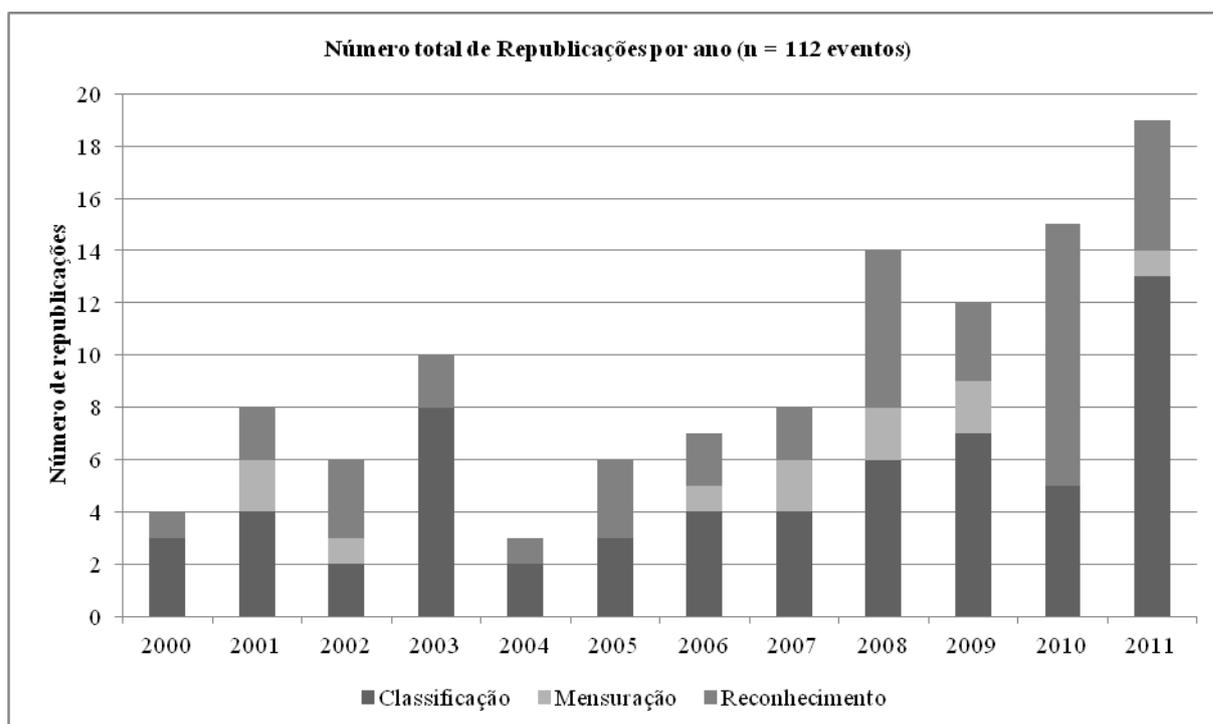
O grupo de empresas com republicações obrigatórias por motivos de mensuração não obteve nenhuma ocorrência de refazimento, enquanto que o grupo de reconhecimento das republicações representa cerca de um terço das empresas contra outros dois terços do grupo de classificação.

O grupo das demonstrações contábeis republicadas voluntariamente corresponde a aproximadamente 89,5% do total da amostra, e o erro mais comum entre os motivos de refazimento é classificação com de 47,4% dos eventos estudados.

Observa-se que o número final de eventos obrigatórios de refazimento exigidos pela CVM foi aproximadamente 10% do total de eventos obrigatórios, em razão, da falta de informação pelas empresas ou por apresentar mais do que cinco dias consecutivos sem negociação.

O gráfico 1 demonstra a evolução do número de republicações no período de 2000 a 2011.

Gráfico 1– Número total de Republicações por ano no período de 2000 a 2010.



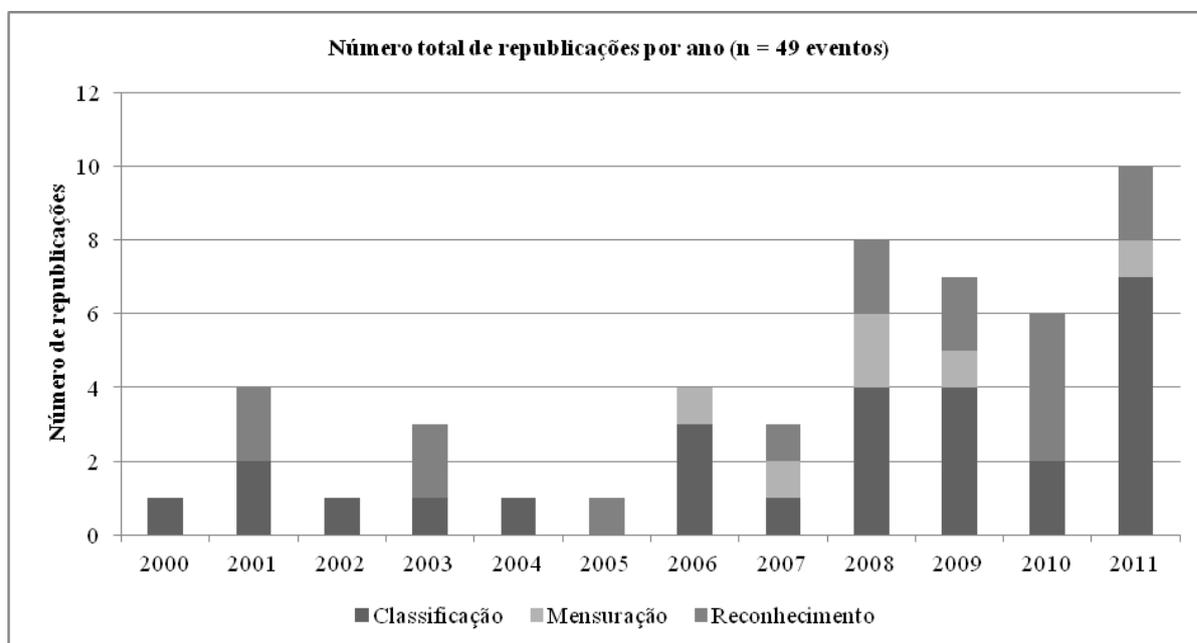
Nota: (1) Inclui republicações voluntárias e obrigatórias. (2) O número de rerepresentações das demonstrações contábeis 112 eventos para 80 empresas. (3) Não inclui eventos de republicação por erros na categoria evidencição.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

O número de republicações a partir de 2003 manteve uma tendência de crescimento ano após anos, os eventos de mensuração foram poucos, sendo em média 0,92 republicações por ano. Nos anos de 2002, 2007, 2008 e 2009 ocorreu o maior número de republicações, por mensuração, totalizando dois eventos por ano. Poucos eventos também ocorreram para reconhecimento, com uma média de 3,33 por ano. O ano de 2010 apresentou o maior número de ocorrências de republicações por reconhecimento, totalizando dez eventos. Para classificação também foram encontrados pouco eventos, sendo em média 5,08 eventos por ano. E no ano de 2011 foi registrado o maior número de eventos de republicação por classificação, totalizando treze eventos.

Ainda no gráfico 1 observa-se que o único evento que ocorreu em todos os anos foi as republicações das demonstrações contábeis por motivo de classificação, que não teve uma frequência inferior a duas vezes por ano. No ano de 2002, somente houve republicações por este motivo, demonstrando que classificação é o mais frequente dentro os eventos classificados neste estudo.

Gráfico 2 – Número total de republicações por ano no período de 2000 a 2011 com dados para o estudo de evento.



Nota: (1) Inclui republicações voluntárias e obrigatórias. (2) O número de reapresentações para classificação é de 29, para mensuração 6 e reconhecimento 20.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

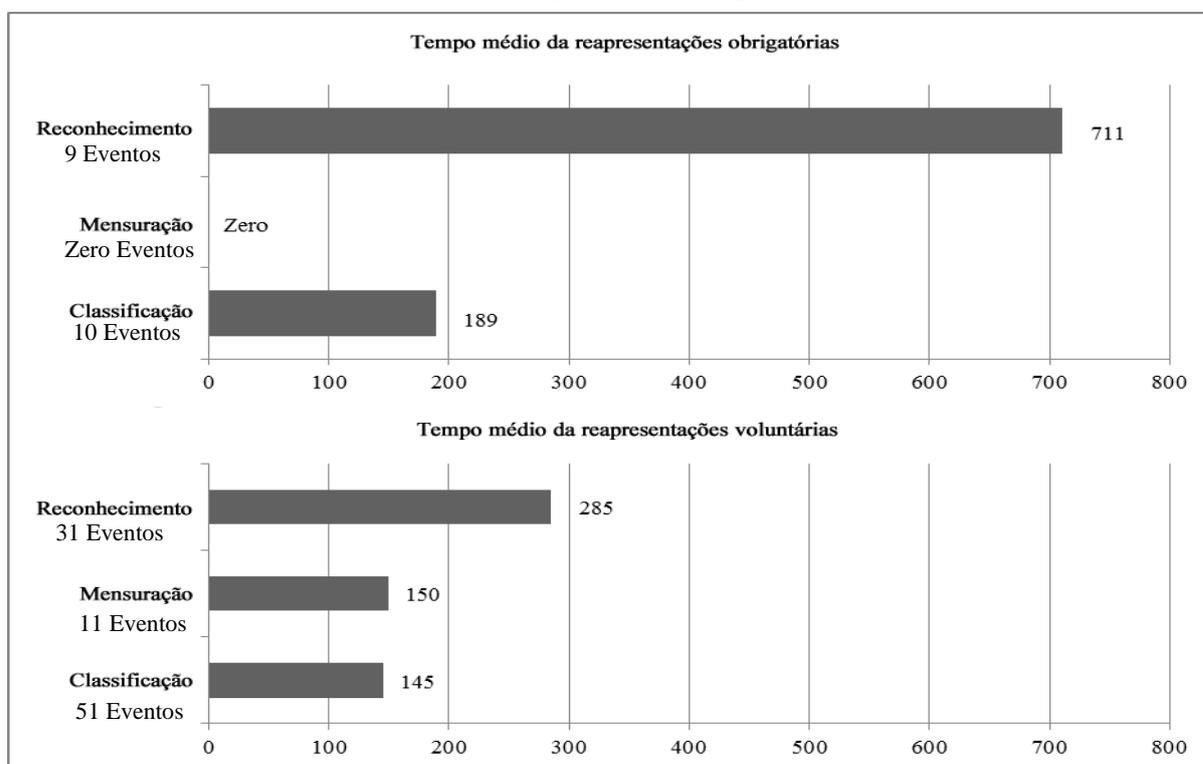
No gráfico 2 constatou-se que apenas 49,11% dos casos classificados dentro dos três motivos selecionados para o estudo, negociaram suas ações, com os requisitos mínimos para aplicação dos testes, dentro do período escolhido.

O número de eventos de republicação por classificação teve uma média anual de 2,42, apresentando um crescimento acentuado no ano de 2011 com nove republicações. Os eventos envolvendo mensuração, com número reduzido de observações obteve média anual de 0,50 eventos por anos, com um pico de dois eventos no ano de 2008. Para os eventos de reconhecimento, verifica-se um crescimento a partir de 2007, obtendo uma média de 1,67 eventos por ano e com um máximo de cinco eventos no ano de 2008.

O gráfico 2 apresenta uma constância nas republicações de empresas com negócios de ações até o ano de 2007, com uma média de 2,25 eventos por anos. A partir de 2008 apresenta um crescimento forte do número de republicações com uma nova média de 9,25 eventos por anos e uma máxima de 13 eventos em 2011.

O gráfico 3 mostra o tempo médio de republicação das demonstrações contábeis com base nos tipos de erro, segmentados por eventos obrigatórios e voluntários.

Gráfico 3: Tempo médio de republicação das demonstrações contábeis obrigatórias (vide total de eventos na tabela 2).



Notas: (1) O valor do tempo médio é dado em dias corridos. (2) Uma das empresas do setor de papel e celulose teve no período estudado um total de 3 republicações em 2002 e 2003 com média de 1104 dias. (3) Uma empresa do setor industrial de máquinas pesada apresentou em dois dias seguidos um grupo de 4 rerepresentações um dois anos diferentes de referência.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

O grupo de Reconhecimento tem um número médio de dias superior aos demais, tanto para as republicações obrigatórias quanto pelas voluntárias. O tempo médio encontrado para as republicações voluntárias foi de 193,3 dias.

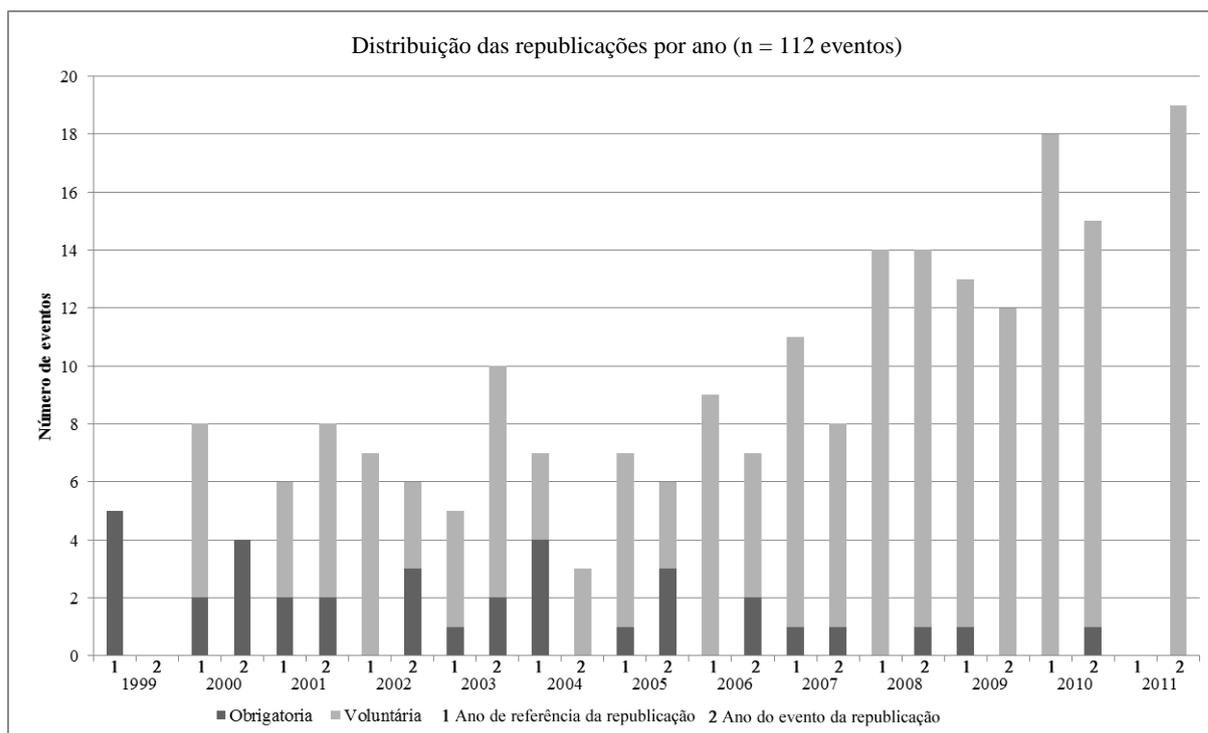
Para o grupo das demonstrações republicadas por exigência da CVM, o motivo de reconhecimento apresentou em média um prazo três vezes maior que o motivo de classificação. Não havendo como comparar com o grupo de mensuração porque este não apresentou nenhum evento em empresa com negócios de ações na data da republicação.

A média observada para o motivo classificação é compatível com o grupo das republicações voluntárias, mas com diferença de -30,35% em comparação a média das republicações por classificação.

O grupo de republicações por reconhecimento foi constituído por um total de quarenta eventos, dos quais dezessete tem mais de trezentos e oitenta (380) dias e um dos eventos passa dos mil e setecentos (1700) dias da republicação referente em relação a publicação da demonstração. Com relação às publicações obrigatórias deste grupo de nove eventos somente um não tem menos de trezentos e noventa (390) dias, caracterizando uma tendência de ser um erro de demora significativamente para ser corrigido com a republicação das demonstrações contábeis, possivelmente em razão do questionamento das empresas junta a CVM sobre a adequação de exigência de republicação.

No gráfico a seguir apresente-se o número total de republicações nos período de 2000 a 2011 segregados entre voluntárias e obrigatórias para o ano de referência da demonstração.

Gráfico 4: Número de republicações segmentada por ano e natureza



Nota: (1) Os eventos foram selecionados baseado na data da republicação da demonstração contábil, dessa forma não há dados para o ano de 1999 para ano do evento de republicação.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

O gráfico mostra uma tendência de redução do número do número de republicações obrigatórias e um crescimento das republicações voluntárias a partir do ano de 2003. Levando-se em consideração o crescimento natural do mercado brasileiro e a entrada de novas empresas internacionais em nosso mercado financeiro, é natural, estatisticamente, que haja um crescimento proporcionalmente ao número absoluto de erros em publicação e sua subsequente republicação, tanto voluntárias quanto obrigatórias por exigência da CVM.

Há de se observar também que o início da vigência das normas internacionais a partir do ano de 2008, sendo que um foi garantido um espaço de dois anos (2008 e 2009), de período de transição, para que as empresas brasileiras pudessem se preparar enquanto que o órgão regulador traduzia e aprovava as novas regras. Toda nova regra tem um tempo de adaptação e aprendizado, o que explica o aumento das republicações voluntárias nesse período.

3.2. Resultado do Estudo de Evento

Nesta sessão serão apresentados os resultado do estudo.

3.2.1. Análise global de todos os eventos

A tabela 4 apresenta os resultados dos testes de diferença de média independentes para cada dia da janela do estudo¹.

Tabela 4: Teste de diferença de médias para amostras independentes

Dia	Variâncias	F	sig	t	Sig. (2-tailed)
-3	Igual	45,548	0,000	-0,091	0,928
	Desigual			-0,091	0,928
-2	Igual	39,057	0,000	-1,072	0,287
	Desigual			-1,072	0,289
-1	Igual	40,519	0,000	-0,631	0,53
	Desigual			-0,631	0,531
ZERO	Igual	28,215	0,000	0,396	0,693
	Desigual			0,396	0,694
1	Igual	36,099	0,000	0,216	0,829
	Desigual			0,216	0,83
2	Igual	25,226	0,000	-0,194	0,847
	Desigual			-0,194	0,847
3	Igual	21,593	0,000	-0,444	0,658
	Desigual			-0,444	0,659

Notas: (1) O número de eventos testados é de 49. (2) Todos os eventos testados apresentam distribuição normal vide anexo 2.

A primeira etapa do estudo compreendeu a estimação dos coeficientes do modelo de mercado para calculo do retorno anormal. Os coeficientes apurados estão apresentados no apêndice 2². Destaca-se que em todos os eventos estudados, observou-se que o coeficiente beta é estatisticamente significativo, mostrando que o modelo é apropriado para estimação do retorno anormal.

Os resultados estatísticos para as diferenças de médias, apresentados na tabela 4 não permitem rejeitar a hipótese nula, mostrando que os retornos anormais encontrados nos dados

¹ O teste de diferença de médias independentes foi aplicado para um todos os dias com uma quantidade de observações total de 343. O resultado deste teste para variâncias desiguais (F=226,236, sig=0,000), foi de t = -0,645 e sig. (2-tailed) = 0,513.

² Segundo Santos e Fontes (2006), os betas podem ser influenciados pelo modo como o processo de estimação é realizado. Para tanto, é fundamental escolher corretamente o índice de mercado, o intervalo de tempo e a frequência dos dados a serem utilizados.

estudados, não são significativamente diferentes dos retornos anormais esperados para a amostra. Os resultados parciais demonstram que as republicações das demonstrações, tanto obrigatórias quanto voluntárias, quando analisadas em conjunto, não geram retornos anormais estatisticamente significativos em cada um dos dias da janela de evento¹.

A tabela 5 apresenta o resultado do teste t adaptado por Masulis (1980).²

Tabela 5: Resultado para o teste de Masulis

Entre os dias -90 e -4		Entre os dias +4 e +30	
t	sig	t	sig
2,084	10%	2,107	10%

Notas: (1) O número de dias corridos para a janela de estimação é de 76 e para a janela de evento é de 7 e para a janela de comparação é de 27. (2) Foi usado o valor de $T_c + T_e - 2$ graus de liberdade. (3) Todos os eventos testados tinham amostras normais vide anexos 1 e 2.

Para o teste de Masulis foram utilizados a janela de estimação e a janela de evento como apresentados na figura 1. Os resultados apresentados na tabela 5 permitem rejeitar a hipótese nula, mostrando que os retornos anormais encontrados nos dados estudados, podem ser significativamente diferentes dos retornos anormais esperados para a amostra, contrariando os valores apresentados na tabela 4. Tanto para a janela de estimação quanto para o período de comparação a significância do modelo se manteve.

Como pode ser observado o resultado da análise considerando o retorno anormal de todos os eventos de republicação, tanto voluntários quanto obrigatórios, para todos os dias da janela de evento, em comparação com os retornos anormais apurados tanto na janela de estimação quanto na janela de comparação, demonstram que os eventos estudados podem ter provocado impacto nos preços das ações no período estudado.

Destaca-se que não é incomum o resultado do teste de Masulis apresentar resultados diferentes da análise para cada um dos dias da janela do evento.

Considera-se que os resultados do teste de Masulis (1980) é mais robusto, e aprofundado, na medida em que são considerados os efeitos totais da janela de eventos em relação às janelas de comparação e estimação.

¹ Estes resultados partem do princípio que todos os eventos têm uma mesma natureza.

² De acordo com Gratz (2011) o teste t adaptado de Masulis (1980) tem a mesma funcionalidade dos testes utilizados para amostras casadas, sendo que, aceita aplicação em amostras de tamanhos diferentes.

3.2.2. Análise individualizada da significância das eventos

O resultado para cada um dos eventos estudados está sumarizado na tabela 6:

Tabela 6: Resultado do teste de diferença de médias para o RA no dia zero por natureza e tipo.

Painel 1: Número de eventos relevantes¹ por natureza

	Número de eventos relevantes	Número de eventos não relevantes	Número total de eventos analisadas	Teste χ^2
Classificação	16	11	27	31,720 ^a
Mensuração	4	2	6	0,000*
Reconhecimento	11	5	16	
Total	31	18	49	

Painel 2: Número de eventos relevantes por tipo

	Número de eventos relevantes	Número de eventos não relevantes	Número total de eventos analisadas	Teste χ^2
Obrigatório	4	2	6	32,456 ^b
Voluntário	27	16	43	0,000*
Total	31	18	49	

Painel 3: Segregação pela relevância dos eventos em cada período

	Relevante	Não relevante	Total	Teste χ^2
Antes	11	7	18	30,593 ^c
Depois	20	11	31	0,000*
Total	31	18	49	

Notas: (1) o evento é considerado relevante na data zero quando apresenta uma diferença estatisticamente significativa em relação aos dados da janela de comparação. Vide apêndice com detalhamento dos resultados estatísticos. (2) Para todos os testes foi aplicado a correção de continuidade de Yates, pois o valor esperado de uma célula foi inferior a: ^a 1,84. ^b 0,49. ^c 2,96. ^d 0,33. ^e 4,04 (3) * Significante a 1%.

Como proposto, agrupou-se os teste de republicação por natureza porque a complexidade e diversidade das motivações para republicar são muito variadas, e cada item pode ser observado separadamente. Para tanto, como especificado foram rodados os teste de média para os eventos reagrupados tanto por natureza do motivo do erro justificado para a republicação, quanto por tipo de republicação (por exigência ou de forma voluntária).

Para o grupo de ações negociadas das empresas classificadas por erros de natureza de Classificação em dezesseis das vinte e sete ações, os dados da análise mostram que não há evidências para se aceitar H_a , mostrando que existe diferença significativa entre as médias do dia Zero da janela do evento e a janela de comparação. Para o grupo Mensuração foram

quatro dos seis eventos que apresentaram evidências para se rejeitar a H_a . Com o grupo de Reconhecimento dos dezesseis eventos analisados no período, onze apresentaram evidências para se rejeitar a H_a .

De todas as ações analisadas observou-se que aproximadamente 64,8% das ações negociadas no período, foram significativamente afetadas pelo evento da republicação das demonstrações contábeis. A natureza como menor índice foi Classificação com um percentual inferior a 60,0%, reduzindo a média do grupo.

Para o grupo dos eventos segmentados por tipo, verifica-se que há um equilíbrio entre as republicações das demonstrações voluntárias quando analisadas por sua relevância, com uma divisão quase de 50% para 43 eventos, sendo que a diferença de um evento é para o grupo de não relevantes. Enquanto que para as republicações obrigatórias e diferença encontra-se com 66,67% de eventos relevantes contra 33,33% dos eventos não sendo relevantes.

Dos eventos analisados aproximadamente 63,64% assumiram que existem diferenças significativas entre os retornos do dia Zero da janela de evento em confrontação com a janela de comparação em contrariedade ao teste para todos os eventos agrupados como um.

Os valores resultantes da análise por natureza do RA mostram que não existem diferenças significativas entre os grupos de Classificação, Mensuração e Reconhecimento porque apresentaram diferença inferior a 1,0% em média, com destaque para a diferença entre Mensuração e Reconhecimento que ficou com uma diferença inferior a 0,01%.

Observa-se que os valores da análise podem mostrar que existe diferença, com valores positivos, entre as médias dos retornos anormais dos eventos relevantes testados com relação a antes e depois da implementação das normais internacionais e o mesmo ocorre com o valor acumulado dos retornos anormais com dados negativos para antes e depois da implementação das normais.

Quanto aos testes de proporção χ^2 Qui-quadrado observou-se que os dados estudados não apresentam evidências para de rejeitar as hipóteses H_c , H_d e H_e . Mostrando evidência de que há diferença significativa na proporção de eventos relevantes (com RA) de republicação das demonstrações contábeis obrigatórias e voluntárias. E que existe evidências de diferença significativa entre os tipos de republicação das demonstrações contábeis voluntárias antes ou depois da implementação das normais internacionais. E que deve haver diferença significativa na proporção entre as demonstrações de natureza diferentes antes e depois da implementação das normais internacionais.

3.2.3. Análise qualitativa dos dados

A tabela 7 apresenta um resumo dos valores para o retorno anormal (RA) e retorno anormal acumulado (CAR) para as ações negociadas das empresas estudadas, segmentados por natureza e tipo. A tabela 7 mostra também a variação do distanciamento dos retornos anormais e retornos anormais acumulados em torno do zero.

Tabela 7: Valor médio do RA e CAR das empresas analisadas.

Painel 1: RA médio e CAR médio por natureza

Natureza	RA	CAR	N
Classificação	0,0080	-0,0234	27
Mensuração	-0,0004	0,0348	6
Reconhecimento	0,0006	-0,0001	16
Total	0,0027	0,0038	49

Painel 2: RA médio e CAR médio por natureza de republicação

Tipo	RA	CAR	N
Obrigatório	0,0355	-0,0633	6
Voluntário	0,0003	-0,0010	43
Total	0,0179	-0,0322	49

Painel 3: RA médio e CAR médio por tamanho do efeito dos eventos

Efeito	N RA	RA médio	N CAR	CAR médio
> do que 5,0%	4	0,106	15	0,103
Entre 2,5% e 5,0%	10	0,037	5	0,046
Entre 2,5% e -2,5%	28	-0,004	12	0,008
Entre -2,5% e -5,0%	4	-0,037	5	-0,037
< do que -5,0%	3	-0,067	12	-0,154
	49	0,007	49	-0,007

Notas: (1) RA é o valor encontrado para o dia Zero do evento. (2) O CAR é o valor acumulado da janela de evento de sete dias. (3) O total das colunas RA e CAR é a média simples de todos os valores. (4) Quantidade de evento obrigatórios estudados foi de 6 e a quantidade de eventos voluntários estudados foi de 43.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Pode-se observar que o RA no dia zero está muito próximo de zero para os três tipos diferentes de natureza de republicação e também que o CAR, na janela de evento foi 2,3% negativo para o item classificação e 3,5% positivo para mensuração.

Os resultados mostram que somente o grupo de Mensuração apresenta valores média para o RA negativos, mas a mesma natureza apresenta um aumento significativo quando comparado com o CAR, subindo de -0,04% do RA para 3,48% do CAR. Os valores observados para a natureza de Reconhecimento e Classificação apresentam uma

movimentação diferença entre as médias de RA e CAR, passando de um valor positivo no RA a um valor negativo do CAR.

Tanto para o RA no dia do evento no dia do evento, quanto o CAR na janela do evento, apresentam valores maiores para os eventos obrigatórios quando comparados com os valores dos eventos voluntários. Destaca-se que em ambos os casos foi negativo.

O painel 3 permite constatar que os eventos estão concentrados próximos ao retorno zero, no entanto diversos eventos de republicação de balanços apresentam retornos positivos superiores a 2,5% tanto para o RA quanto para o CAR, sendo 14 eventos para o RA e 19 eventos para o CAR.

Os resultados para os tipos, obrigatório e voluntário, de republicação têm médias distintas de Retorno Anormal, porém deve ser observado que o número de eventos voluntários estudados é aproximadamente nove vezes superior ao número de eventos obrigatórios. A média para ambos é positiva, mas o CAR do tipo obrigatório das demonstrações contábeis tem valor negativo em sua média. Apontando para a possibilidade de haver diferença entre os tipos de republicação das demonstrações quando feitas por exigência do órgão regulador e quando voluntárias, com valor da diferença superior a 3,5% para o RA e superior a 6,2% para o CAR.

Se observados separadamente os grupo com retornos anormais positivos e negativos os grupos estão balanceados com quantidade de dezessete tanto para valores positivos acima de 2,5% quanto para negativos abaixo de -2,5% para o CAR. Enquanto que se observado o RA da janela do evento os valores positivos acima de 2,5% serão quatorze contra apenas sete para os valores negativos abaixo dos -2,5%.

A maior parte das médias dos retornos anormais cerca de 85,71% está distribuída na faixa entre 5% e -2,5%, sendo que aproximadamente 57,14% está próximo a zero entre os valores +2,5% e -2,5%. Conclui-se que os retornos anormais observados estão próximos a média.

Tabela 8: Análise do teste de diferença de médias para o RA no dia zero antes e depois da mudança da norma.

Painel 1: Segregação dos eventos por natureza em cada período

	Classificação		Mensuração		Reconhecimento		Total
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	
Relevante	8	8	1	3	2	9	31
Não relevante	2	9	1	1	4	1	18
Total	10	17	2	4	6	10	49

Painel 2: Segregados por tipo e natureza da republicação

Natureza	Voluntárias		Obrigatórias		Total
	Antes	Depois	Antes	Depois	
Classificação	10	14	2	1	27
Mensuração	3	3	0	0	6
Reconhecimento	4	9	3	0	16
Total	17	26	5	1	49

Nota: (1) O grupo mensuração não tem ocorrência de republicações por exigência da CVM. (2) Antes compreende o período entre 2000 e 2007. Depois compreende o período até 2011. (3) Dados com base no ano de referência da republicação da demonstração.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

Para o grupo de Classificação, das dezesseis ações com retorno anormal com diferença significativamente diferente da janela de comparação, oito se encontram no período pós-anúncio das normais internacionais e outras oito no período anterior a implementação, assim observa-se que 50% das ações foram negociadas sobre efeito do evento no período anterior a implementação das normais internacionais. Deve-se levar em conta que a quantidade de anos para o antes da implementação das normais internacionais é de oito anos. No grupo de Mensuração, das quatro ações verificadas com retorno anormal significativamente diferente das médias da janela de controle, 75,5% os eventos ocorreram no período pós-anúncio das normais internacionais (três eventos). E quanto ao grupo de ações vinculadas a natureza de Reconhecimento apresentou uma distribuição diferenciada das anteriores, com aproximadamente 81,82% dos eventos estudados impactados foram encontrados no período pós-implementação das normas internacionais.

Tabela 9: Valor médio do RA e CAR para os itens relevantes

Painel 3: Segregados por tipo da republicações

	Obrigatório		Voluntário	
	RA	CAR	RA	CAR
Relevante	0,044	-0,092	0,002	-0,013
Não relevante	0,020	-0,005	-0,006	-0,003
Total	0,032	-0,049	-0,002	-0,006

Painel 4: Segregados por significância das médias

	RA Médio		CAR Médio	
	Antes	Depois	Antes	Depois
Relevante	0,023	0,000	-0,033	-0,020
Não relevante	0,005	-0,005	-0,015	-0,020
Total	0,014	-0,003	-0,024	-0,020

Nota: (1) O grupo mensuração não tem ocorrência de republicações por exigência da CVM. (2) Antes compreende o período entre 2000 e 2007. Depois compreende o período até 2011. (3) Dados com base no ano de referência da republicação da demonstração.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

Pode-se também observar que a quantidade das republicações impactadas pelo evento de republicação é igual para antes e depois quando não segregados por nenhuma classificação, um característica do grande aumento de republicações no pós-implementação das normas internacionais, considerando-se que a quantidade de anos do antes é de oito e a quantidade do pós-implementação é quatro anos.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

Em relação a causa das republicações foram encontrados mais de 50% da amostra com erros dito banais, como erros de ortografia, erros de envio ao sistema entre outros. Foi observado que dos erros dito relevantes 80% eram por motivo de evidenciação, de forma que erros dito relevantes contabilmente são um grupo com menos de 20% da amostra.

A hipótese nula adotada foi de que não há reação do mercado de capitais quando há republicação das informações contábeis, sendo que, na amostra total testada, não foi encontrado evidências para rejeitar a hipótese nula. Quando analisado caso a caso foi encontrado para os eventos de natureza de Classificação, Mensuração e Reconhecimento apresentaram evidências de que deve-se rejeitar a hipótese nula. A análise gráfica em anexo apresentou os mesmos dados.

O estudo evidenciou que quando os dados estudados foram testados como um único grupo a H_a é aceita, mostrando os eventos observados sem distinção de natureza ou qualquer diferenciação entre eles, os retornos anormais encontrados não são significativamente diferente dos valores estimados para estes.

O estudo também evidenciou que existe diferença entre as médias dos retornos quando comparados os retornos das republicações das demonstrações por motivo de exigência de refazimento da CVM com as republicações voluntárias, com relevância estatística, o que evidência de se deve rejeitar a H_b , que considera que não há diferença significativa entre os tipos de republicação. A análise gráfica ilustrou que os dados apresentados para evidenciar H_b .

Da mesma forma o estudo encontrou evidências de que os hipóteses H_c , H_d e H_e devam ser rejeitadas, porque existe diferenças proporcionalmente entre as demonstrações relevantes e não relevante de diferentes naturezas analisadas pelo estudo.

Verificou-se também se existia evidências de diferença significativa entre as republicações das demonstrações contábeis antes e depois da implementação das normas internacionais, tanto para as republicações voluntárias quanto obrigatórias. O resultado aponta para que se rejeite H_0 porque existe uma diferença significativa entre as médias dos testes de evento para os períodos de antes e depois da implementação das normas internacionais.

O estudo contribuiu para aumentar o conhecimento sobre as republicações no Brasil e seus efeitos no mercado de valores imobiliário, para aumentar o conhecimento sobre estudo de evento e suas aplicações no meio acadêmico e para desenvolver a aplicação metodologias quantitativas com uso testes estatísticos a trabalhos científicos ligados a estudos de contabilidade.

O estudo possui limitações como descritas a seguir: (a) o número limitado de observações para alguns dos grupos era pequeno o que dificultou a análise dos resultados; (b) a informação divulgada pelas empresas da motivação que levou as republicações, tanto voluntárias quanto obrigatórias é imprecisa e incompleta ou até inexistente em muitos casos; (c) a coleta de dados foi em sua totalidade manual, o que pode ter gerado no momento da extração; (d) em alguns casos foram extraídos da amostra eventos que se sobreponham nas janelas de estimação, evento e comparação; (e) o estudo não levou em conta outros fatores que podem ter ocorrido no mesmo período e que podem ter influenciado nos resultados das negociações das ações estudados no período; (f) a classificação dos eventos partiu do juízo de valor dos pesquisadores, assim podem conter erros de classificação; (g) a limitação de tempo impediu que um estudo mais aprofundado dos motivos de republicação pudesse ser analisado com maior precisão; (h) Não foi possível localizar as datas em que a CVM emitiu o ofício de refazimento em quase todos os eventos; (i) Ausência de análise dos eventos de republicação pela natureza e Evidenciação.

Por fim, sugerem-se pesquisas futuras nos seguintes âmbitos: (a) replicar a pesquisa em datas futuras, objetivando verificar a tendência dos dados; (b) a replicação do estudo em datas futuras utilizando outros modelos de teste e comparação; e (d) pesquisar a relação, dentro do mercado brasileiro, entre a qualidade de informação contábil que vem sendo estudado e o seu nível de relevância.

REFERÊNCIAS

AMARAL, Neuton Aldecir de Lima. **Uma análise preliminar dos motivos da republicação (refazimento) das demonstrações contábeis no período de 2001 a 2004**. Florianópolis: Departamento de Ciências Contábeis, UFSC, 2004.

AQUINO, A. C. B.; CARDOSO R. L.. O Reconhecimento Contábil e as Teorias Contratuais da Firma. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 44, p. 32 - 38, abr./jun. 2009.

BARBOSA, Renato Cesar Ottoni. Os impactos da assimetria informacional no spread bancário. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA-USP, 11., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Fea-usp, 2008. p. 1 - 16. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/trabalhosPDF/724.pdf>>. Acesso em: 11 fev. 2012.

BELO, Neuza Maria; BRASIL, Haroldo Guimarães. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **Revista de Administração de Empresas**, Edição Especial Minas Gerais, p. 48-57. 2006.

CALLEN, Jeffrey L., LIVNAT, Joshua and SEGAL, Dan. Accounting Restatements: are They Always Bad News for Investors?. **Journal of Investing**, Forthcoming. November 10, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=840504>. Acesso em: 30 dez. 2011.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, p.41-55, 01 jan. 2003. Trimestral.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração Usp**, São Paulo, v. 41, n. 1, p.43-58, 01 jan. 2006. Trimestral.

CARVALHO, Luciano Ferreira; RIBEIRO, Kárem Cristina De Sousa. Teste de Previsibilidades de Retornos de ações que Compõem o IGC. In: SEMEAD, 11., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2008. p. 1 - 15.

CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria. **Análise Multivariada**: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia. São Paulo: Atlas, 2007. 541 p.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; SANTIAGO, Wagner de Paulo. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade**, São Caetano do Sul, v. 25, n. 75, p.45-56, 01 set. 2009. Quadrimestral.

GRATZ, Deborah de Souza Neves. **Análise comparativa dos modelos de cálculo dos retornos anormais utilizando o evento recompra de ações na Bovespa**. Rio de Janeiro: Departamento de Ciências Contábeis-MCC, UERJ, 2011.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2010.

LAMOUNIER, W. M. e NOGUEIRA, E. M. **Estudo de Eventos: procedimentos e Estudos Empíricos**. Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG.

<http://www.researchgate.net/publication/228671511_Estudo_de_Eventos_procedimentos_e_estudos_empiricos>. Acesso em: 15 jan. 2012

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. In: 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: 09 jan. 2012.

MALKIEL, Burton G.. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. **CEPS: Working Paper**, New Jersey, n. 91, p.1-47, 1 abr. 2003. Disponível em:

<<http://www.vixek.com/Efficient%20Market%20Hypothesis%20and%20its%20Critics%20-%20Malkiel.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2012.

MASULIS, Ronald W. The effect of capital structure change on security prices: a study on exchange offers. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 2, p. 139-178, June 1980.

MUSSA et al. Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF Pesquisa**, v.11, n.1, p.05-17, 2008.

NETTO, Fádua Helou; PEREIRA, Clesia Camilo. Impacto da republicação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 7, n. 14, p.29-50, 07 jan. 2011. Semestral.

OLIVEIRA, Alexandre Silva de; LOPES, Luis Felipe Dias. Mensuração do preço das ações no mercado financeiro nacional. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9. São Paulo. **Anais...**São Paulo: Fipecafi, 2009. p. 1 - 15.

PRUX JÚNIOR, Jaime Luiz. **A assimetria informacional e precificação das ações das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996. 1998**. Porto Alegre: UFRGS, 1998.

SALVI, Andrea. **A relação do retorno das ações com o EVA®, com o lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais: um estudo empírico aplicado às empresas brasileiras de capital aberto. 2007**. Ribeirão Preto: Curso de Contabilidade, Departamento de Contabilidade, USP, 2007.

SANTOS, José Odálio dos; SANTOS, José Augusto Rodrigues Dos. Mercado de capitais: racionalidade versus emoção. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 16, n. 37, p.103-110, 01 jan. 2005. Quadrimestral.

SANTOS, José Odálio dos; FONTES, Ricardo José da Silva. Análise da Relação entre o Coeficiente Beta, o Índice de Alavancagem D/E e a Taxa de Retorno de Ações Ordinária de

uma Amostra de Empresas listadas no Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. spe2, p. 56-74, 01 Dez. 2006. Quadrimestral.

SARLO NETO, Alfredo et al. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 16, n. 37, p.46-58, 01 jan. 2005. Quadrimestral.

APÊNDICE A - TAMANHO DA AMOSTRA

Painel 1: Quantidade de empresas segmentada por tipo de republicação das demonstrações contábeis

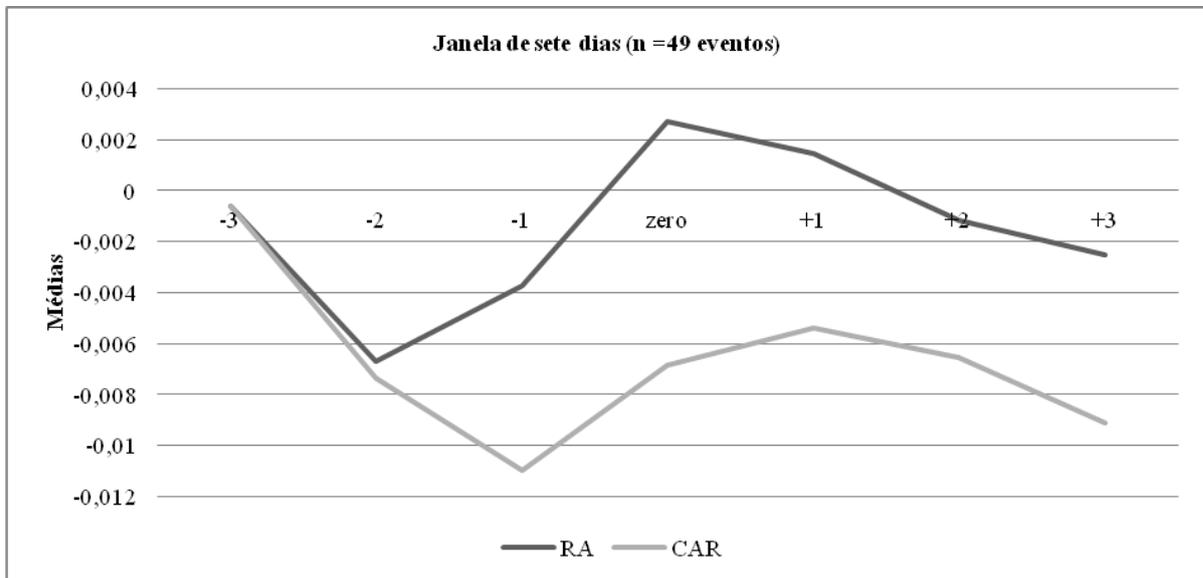
Natureza	Com dados (1)	Total	%	Republicações Obrigatórias	Republicações Voluntárias	Total
Classificação	24	53	45,28	4	20	24
Mensuração	6	11	54,55	0	6	6
Reconhecimento	15	28	57,14	2	13	15
Total	45	92	48,91	6	39	45

Nota: (1) O número de eventos pode incluir mais de uma republicação por empresa. (2) Cada evento pode ter mais de uma ação negociada no período. (3) Não foram selecionadas as ações que tinham mais do que cinco dias consecutivos sem negociação. (4) Foram analisadas as ações do tipo ordinária e preferencial.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

APÊNDICE B – GRÁFICO DA MÉDIA DAS MÉDIAS DA JANELA DE EVENTO

Gráfico 1: Média dos Retornos Anormais e Retornos normais acumulados.



Fonte: Elaborado pelo auto.

APÊNDICE C – TESTES DE MÉDIA

Tabela 1 – Resultados dos testes das médias do RA com relação a janela de comparação

Painel 1: Grupo de classificado por erros de Mensuração

FIRMA	Tipo da Ação	Ano Referência	Data do evento	RA na Data Zero	RA na janela de comparação			Significância
					Média	Desvio Padrão	t	
1	PN	2005	11/04/2006	-0,008	0,004	0,031	1,997	0,057
2	PN	2006	02/04/2007	0,009	0,009	0,057	0,872	0,392
3	PN	2008	31/03/2009	0,057	0,000	0,031	-9,545	0,000
4	PN	2010	12/04/2011	-0,012	-0,014	0,019	-0,438	0,666
5	ON	2007	08/04/2008	0,020	0,001	0,033	-2,783	0,010
6	ON	2007	19/03/2008	-0,055	0,009	0,022	14,619	0,000

Painel 2: Grupo de classificado por erros de Reconhecimento

FIRMA	Tipo da Ação	Ano Referência	Data do evento	RA na Data Zero	RA na janela de comparação			Significância
					Média	Desvio Padrão	t	
7	PN	2010	30/03/2011	0,031	-0,002	0,018	-9,303	0,000
8	ON	2000	06/04/2001	0,041	0,040	0,081	-0,070	0,945
9	PN	2009	22/03/2010	0,028	-0,005	0,035	-4,905	0,000
10	PN	2005/06	26/03/2008	-0,039	0,002	0,055	3,734	0,001
11	PN	2001	09/04/2003	0,007	0,004	0,042	-0,402	0,691
12	PN	2000	09/04/2001	-0,020	0,025	0,156	1,472	0,153
13	ON	2006	29/06/2007	0,042	0,003	0,037	-5,430	0,000
14	ON	2008	28/01/2010	0,037	0,001	0,014	-13,304	0,000
15	PN	2001	12/02/2003	0,025	0,047	0,087	1,264	0,218
16	PN	2008	07/12/2009	0,018	0,004	0,020	-3,607	0,001
17	ON	2006	16/01/2008	-0,102	-0,004	0,059	8,505	0,000
18	ON	2010	29/04/2011	-0,004	-0,017	0,023	-2,803	0,010
19	PN	2010	04/03/2011	-0,013	-0,011	0,014	0,744	0,464
20	ON	2009	31/03/2010	-0,057	-0,008	0,027	9,297	0,000
21	ON	2010	29/12/2010	0,025	-0,011	0,029	-6,396	0,000
22	PN	2004	28/05/2005	-0,024	-0,010	0,034	2,096	0,046

PAINEL 3: Grupo de classificado por erros de Classificação

FIRMA	Tipo da Ação	Ano Referência	Data do evento	RA na Data Zero	RA na janela de comparação			Significância
					Média	Desvio Padrão	t	
23	ON	2001	01/04/2003	-0,016	0,041	0,061	4,768	0,000
24	ON	2001	11/04/2002	0,043	-0,023	0,055	-6,211	0,000
25	ON	2010	08/04/2011	0,006	0,000	0,026	-1,240	0,227
26	ON	2005	28/04/2006	0,019	-0,011	0,042	-3,678	0,001
27	ON	2009	20/01/2011	-0,015	-0,002	0,030	2,346	0,027
28	ON	2010	21/01/2011	-0,006	0,000	0,026	1,127	0,270
29	PN	2008	20/08/2009	-0,001	-0,005	0,043	-0,448	0,658
30	PN	2000	18/04/2001	-0,008	0,019	0,044	3,092	0,005
31	ON	2000	11/05/2001	-0,046	0,007	0,023	11,734	0,000
32	ON	2007	06/05/2008	-0,018	0,014	0,050	3,265	0,003
33	ON	2008	18/03/2009	0,041	0,005	0,025	-7,422	0,000
34	PN	2008	31/03/2009	0,046	0,027	0,115	-0,847	0,405
35	PN	2010	12/04/2011	-0,027	-0,002	0,026	5,048	0,000
36	PN	2004	31/03/2006	0,037	0,013	0,055	-2,297	0,030
37	ON	2010	05/04/2011	0,005	-0,008	0,029	-2,274	0,032
38	PN	1999	12/07/2000	0,184	-0,026	0,041	-26,306	0,000
39	ON	2010	29/11/2011	-0,005	0,002	0,042	0,944	0,354
40	PN	2010	21/06/2011	-0,007	-0,012	0,027	-0,979	0,337
41	PN	2007	25/03/2008	-0,001	0,002	0,025	0,440	0,663
42	PN	2003	06/04/2004	-0,005	-0,005	0,048	-0,007	0,994
43	PN	2006	29/08/2007	0,031	-0,003	0,025	-7,005	0,000
44	PN	2008	20/03/2009	0,081	0,001	0,024	-16,765	0,000
45	PN	2007	15/07/2008	-0,051	-0,034	0,067	1,336	0,194
46	PN	2009	07/04/2010	0,000	0,007	0,031	1,096	0,283
47	PN	2009	16/11/2010	-0,013	0,002	0,019	3,719	0,001
48	ON	2010	04/03/2011	-0,013	0,004	0,028	3,141	0,004
49	PN	2005	09/03/2006	-0,015	-0,009	0,042	0,757	0,456

Nota: (1) A data do evento se refere ao dia zero da janela de evento. (2) Ano referência é o ano da publicação da demonstração contábil a que se refere a republicação. (3) Significância é o valor para o teste de diferença de média entre a janela de comparação e o evento na data zero.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

APÊNDICE D – TESTES DOS PRESSUPOSTOS DA REGRESSÃO.

Painel 1: Categoria - Mensuração

PAPEL	TIPO DA AÇÃO	DATA DE REFERÊNCIA	DATA DO EVENTO	Colineariedade		Autocorrelação	Normalidade			
				COEFICIENTE DE PEARSON			Durbin-Watson	RETORNO EVENTO	RETORNO EVENTO	RETORNO BOVESPA
				VALOR	SIG 10%	Z		SIG 10%	Z	SIG 10%
1	PN	2005	11/04/2006	0,702	0,000	1,107	0,675	0,753	0,641	0,806
2	PN	2006	02/04/2007	0,093	0,317	1,511	1,014	0,255	1,049	0,221
3	PN	2008	31/03/2009	0,275	0,003	1,216	0,610	0,851	0,354	1,000
4	PN	2010	12/04/2011	0,443	0,000	1,114	0,688	0,730	0,617	0,841
5	ON	2007	08/04/2008	0,403	0,000	0,898	0,862	0,447	0,627	0,827
6	ON	2007	19/03/2008	0,657	0,000	1,107	0,745	0,635	0,547	0,926

Painel 2: Categoria - Reconhecimento

PAPEL	TIPO DA AÇÃO	DATA DE REFERÊNCIA	DATA DO EVENTO	Colineariedade		Autocorrelação	Normalidade			
				COEFICIENTE DE PEARSON			Durbin-Watson	RETORNO EVENTO	RETORNO EVENTO	RETORNO BOVESPA
				VALOR	SIG 10%	Z		SIG 10%	Z	SIG 10%
7	PN	2010	30/03/2011	0,492	0,000	0,859	0,973	0,300	0,702	0,708
8	ON	2000	06/04/2001	0,157	0,089	1,278	1,201	0,112	0,865	0,443
9	PN	2009	22/03/2010	0,239	0,009	0,900	0,933	0,348	0,778	0,580
10	PN	2005	26/03/2008	-0,003	0,973	1,469	1,049	0,221	0,518	0,952
11	PN	2001	09/04/2003	0,494	0,000	1,163	1,897	0,001	0,865	0,443
12	PN	2000	09/04/2001	0,258	0,005	1,048	2,904	0,000	0,617	0,842
13	ON	2006	29/06/2007	0,537	0,000	1,072	0,750	0,627	1,231	0,097
14	ON	2008	28/01/2010	0,672	0,000	1,354	0,490	0,970	0,827	0,501
15	PN	2001	12/02/2003	0,260	0,004	1,125	0,990	0,281	0,728	0,664
16	PN	2008	07/12/2009	0,493	0,000	1,189	0,790	0,560	0,645	0,800
17	ON	2006	16/01/2008	0,466	0,000	0,893	1,134	0,153	0,885	0,414
18	ON	2010	29/04/2011	0,334	0,000	1,058	0,750	0,627	0,688	0,731
19	PN	2010	04/03/2011	0,688	0,000	0,781	0,605	0,857	0,885	0,414
20	ON	2009	31/03/2010	0,305	0,001	1,160	1,396	0,041	0,990	0,280
21	ON	2010	29/12/2010	0,548	0,000	1,224	0,894	0,401	0,751	0,626
22	PN	2004	28/05/2005	0,765	0,000	1,048	0,434	0,992	0,537	0,935

Painel 3: Categoria - Classificação

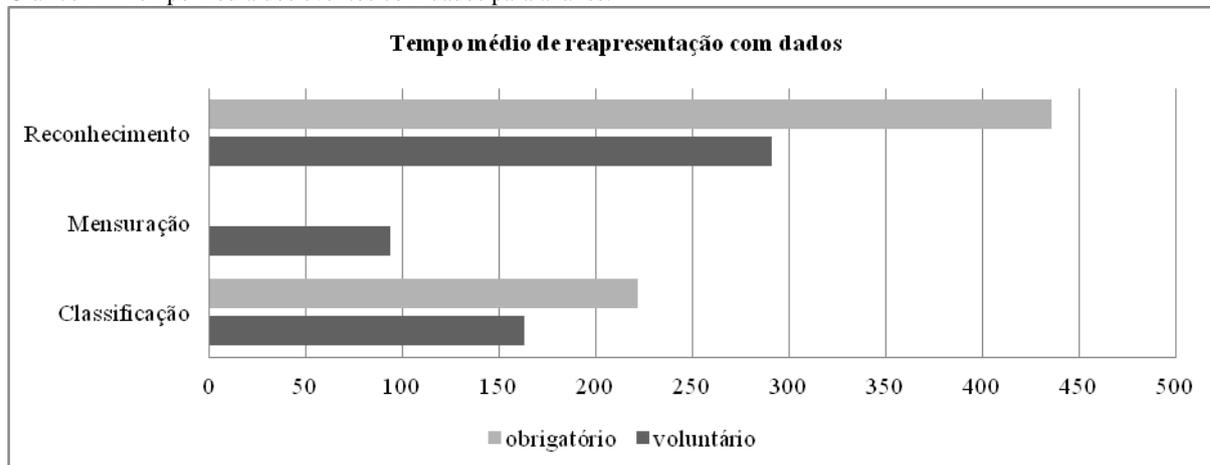
PAPEL	TIPO DA AÇÃO	DATA DE REFERÊNCIA	DATA DO EVENTO	Colineariedade		Autocorrelação	Normalidade			
				COEFICIENTE DE PEARSON			Durbin-Watson	RETORNO	RETORNO	RETORNO
				VALOR	SIG 10%	EVENTO		EVENTO	BOVESPA	BOVESPA
						Z	SIG 10%	Z	SIG 10%	
23	ON	2001	01/04/2003	0,201	0,029	0,717	1,553	0,016	0,790	0,561
24	ON	2001	11/04/2002	0,269	0,003	1,478	1,375	0,046	0,800	0,544
25	ON	2010	08/04/2011	0,210	0,022	1,675	1,247	0,089	0,801	0,542
26	ON	2005	28/04/2006	0,257	0,005	0,648	1,151	0,141	0,526	0,945
27	ON	2009	20/01/2011	0,014	0,879	1,205	0,761	0,608	0,670	0,760
28	ON	2010	21/01/2011	0,021	0,818	1,196	0,705	0,703	0,640	0,807
29	ON	2008	20/08/2009	0,153	0,098	1,361	0,750	0,627	0,786	0,566
30	PN	2000	18/04/2001	0,148	0,108	0,866	1,137	0,150	0,459	0,984
31	ON	2000	11/05/2001	0,584	0,000	1,039	0,545	0,928	0,524	0,946
32	ON	2007	06/05/2008	0,296	0,001	0,896	0,624	0,832	0,583	0,886
33	ON	2008	18/03/2009	0,497	0,000	1,170	1,039	0,231	0,470	0,980
34	PN	2008	31/03/2009	0,270	0,003	1,307	1,152	0,140	0,729	0,663
35	PN	2010	12/04/2011	0,501	0,000	1,092	0,895	0,400	0,617	0,841
36	PN	2004	31/03/2006	0,349	0,000	1,139	0,727	0,666	0,717	0,683
37	ON	2010	05/04/2011	0,289	0,001	1,154	1,037	0,232	0,670	0,760
38	PN	1999	12/07/2000	0,218	0,017	1,341	1,002	0,268	0,451	0,987
39	ON	2010	29/11/2011	0,370	0,000	0,861	0,786	0,567	0,627	0,827
40	ON	2010	21/06/2011	0,476	0,000	0,227	0,460	0,984	0,517	0,952
41	PN	2007	25/03/2008	0,290	0,001	0,957	1,481	0,025	0,449	0,988
42	PN	2003	06/04/2004	0,639	0,000	1,207	1,226	0,099	1,070	0,202
43	PN	2006	29/08/2007	0,430	0,000	0,733	1,105	0,174	0,692	0,724
44	PN	2008	20/03/2009	0,263	0,004	1,396	0,975	0,298	0,490	0,970
45	PN	2007	15/07/2008	0,229	0,012	1,473	0,775	0,585	1,769	0,004
46	PN	2009	07/04/2010	0,421	0,000	0,993	0,804	0,538	0,925	0,359
47	PN	2009	16/11/2010	0,436	0,000	1,159	0,756	0,617	0,565	0,906
48	ON	2010	04/03/2011	0,355	0,000	1,089	0,975	0,298	0,885	0,414
49	ON	2005	09/03/2006	0,168	0,067	0,814	0,672	0,757	0,433	0,992

Nota: (1) A data do evento se refere ao dia zero da janela de evento. (2) Ano referência é o ano da publicação da demonstração contábil a que se refere a republicação. (3) Significância é o valor para o teste de diferença de média entre a janela de comparação e o evento na data zero.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

APÊNDICE E – GRÁFICO DE TEMPO MÉDIO

Gráfico x – Tempo média dos eventos com dados para análise.



Notas: (1) O valor do tempo médio é dado em dias corridos. (2) Uma das empresas do setor de papel e celulose teve no período estudado um total de 3 republicações em 2002 e 2003 com média de 1104 dias. (3) Uma empresa do setor industrial de máquinas pesada apresentou em dois dias seguidos um grupo de 4 reapresentações um dois anos diferentes de referência.

Fonte: **Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.**

APÊNDICE F – ARTIGO DO JORNAL, SEÇÃO B2 DO DIA 29 DE NOVEMBRO DE 2012

Investidores terão que se acostumar com republicações
Por Fernando Torres

A figura equilibrada do balanço patrimonial, que se manifesta por meio da igualdade obrigatória entre a soma de ativos de um lado e passivos a patrimônio do outro, cria a ilusão para muitos de que a contabilidade é uma ciência exata. Mas ela nunca foi. E está ainda mais longe de vir a ser.

Agora que o Brasil adotou as normas internacionais de contabilidade, os agentes de mercado que lidam com demonstrações financeiras terão que se acostumar com o aumento da frequência de discussões sobre práticas e critérios contábeis - e também com reapresentações de balanços. "Ninguém mais tem a palavra final", afirma Sergio Romani, sócio-líder de auditoria da Ernst & Young Terco.

Isso ocorre tanto porque o arcabouço regulatório é uma novidade para todos, que ainda estão se adaptando aos conceitos, mas também pelo fato de o IFRS ser baseado em princípios, e não em regras específicas e detalhadas.

Seja pelo pouco tempo de prática, ou mesmo por questões culturais, contadores e auditores brasileiros ainda estão dando os primeiros passos na arte de fazer julgamentos sobre métodos contábeis.

Essa possibilidade de interpretações e conclusões diferentes sobre eventos econômicos semelhantes torna mais difícil a vida de preparadores, auditores, investidores e reguladores.

Não por acaso, estão mais comuns os casos de reapresentação de balanços, de ajustes prospectivos relevantes por mudanças de estimativas e de reclassificação retroativa de contas, no momento em que a empresa apresenta números de um novo exercício.

A lista de empresas de capital aberto que tiveram que fazer alterações nos balanços nos últimos anos é grande. Por erros em estimativas, diversas empresas do setor imobiliário tiveram que ajustar seus balanços, com destaque para Gafisa, PDG e Brookfield. Em outros tantos casos, o motivo teve relação com a interpretação e aplicação dos princípios do IFRS, como ocorreu com BrasilAgro, Energisa, Inepar, Lojas Americanas, Marfrig, Minerva, Rossi, Sabesp e Telebras, para citar alguns casos.

As reapresentações podem ocorrer tanto de forma espontânea como por determinação da Comissão de Valores Mobiliários (ver quadro nesta página).

As estimativas, imprecisas por natureza, sempre fizeram parte da contabilidade, como na provisão para perdas com inadimplência ou na constituição de reservas contra eventuais derrotas em processos judiciais. Segundo o Aulete, uma estimativa é uma "avaliação prospectiva de algo, que se faz com base nos dados disponíveis no presente".

Assim, os dados que as empresas apresentam na demonstração de resultados não podem ser confundidos com a realidade perfeita e objetiva das coisas. Eles são apenas uma aproximação. A melhor possível, na visão da companhia.

Nem mesmo o auditor externo, contratado para dar um parecer sobre o balanço, assegura que as informações ali divulgadas são 100% reais e verdadeiras. Eles dizem, no máximo, que a empresa seguiu as regras contábeis e que os dados "representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a situação patrimonial da empresa" naquela data. E sempre confiando na boa fé dos administradores da empresa, esses sim responsáveis pelas informações apresentadas.

Investidores podem se sentir desconfortáveis com essa aparente falta de segurança. Mas é assim que as coisas funcionam hoje em todos os mercados desenvolvidos.

Numa adaptação do velho ditado, se não é perfeito com os auditores, seria muito pior sem eles.

Mas se sempre houve espaço para discussões sobre práticas contábeis, é inegável que as dúvidas aumentaram desde que o Brasil adotou, em 2010, o padrão contábil IFRS, usado em mais de cem países pelo mundo, incluindo todos da União Europeia.

Alguns críticos do IFRS dizem que esse é um dos pontos fracos deste padrão contábil, na medida em que ele abre espaço para que uma mesma regra seja interpretada de forma diferente em países distintos ou mesmo entre empresas do mesmo setor, no mesmo país.

Essa difusão de práticas constou como um dos alertas no extenso relatório preparado pela Securities and Exchange Commission (SEC), elaborado dentro do processo de decisão do órgão regulador americano sobre a adoção ou não do IFRS nos Estados Unidos, que ainda está pendente de uma definição.

Mesmo para os defensores do IFRS, essa diversidade na aplicação das regras será resolvida apenas em parte. Algumas interpretações divergentes devem desaparecer com o tempo, conforme as empresas se acostumem com as regras e o mercado crie referências de melhores práticas para seguir.

Outro conjunto de diferenças seria permanente, e se justificaria exatamente pelas peculiaridades de uma empresa, ou da visão da administração sobre o modelo de negócios.

No comentário que fez para o anuário feito pela Fipecafi e pela Ernst & Young sobre o segundo ano do IFRS no Brasil, o professor de contabilidade Eliseu Martins diz que o padrão internacional é "mais informativo", por convergir mais com o resultado econômico das empresas. Como cada companhia funciona de uma forma, ele diz que "uma das consequências desse tipo de mudança é o surgimento de diferenças entre métodos de mensuração adotados por parte das empresas".

Com base nos dados do documento, de 328 páginas analisando a aplicação de cada norma contábil, ele cita diferenças nos métodos e taxas de depreciação e também no critério para registro de ganhos e perdas atuariais.

Richard Sexton, sócio líder global de auditoria da PwC, admite que um dos grandes desafios que a contabilidade é enfrentar a obsessão do mercado por um único número, que é o lucro por ação.

Para ele, entretanto, é perfeitamente razoável que contadores cheguem diferentes pontos dentro de um intervalo aceitável. "O que não significa que um está errado e outro certo", afirma, destacando, entretanto, que é preciso que haja transparência sobre o que foi feito.

Até mesmo por considerar que existe esse intervalo, Sexton fala com cautela em relação às reapresentações de balanços. "A republicação pode ser positiva para se corrigir um erro. Mas [em número excessivo] também podem reduzir a confiança do mercado", afirma.

Ele cita os casos dos ganhos e perdas atuariais com fundos de pensão, cujos cálculos dependem de inúmeras premissas assumidas pela administração. Para Sexton, não adianta querer exagerar na precisão dos cálculos, porque isso não seria útil para ninguém.

Como já disse uma vez o professor Martins, o IFRS permite que a empresa mostre sua cara.

Segundo Ana María Elorrieta, ex-presidente do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon) e sócia da PwC, isso exigirá também do público leitor. "O investidor tem que ser mais sofisticado para usar a informação na tomada de decisão".

ANEXO A – RELAÇÃO DOS ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A EFICIÊNCIA DO MERCADO BRASILEIRO

Autor	Período dos dados	Conclusões
Contador (1973)	1968 a 1969 (diários)	Encontrou coeficientes de correlação serial pouco significantes.
Contador (1975)	1955 a 1971 (mensais) 1968 a 1969 (diários)	Existiam ciclos de três dias e mensais, quando analisada a série de dados diários; concluiu, portanto, pela ineficiência do mercado brasileiro.
Brito (1978)	1968 a 1976 (mensais)	Não encontrou suporte empírico da HEM em sua forma fraca no mercado brasileiro no período
Errunza (1979)	Mensais	Existiam desvios da HEM mais ostensivos que no mercado americano; esses desvios, porém, não proporcionavam ganhos anormais
Muniz (1980)	jan. 1975 a jun. 1978 (diários)	A HEM em sua forma fraca foi verificada, com o mercado descontando de forma rápida todas as informações disponíveis
Menezes (1981)	1973 a 1979 (diários)	As séries e taxas de retorno diárias de ações no Brasil não obedeciam rigidamente à hipótese do Random Walk; o autor salientou, porém, que inexistiam possibilidades de ganhos extraordinários
Brito (1985)	1980 a 1984	De forma geral, o mercado obteve ganhos de eficiência no processo de formação de preços nos últimos dois anos analisados
Lemgruber, Becker e Chaves (1988)	ago. 1983 a ago. 1987 (diários)	Concluíram pela existência de um efeito fim de semana no comportamento dos retornos diários de ações no mercado brasileiro
Leal (1988/1989)	1978 a 1987 (diários)	O investidor em novas ações obtém retornos superiores ao mercado no curto e médio prazo (até 60 dias após a emissão) em razão da assimetria de informação e da concentração na indústria do underwriting
Amaral (1990)	jan. 1988 a dez. de 1989 (diários)	O modelo de mercado eficiente na forma fraca é uma boa aproximação da realidade do mercado brasileiro
Leal e Amaral (1990)	jan. 1981 a dez. 1985 (diários)	Encontraram períodos de retornos extraordinários antecedentes às Assembléias de Acionistas (5 e 60 dias), que poderiam ser aproveitados por insiders, violando a HEM
Leite e Sanvivent (1990)	jan. a abr. de 1989 (diários)	O valor patrimonial não possuía conteúdo informacional significativo no mercado, em razão, talvez, da antecipação da divulgação dos balanços patrimoniais
Salles (1991)	fev. 1986 a jun. 1989 (diários)	Foi rejeitada a hipótese da aleatoriedade dos retornos, sinalizando que o mercado não é eficiente
Leal e Sandoval (1994)	1982 a 1993 (mensais)	Os mercados analisados apresentavam anomalias que poderiam ser utilizadas em estratégias de negociação, proporcionando ganhos extraordinários no longo prazo.
Lemos e Costa Jr. (1995)	1974 a 1993 (mensais)	Confirmou-se a hipótese do efeito sobre-reação no curto prazo por parte dos investidores, com um retorno anormal de 5,3% ao mês
Schiehll (1996)	jan. 1987 a abr. 1995 (mensais)	Concluiu que o mercado de capitais brasileiro possui um nível de eficiência informacional semiforte
Galdão e Famá (1998)	jan. 1977 a dez. 1996 (trimestrais)	Os preços foram fortemente determinados por outros fatores além da previsão dos dividendos, em dissonância ao modelo de precificação de ativos proposto pela HEM
Vieira e	janeiro 1987 a maio 1997	Os resultados mostram que, mesmo estando as informações publicamente disponíveis, os

Procianoy (1998)	(diários)	investidores alcançam retornos acima dos esperados, o que caracteriza uma ineficiência de mercado.
Cordeiro, Perobelli e Arbex (1999)	set. 1997 a jan. 1999 (diários)	A Hipótese de Expectativas Racionais foi corroborada pela HEM, indicando que o mercado de capitais é eficiente na condução da política econômica num cenário de regras
Bueno, Braga e Almeida (2000)	maio 1995 a jan. 1998 (diários)	Foi detectada uma ineficiência do mercado em precificar as ações no teste realizado com retornos das ações-objeto em um pregão antes do anúncio ou divulgação
Perobelli e Ness Jr. (2000)	jan. 1997 a maio 1998 (diários)	O mercado não promove ajustes instantâneos por ocasião da divulgação de lucros; ele o faz nos dias subsequentes e na direção esperada apenas na ocorrência de informações favoráveis, revelando-se ineficiente em relação às demais informações
Ceretta (2001)	1990 a 1999 (semanais)	O mercado brasileiro apresenta um comportamento consistente com o processo do Random Walk, atestando a sua eficiência na forma fraca
Procianoy e Antunes (2001)	mar. 1989 a ago. 1999 (mensais)	Existe uma reação no preço das ações à divulgação dos informes financeiros das empresas, indicando que o mercado é ineficiente
Vieira e Procianoy (2001)	jan. 1987 a maio 1997 (diários)	Encontraram retornos positivos no primeiro dia de negociação ex-evento, o que caracteriza uma ineficiência dos mercados pesquisados, não existindo grandes diferenças entre eles
Garcia (2002)	1990 a 2000 (diários)	Concluiu que o mercado de capitais brasileiro possui um nível de eficiência informacional semiforte
Camargos e Barbosa (2003)	1990 a 2000 (mensais)	Os resultados dessas pesquisas, com a maioria das evidências da forma fraca confirmando-a, algumas das quais recentes, fornecem indícios de que o mercado de capitais brasileiro apresenta essa forma de eficiência. A confirmação de que o mercado evoluiu para a forma semiforte ainda carece de mais estudos.
SARLO NETO (2005)	1995 a 2001 (diários)	Conforme as performances apresentadas pelas duas amostras, a hipótese da eficiência do mercado brasileiro deve ser considerada com restrições. Para as ações preferenciais, o mercado apresenta-se eficiente na forma semi-forte.
SANTOS e SANTOS (2005)	1991 a 2002	o mercado não é tão racional e bem informado como demonstram os estudos acerca da teoria da eficiência de mercado.
Camargos e Barbosa (2006)	Julho 1994 a julho 2002 (diários)	Foram encontrados retornos anormais significativos estatisticamente a 5% e a 10% em vários dias anteriores e posteriores ao evento, sinalizando que o mercado não promoveu ajustes instantâneos e precisos nos preços dos títulos.
Belo e Brasil (2006)	Julho 1995 a abril 2005	Este estudo diverge dos resultados encontrados por Garcia (2002) quanto à eficiência semiforte do mercado. Os retornos anormais negativos encontrados, antes e depois da emissão, não permitem a aceitação da eficiência do mercado na sua forma semiforte.
Salvi (2007)	1997 a 2006	A HME semi-forte afirma que todas as informações públicas disponíveis e as informações passadas estejam refletidas no preço das ações, não sendo possível utilizar nenhuma técnica baseada no uso dessas informações para descobrir ações super ou subavaliadas ou como modelo preditivo para o retorno das ações.

Fonte: (1) Adaptado de CAMARGOS e BARBOSA, 2003 pág. 50-52 e 2006 pág. 45. (2) O quadro foi adaptado dos autores Camargos e Barbosa de dois artigos publicados em anos diferentes, 2003 e 2005, sendo que somente até o ano de 2001, a partir dessa data os itens foram incluídos pelo autor.

ANEXO B – DADOS DAS REGRESSÕES

Tabela 1: Resultados da regressão

Ação	Data	ALFA	R Square	Adjusted R Square	F	t	Sig.
BRAP4	11/04/06	0,000	0,408	0,401	57,789	7,602	0,000
CAFE4	02/04/07	-0,005	0,169	0,149	15,899	3,987	0,000
CMIG4	31/03/09	0,000	0,224	0,190	20,993	4,582	0,000
EUCA4	12/04/11	0,006	0,224	0,215	24,295	4,929	0,000
MMXM3	08/04/08	0,003	0,216	0,207	23,149	4,811	0,000
TIMP3	19/03/08	-0,009	0,371	0,364	49,608	7,043	0,000
ALPA4	30/03/11	0,002	0,221	0,211	23,769	4,875	0,000
CBEE3	06/04/01	-0,018	0,103	0,090	8,024	2,833	0,006
AEDU11	22/03/10	0,001	0,146	0,134	12,128	3,483	0,001
BTTL4	26/03/08	0,000	0,198	0,186	17,490	-4,182	0,000
CLSC4	09/04/03	0,001	0,367	0,359	48,651	6,975	0,000
COCE5	09/04/01	0,005	0,424	0,417	61,891	7,867	0,000
S BSP3	29/06/07	-0,001	0,353	0,345	45,857	6,772	0,000
S BSP3	28/01/10	-0,004	0,370	0,363	49,411	7,029	0,000
PMAM4	12/02/03	-0,007	0,265	0,254	25,546	5,054	0,000
GPIV11	07/12/09	-0,002	0,303	0,295	36,583	6,048	0,000
IDNT3	16/01/08	0,000	0,229	0,220	24,947	4,995	0,000
BEEF3	29/04/11	0,002	0,147	0,137	14,529	3,812	0,000
PETR4	04/03/11	0,005	0,441	0,434	66,216	8,137	0,000
LLIS3	31/03/10	0,005	0,319	0,309	33,190	5,761	0,000
TCSA3	29/12/10	0,001	0,247	0,238	27,516	5,246	0,000
VIVO4	28/05/05	-0,007	0,527	0,521	93,471	9,668	0,000
AELP3	01/04/03	-0,008	0,180	0,169	15,617	3,952	0,000
CBEE3	11/04/02	0,001	0,149	0,137	12,408	3,522	0,001
CBEE3	08/04/11	-0,001	0,272	0,262	26,516	5,149	0,000
BBRK3	28/04/06	0,019	0,161	0,149	13,618	3,690	0,000
AGRO3	20/01/11	0,002	0,147	0,135	12,208	-3,494	0,001
AGRO3	21/01/11	0,002	0,144	0,132	11,939	-3,455	0,001
BRKM5	20/08/09	-0,005	0,133	0,120	10,854	3,294	0,002
CGAS5	18/04/01	0,004	0,099	0,086	7,814	-2,795	0,007
CSNA3	11/05/01	0,006	0,358	0,351	46,879	6,847	0,000
PRVI3	06/05/08	-0,008	0,190	0,180	19,659	4,434	0,000
ETER3	18/03/09	0,005	0,295	0,287	35,187	5,932	0,000
EUCA4	31/03/09	-0,009	0,239	0,229	22,339	4,726	0,000
FJTA4	12/04/11	0,002	0,245	0,236	27,265	5,222	0,000
GOLL4	31/03/06	0,002	0,125	0,115	12,051	3,471	0,001
IDNT3	05/04/11	0,000	0,294	0,285	29,636	5,444	0,000
IGBR5	12/07/00	0,004	0,261	0,250	25,045	5,005	0,000
JSLG3	29/11/11	-0,004	0,214	0,205	22,924	4,788	0,000
LAME4	21/06/11	0,005	0,215	0,206	23,058	4,802	0,000
MGEL4	25/03/08	0,002	0,290	0,280	29,051	5,390	0,000
PMAM4	06/04/04	-0,007	0,393	0,386	54,326	7,371	0,000
PTNT4	29/08/07	0,012	0,237	0,227	26,020	5,101	0,000
RSIP4	20/03/09	-0,001	0,180	0,169	15,599	3,950	0,000
SGEN4	15/07/08	-0,003	0,110	0,099	10,339	3,215	0,002
TMAR5	07/04/10	-0,007	0,327	0,319	40,782	6,386	0,000
TMAR5	16/11/10	-0,002	0,135	0,124	13,063	3,614	0,001
TIMP3	04/03/11	0,003	0,202	0,193	21,270	4,612	0,000
VIVO4	09/03/06	0,002	0,149	0,139	14,692	3,833	0,000

Notas: (1) As ações que se repetem foram negociadas em anos diferentes. (2) Foram excluídas 10% das observações atípicas em termos absolutos.

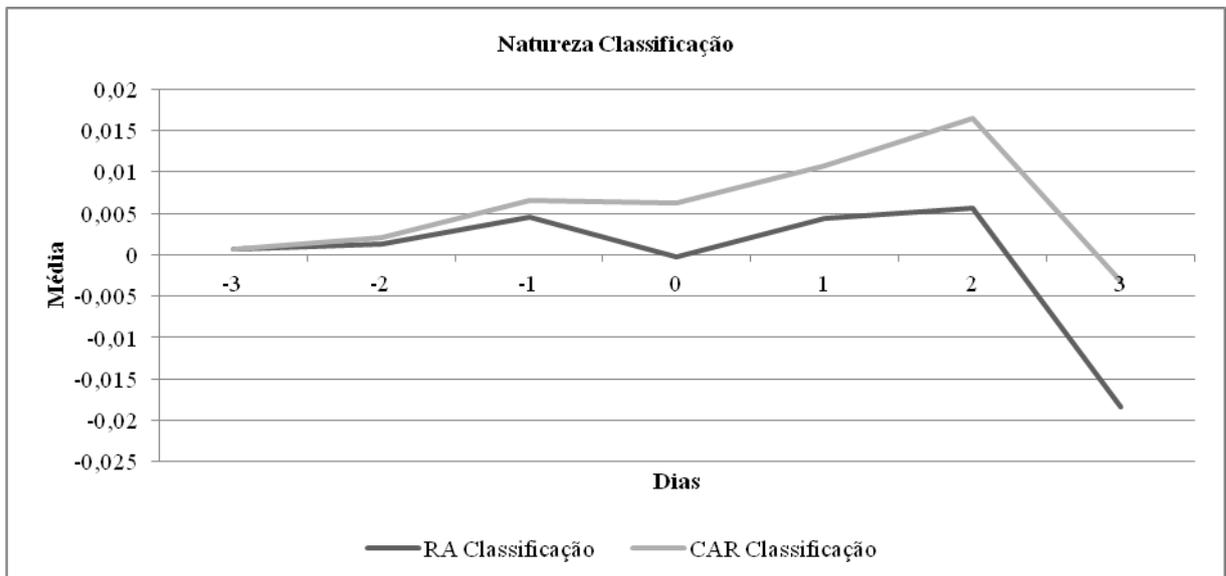
ANEXO C – ANÁLISE DOS GRÁFICOS DA JANELA DE EVENTO

Os gráficos desta seção demonstram os dados de todos os retornos anormais dos eventos estudados:

Os gráficos apresentam os retornos médios, ou seja, as republicações em média provocam um retorno anormal negativo a partir do dia zero. Essa imagem reforça a conclusão de que o estudo rejeita H_a onde existe um efeito sobre o preço das ações negociadas no período da janela do evento provocado pela republicação das demonstrações contábeis.

Os gráficos a seguir, foram segregados por natureza da republicação.

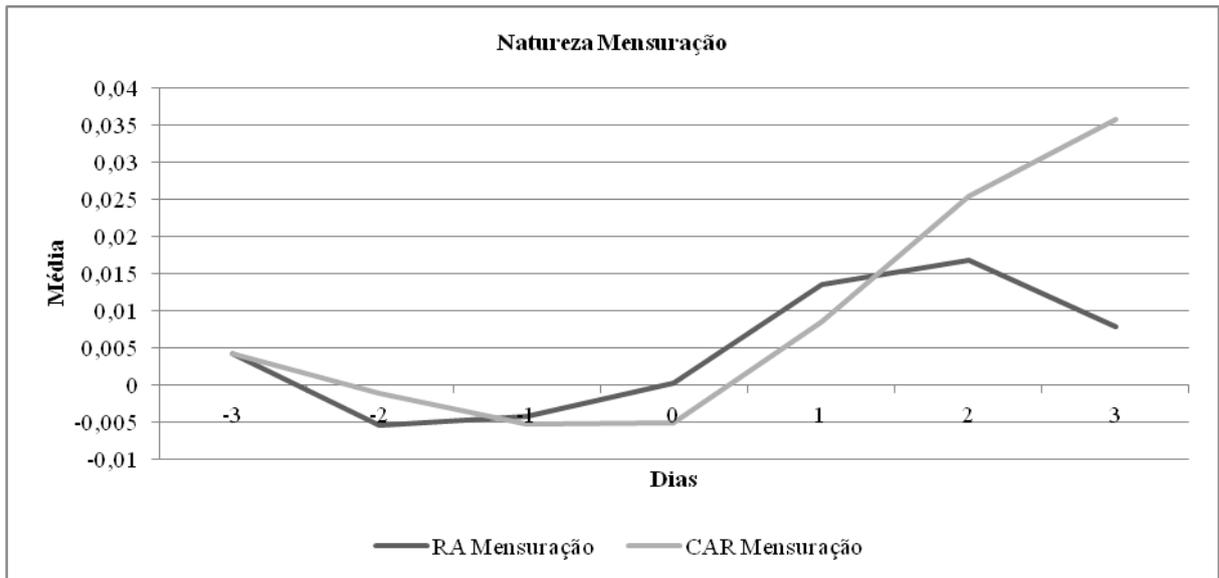
Gráfico 1: Média dos retornos anormais dos eventos de natureza Classificação



Fonte: Elaborado pelo auto.

O grupo da natureza Classificação mostra linearidade nos dias que antecedem a republicação e um pequeno crescimento seguido de forte queda das médias a partir do segundo dia pós-evento.

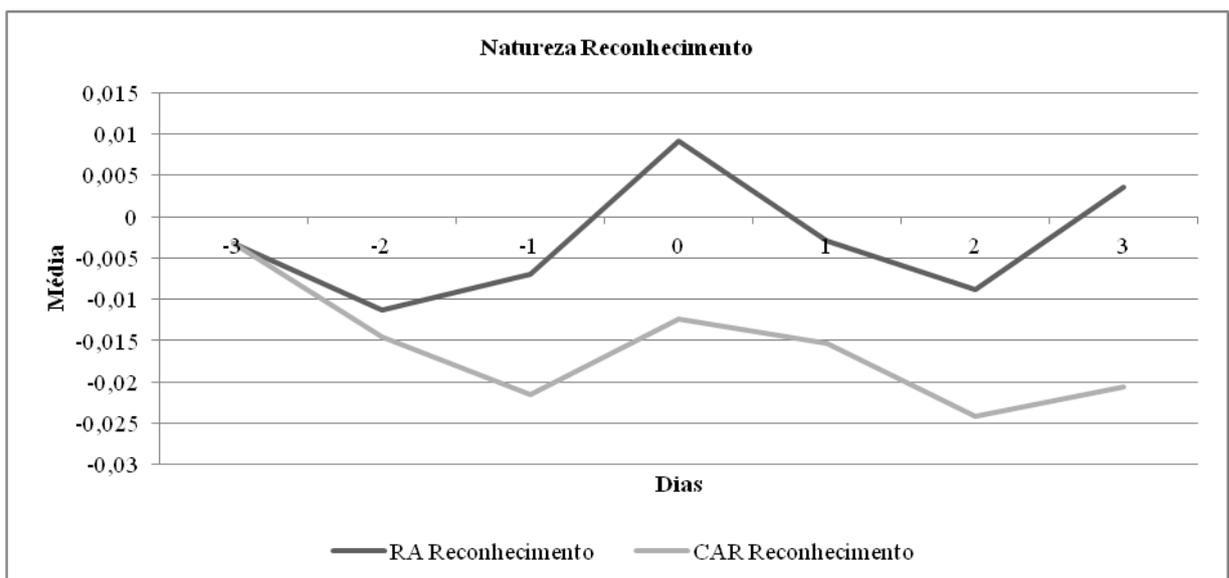
Gráfico 2: Média dos retornos anormais dos eventos de natureza Mensuração



Fonte: Elaborado pelo auto.

O grupo da natureza Mensuração também mostra pequena variação nos dias que antecedem a republicação e crescimento seguido de queda das médias a partir do segundo dia pós-evento no RA e uma inclinação constante para o CAR, mostrando-se contrário as médias do evento total e das outras naturezas.

Gráfico 3: Média dos retornos anormais dos eventos de natureza Reconhecimento

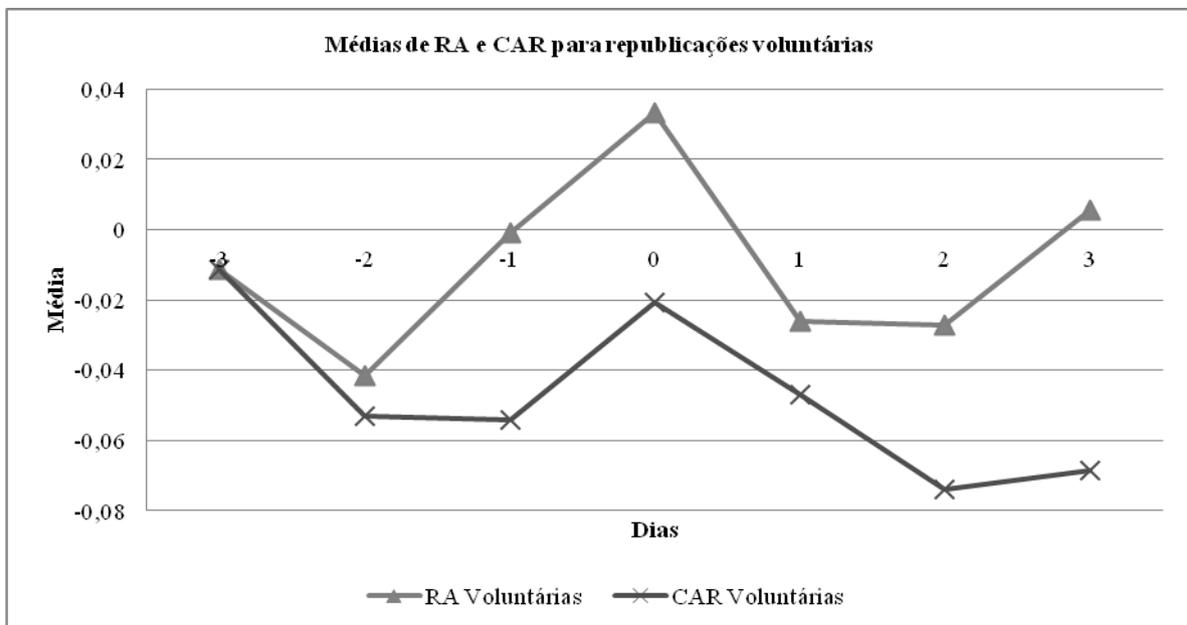


Fonte: Elaborado pelo auto.

Assim como os outros grupos, o de natureza Reconhecimento também mostra pequena variação para RA nos dias que antecedem a republicação e crescimento seguido de queda das médias a partir do dia Zero do evento e uma inclinação positiva a partir do segundo dia pós-evento. O CAR dessa natureza comporta-se da mesma forma mostrando-se contrário as médias do evento total e das outras naturezas.

O gráfico 4 mostra o valor da média das médias para RA e CAR das rerepresentações voluntárias e o gráfico 5 o valor da média das médias para RA e CAR das rerepresentações obrigatórias.

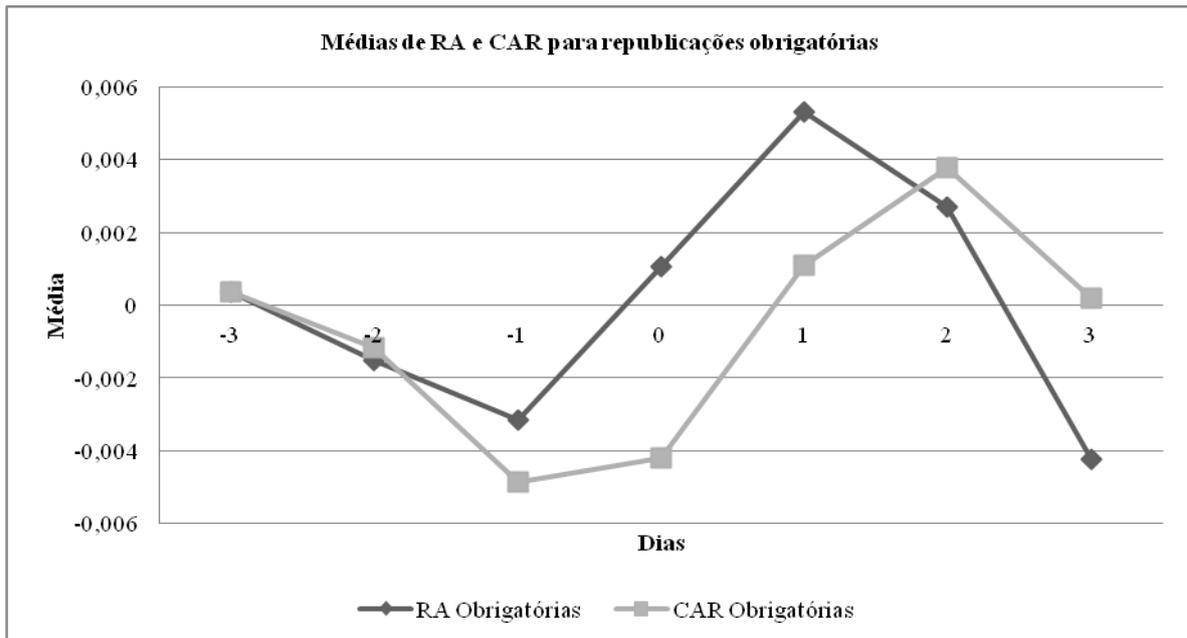
Gráfico 4: Média dos retornos segmentados por tipo voluntário e obrigatório.



Notas: (1) A quantidade de ações em cada grupo é de 6 para as obrigatória e 43 para as voluntárias.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

Gráfico 5: Média dos retornos segmentados por tipo voluntário e obrigatório.



Notas: (1) A quantidade de ações em cada grupo é de 6 para as obrigatórias e 43 para as voluntárias.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

O gráfico mostra que os valores das médias dos retornos anormais e dos retornos anormais acumulados das demonstrações contábeis, tanto obrigatórias quanto voluntárias, como mostrado na tabela 4. As curvas tem naturezas diferentes com forte queda seguida de elevação para as voluntárias e alta seguida de queda para as obrigatórias. Os gráficos corroboram a rejeição a H_c , caracterizando não haver uniformidade entre a distribuição dos retornos anormais e retornos anormais acumulados entre os tipo de republicação.