



## O EFEITO DAS REAPRESENTAÇÕES DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS SOBRE O PREÇO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

**KLEYVERSON LEONARDO DOS SANTOS**

*Universidade Federal do Espírito Santo*

**VAGNER ANTÔNIO MARQUES**

*Universidade Federal do Espírito Santo*

### Resumo

O objetivo deste estudo foi analisar o efeito das reapresentações das demonstrações financeiras sobre o preço das empresas brasileiras listadas na B3. Foram analisados por meio de estatística descritiva, teste de diferença entre médias/medianas e regressão múltipla os dados de uma amostra de companhias listadas na bolsa de valores do Brasil e que reapresentaram suas demonstrações contábeis referentes ao período de 2008 a 2018. Os resultados do estudo de eventos evidenciou que a reapresentação afeta negativamente os preços das ações a partir do segundo dia da reapresentação, sugerindo existência de um *delay* na incorporação das informações aos preços das ações. Apesar dos retornos anormais acumulados terem sido estatisticamente significativos e com sinal negativo em relação à reapresentação, não foi observada diferença entre o volume de negociação quando da reapresentação em relação à publicação. Por fim, quando testada a interação entre as variáveis independentes da reapresentação e a diferença nos indicadores Índice de Liquidez Geral (ILG), Nível de Endividamento (NivEnd) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), verificou-se efeito moderador destes, identificando efeito potencializador na reação do mercado, a qual se apresentou negativa. Sendo assim, sugere-se que, independentemente do indicador contábil ter aumentado ou diminuído, o mercado precifica negativamente as ações cuja reapresentação da demonstração altere números contábeis que afetem os indicadores geralmente utilizados para medir desempenho e valor. Os resultados reforçam a relevância da informação contábil para o mercado de capitais e contribui com órgãos reguladores e fiscalizadores, auditores, as próprias companhias, investidores, credores e analistas na avaliação de riscos.

**Palavras-chave:** Reapresentação, Qualidade das informações contábeis, Auditoria, Indicadores financeiros

### 1 INTRODUÇÃO

De acordo com Fama (1970), os preços de mercado de ações de uma empresa são reflexos das informações disponíveis. Nesse sentido, a contabilidade através de suas demonstrações financeiras atua como mecanismo informacional, uma vez que além de prestar contas sobre a situação financeira e patrimonial de uma entidade, visa apresentar informações



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

relevantes e confiáveis que possam ser úteis na tomada de decisão (Barth, Landsman & Land, 2008)

Nesse sentido, órgãos reguladores estipulando a obrigatoriedade da auditoria em Sociedades Anônimas (SAs) de capital aberto visam assegurar de que as empresas elaboraram suas demonstrações financeiras em conformidade com vigentes aplicáveis à entidade.

No entanto, quando essas demonstrações apresentam inconsistências sejam estas derivadas de manipulações intencionais ou não, as mesmas devem ser retificadas, ou seja, republicadas por apresentarem erros significativos nas demonstrações publicadas anteriormente ou quando da não divulgação de informações relevantes para o seu entendimento nas mesmas. Sendo assim, conforme deliberação 506/2006 da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, quando erros são identificados, as demonstrações devem ser refeitas e reapresentadas.

Dessa forma, seja de maneira espontânea ou compulsória (exigida pelo órgão fiscalizador), as reapresentações decorrem de falhas nas funções contábeis e da auditoria em apresentar demonstrações financeiras confiáveis (Palmrose & Scholz, 2004; Mande & Son, 2013).

Por conseguinte, considerando que os usuários das informações contábeis das Companhias têm como instrumento para auxiliar na tomada de decisão as demonstrações publicadas pelas mesmas, caso estas contenham erros na sua elaboração, o usuário dessa informação pode ter incorrido em uma seleção adversa. Isto posto, o anúncio das reapresentações pode afetar a percepção de risco dos *stakeholders* quanto a confiabilidade das informações prestadas pela entidade como também da assegurar da auditoria.

Diversos estudos na literatura analisaram as determinantes das reapresentações e seus efeitos. Os achados quando da reapresentação incluem prejuízo na reputação dos auditores e gestores (Irani, Tate & Xu, 2015; Swanquist & Whited, 2015; Hennes; Leone & Miller, 2014; Mande & Son, 2013; Blankley et al., 2012; Huang & Scholz, 2012; Kedia & Philippon 2009; Desai, Hogan, e Wilkins 2006b), retornos anormais negativos do mercado (Amel-Zadeh & Zang, 2015; Brad, Badertscher, Hribar & Jenkins, 2011; Karpoff et al., 2008; Desai, Krishnamurthy, & Venkataraman 2006a; Akhigbe, Kudla, & Madura 2005; Palmrose & Scholz, 2004; Hribar e Jenkins, 2004; Anderson & Yohn, 2002; Wu, 2002) dentre outros derivados do risco sobre a incerteza das informações contábeis apresentadas (Kravet & Shevlin, 2010; Barniv & Cao, 2009; Hribar & Jenkins, 2004; Hirschey, Palmrose & Scholz, 2003).

No cenário brasileiro, mesmo com escassez de estudos na temática, há achados que incluem taxa média de 25% de reapresentação das demonstrações contábeis, tendência de aumento no número de refazimento e predominância de reapresentações qualitativas frente a quantitativas (Marques et al., 2016); efeito positivo do tamanho, crescimento dos ativos, ser auditado por big4 e adoção das IFRS sobre a probabilidade de reapresentação das demonstrações, assim como efeito negativo frente à adoção da lei Sarbanes-Oxley e Nível de Governança Corporativa (Marques et al., 2017); associação do atraso na liberação do relatório do auditor com indícios que as demonstrações podem ser reapresentadas (Chiudini, Cunha & Marques, 2018); retorno anormal positivo do mercado frente a reapresentações obrigatórias (Souza, 2013; Netto & Pereira, 2011); e que a natureza do erro e motivo da reapresentação possui diferentes impactos nos preços das ações (Souza, 2013).

Dessa forma, estudos anteriores no exterior e no âmbito nacional já testaram o efeito das reapresentações no preço das ações. A esse respeito, Angelini (2008) verificou o efeito das reapresentações nos indicadores ROA, ROE e Endividamento total das empresas brasileiras no período de 2000 a 2005. No entanto, ainda não foi examinado o efeito das reapresentações sobre



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

os demais indicadores contábeis, nem se há associação entre a variação desses indicadores e a mudança nos preços das ações após reapresentação.

Nesse contexto o presente estudo visa responder à seguinte pergunta: **Qual o efeito das reapresentações das demonstrações financeiras sobre o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3?** O objetivo geral deste estudo foi analisar o efeito das reapresentações sobre o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. Para isso, foram analisados por meio de estatística descritiva, teste de diferença entre médias/medianas e matriz de correlação e regressão múltipla os dados de uma amostra de companhias listadas na bolsa de valores do Brasil e que reapresentaram suas demonstrações contábeis referentes ao período de 2008 a 2018 por motivação quantitativa.

Sendo assim, esta pesquisa por meio de estudo de evento visa preencher a lacuna na literatura examinando se há alteração nos indicadores econômico-financeiros das entidades após a reapresentação por razão quantitativa das demonstrações contábeis, considerando que variações podem influenciar na tomada de decisão dos usuários dessas informações. Também tem por intuito verificar se há variação nos preços das ações entre período pré e pós reapresentação; além disso, avançando nos estudos nacionais ao investigar se há associação entre a variação dos indicadores e retorno anormal do mercado.

Por conseguinte visa contribuir aos órgãos fiscalizadores e reguladores identificando os efeitos e/ou variações mais recorrentes decorrentes das retificações; às empresas, evidenciando a reação do mercado quando do anúncio de reconhecimento de irregularidade nos demonstrativos contábeis emitidos pelas mesmas; aos usuários das informações contábeis identificando se há variação estatisticamente significativa dos indicadores contábeis quando da reapresentação de demonstrações contábeis por razão quantitativas, e aos auditores reafirmando a relevância de seus trabalhos demonstrando os efeitos de um relatório com qualidade questionável na perspectiva dos usuários externos.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

De acordo com a NBC T 6.3, a reapresentação das demonstrações contábeis é proveniente de erros significativos nas demonstrações publicadas anteriormente ou quando da não divulgação de informações relevantes para o seu entendimento nas mesmas. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em seu tópico 39 da deliberação n. 506, de 19 de junho de 2006, esclarece que:

Erros podem ocorrer no registro, mensuração, apresentação ou divulgação de elementos que compõem as demonstrações contábeis (...). Erros cometidos e identificados dentro do período corrente devem ser corrigidos antes da autorização para a conclusão da elaboração e da divulgação das demonstrações contábeis. Contudo, o erro pode ser identificado em período subsequente. Nesse caso, o erro deve ser corrigido nas informações de períodos anteriores apresentadas para fins comparativos.

Desta forma, quando são identificados erros ou informações materiais ocultadas após a publicação das demonstrações contábeis, estas devem ser reformuladas e reapresentadas, levando à ciência dos usuários dessas informações, para além do anúncio de reapresentação e da reapresentação em si, os motivos e as retificações desta reapresentação.

Esta mesma deliberação da Comissão de Valores Mobiliários entende como material, portanto passível de reapresentação, “omissões ou erros (...) que puderem, individual ou coletivamente, influenciar as decisões econômicas de usuários tomadas com base nas demonstrações contábeis”.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

No entanto, embora as reapresentações sejam correções “ex post” de erros ou informações faltantes precedentes da contabilidade, apesar de reduzirem a assimetria informacional entre os gestores e os usuários da informação, podem aumentar a percepção de risco destes uma vez que já houve omissão ou erro precedente, podendo assim caracterizar predisposição a novas inconsistências (Bhattacharya, Desai & Venkataraman 2010).

Tal aumento da percepção de risco proporciona que os investidores, quando da publicação das demonstrações contábeis, tomem decisão com base no conteúdo dos informativos publicados pelas mesmas (Healy & Palepu, 2001), creditando confiabilidade, uma vez que tais conteúdos também passaram pelos procedimentos de auditoria, a qual atesta asseguração razoável da veracidade (Defond, Lennox & Zhang (2016), apesar de haver informação relevante não disposta na demonstração publicada, assim evidenciando o custo da seleção adversa. (Amel-Zadeh & Zhang, 2015).

Nesse sentido, os estudos de Irani, Tate e Xu (2015) afirmam que as reapresentações dos relatórios financeiros são um sinal de pobres práticas contábeis e, comumente, resultam em perda de credibilidade. Dessa forma, corroboram os achados de Hribar e Jenkins (2004), de que reapresentações amentam a incerteza em relação à credibilidade dos gestores e a percepção da qualidade dos ganhos, aumentando assim as taxas de retorno esperadas pelos acionistas.

Por sua vez, os estudos de Srinivasan, Wahid e Yu (2015) comparando a taxa de reapresentação de empresas americanas listadas com estrangeiras listadas nos EUA concluem que firmas que vêm de países com menor enforcement são menos prováveis de reapresentação do que aquelas originárias de países com maior enforcement.

No cenário brasileiro, Lima e Terra (2004), através de um estudo de eventos, examinaram se o conteúdo informacional das demonstrações financeiras, trimestrais e anuais é capaz de influenciar o processo de precificação das ações no período de 1995 a 2002. Tendo como amostra as empresas com maior liquidez na Bovespa, totalizando 3.682 observações, seus resultados indicam que os retornos anormais das ações no dia da divulgação dos seus demonstrativos financeiros são estatisticamente insignificantes para a amostra. Segundo os autores, estes resultados corroboram a hipótese de eficiência do mercado brasileiro de capitais na forma semiforte. Em relação às subamostras do estudo, contudo, foi possível perceber retornos anormais significativos referentes ao resultado do exercício, indicando que a natureza da informação divulgada é relevante para o mercado confirmar, ou não, as suas expectativas.

O Brasil, sendo um país categorizado como “code law”, e com forte influência dos órgãos reguladores e fiscalizadores nos relatórios financeiros (Lopes 2005), leva a observar que, frente a países com menor poder de legalidade na elaboração desses relatórios, as empresas nacionais podem apresentar maiores taxas de reapresentação. No entanto, embora uma menor taxa de reapresentação possa indicar abstenção de erros, ela pode, de outra maneira, apontar falhas em detectá-los e na transparência de erros e irregularidades (Srinivasan, Wahid & Yu, 2015).

As reapresentações das demonstrações contábeis podem ser divididas categoricamente entre obrigatórias ou espontâneas e qualitativas ou quantitativas. Considerando as atribuições delegadas à Comissão de Valores Mobiliários através do artigo 9º da Lei 6.385/1976, as mesmas podem:

- a) Examinar e extrair cópias dos registros contábeis;
- b) Intimar as pessoas referidas às empresas envolvidas a prestar esclarecimentos;
- c) Requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;
- d) Determinar a reapresentação das demonstrações contábeis;**
- e) Apurar atos ilegais e práticas não condizentes dos agentes econômicos;
- f) Aplicar penalidades (advertências ou multas) aos autores das infrações (grifo nosso).



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Dessa forma, quando da verificação dos registros contábeis, identificado irregularidades, a CVM pode solicitar a correção e reapresentação das demonstrações contábeis à empresa, assim configurando uma reapresentação obrigatória. Já quando a própria companhia identifica alguma inconsistência material, esta pode voluntariamente admitir a necessidade de retificação e, assim, reapresentar suas demonstrações, que nesta forma são consideradas espontâneas.

Quando essas reapresentações, sejam obrigatórias ou espontâneas, afetam algum valor anteriormente disposto nas demonstrações financeiras, considera-se esta uma reapresentação quantitativa. Dessa forma, quando tal correção decorre de motivações qualitativas, para retificação de dados constantes em notas explicativas, por exemplo, atribui-se a esta caráter qualitativo (Netto & Pereira, 2011).

O estudo de Marques (2016) observou o efeito do ambiente regulatório sobre a qualidade das informações financeiras a partir da proxy de reapresentação, dentre outras, e teve como amostra dados de 344 empresas listadas na BM & FBovespa no período de 1998 a 2013, identificando que a maioria das demonstrações reapresentadas no Brasil (83%) são espontâneas e que 73% configuram-se retificações de dados quantitativos.

Considerando o oportunismo dos agentes, estes podem ter interesses diversos ao de evidenciar a realidade da empresa (Watts & Zimmerman, 1986), sejam derivados de incentivos a apresentarem resultados superiores aos reais (Scott, 2011), recorrer a prerrogativas contábeis a fim de evitar violações contratuais quanto ao nível e forma de endividamento (Dichev & Skinner, 2002) ou manipular seus resultados com o intuito de reduzi-los a fim de reduzir a probabilidade de transferir riqueza imposta (Makar & Alam, 1998).

Nesse sentido, a informação apresentada pela gestão da Companhia não está livre de erros ou vieses. Todavia, conforme disposição da CVM, quando identificados erros materiais, as publicações devem ser corrigidas e assim, republicadas. Ao passo que republicações qualitativas se referem a retificações que não impactam nos números antes apresentados, as quantitativas qualificam-se por esse efeito retificador dos valores publicados. Por conseguinte, considerando que os indicadores contábeis, elementos úteis no auxílio a tomada de decisão (Assaf Neto, 2012), são calculados com base nas demonstrações contábeis das Companhias, elenca-se a primeira hipótese de pesquisa:

*H<sub>1</sub>: Existe diferença entre os retornos anormais na janela de eventos da publicação e da reapresentação das demonstrações financeiras.*

Conforme exposto, tomando como premissa a eficiência semi-forte do mercado acionário brasileiro, qualquer informação que é de conhecimento público é incorporada rapidamente ao preço das ações (Fama, 1970).

A Lei 6.404/76 em seu artigo 157 parágrafo quarto dispõe:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Nesse contexto, quando identificado algum erro relevante nas demonstrações financeiras, a Companhia deve emitir um anúncio de reapresentação, refazer a demonstração corrigindo o erro para que então possa republicar. Sendo assim, um anúncio de refazimento indica aos usuários das informações que as demonstrações publicadas anteriormente não retratavam a real situação da empresa por conterem erros.

De acordo com Anderson e Yohn (2002), os anúncios de refazimento afetam a percepção dos investidores sobre o valor da Companhia de duas maneiras: (i) o impacto da reapresentação sobre as demonstrações financeiras passadas da empresa deve mudar a percepção dos investidores sobre a rentabilidade atual e futura e, por sua vez, o valor da Companhia e (ii) a existência de um reapresentação pode criar incertezas quanto à confiabilidade das demonstrações financeiras atuais e futuras da empresa, essa incerteza possivelmente persistindo após o arquivamento da reformulação junto à Comissão de Valores Mobiliários, causando retornos mais baixos por um período maior do que apenas o período de tempo em torno do anúncio.

Dessa forma, haja vista a rápida incorporação das informações ao preço das ações e o impacto que o anúncio de refazimento possa ter na percepção dos investidores, este estudo apresenta a segunda hipótese:

*H<sub>2</sub>: A reapresentação das demonstrações influenciam negativamente nos retornos anormais das ações.*

Diversos estudos na literatura estudaram a reação do mercado quando da reapresentação e até mesmo o efeito dessas em alguns indicadores de rentabilidade e endividamento; no âmbito nacional, os resultados majoritariamente indicam ausência de variação estatisticamente significativa quando da reapresentação, o que diverge dos achados no exterior; no entanto apresentam diferenças significativas quando os testes são realizados considerando o motivo da reapresentação.

Dessa forma, tendo em vista que alterações quantitativas podem influenciar nos indicadores contábeis, e dada relevância desses residida na possibilidade de apurar e comparar os desempenhos das empresas; apresenta-se a última hipótese deste estudo como uma associação derivada das duas hipóteses precedentes.

*H<sub>3</sub>: A alteração dos índices financeiros modera o efeito da reapresentação sobre os retornos anormais das ações.*

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Composição da amostra

A amostra de natureza não probabilística compreende as empresas brasileiras não financeiras com ações negociadas na B3 que reapresentaram compulsória ou espontaneamente os seus demonstrativos contábeis tendo como motivo de reapresentação a retificação de reconhecimento ou mensuração de números contábeis, totalizando 133 empresas. Dessa forma, é apresentada na Tabela 1 a amostra de reapresentações por segmento econômico abrangidas neste estudo.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

As empresas e suas respectivas rerepresentações foram identificadas a partir da base de dados de Guerra (2019), o qual coletou dados de todas as rerepresentações ocorridas entre 2009 e 2019, indicando entre as outras classificações, aquelas que foram por motivos quantitativos ou qualitativos. A partir dessa classificação, todas as quantitativas foram verificadas na CVM a fim de identificar qual o motivo específico da rerepresentação. Dessa forma, das 5.321 rerepresentações ocorridas no referido período analisado, 220 referem-se a alterações quantitativas. Essa proporção sinaliza diminuição de rerepresentações com mudança quantitativa. De modo semelhante, Marques et al. (2016), ao analisar 5.608 demonstrações financeiras de empresas listadas na BM & FBovespa, referentes ao período de 1997 a 2012, constataram que, em média, 25% foram rerepresentadas, 17% são do tipo obrigatório e apenas 8,4% se referem a alterações quantitativas.

**Tabela 1** - Composição da Amostra

<i>Sub Amostra 1 - Teste de diferença entre médias Publicação</i>	
(+) Total de Reapresentações	220
(-) Excluídas	
(-) Publicação(ões) e/ou Reapresentação(ões) dentro da mesma janela de tempo	51
(-) Dados de cotação ausentes na janela de evento	38
(-) Apresenta volume de negociação 0 em data(s) dentro da janela de evento	12
<b>Sub Amostra 1</b>	<b>119</b>
<i>Sub Amostra 2 - Teste de diferença entre médias Reapresentação</i>	
(+) Total de Reapresentações	220
(-) Excluídas	
(-) Publicação(ões) e/ou Reapresentação(ões) dentro da mesma janela de tempo	58
(-) Dados de cotação ausentes na janela de evento	41
(-) Apresenta volume de negociação 0 em data(s) dentro da janela de evento	15
<b>Sub Amostra 2</b>	<b>106</b>
<i>Sub Amostra 3 - Regressão Múltipla</i>	
(+) Total de Reapresentações	220
(-) Excluídas	
(-) Publicação(ões) e/ou Reapresentação(ões) dentro da mesma janela de tempo	64
(-) Dados de cotação ausentes na janela de evento	43
(-) Apresenta volume de negociação 0 em data(s) dentro da janela de evento	18
<b>Sub Amostra 3</b>	<b>95</b>

**Nota:** As empresas e os motivos de exclusão para cada subamostra estão dispostos nos apêndices D, E e F.

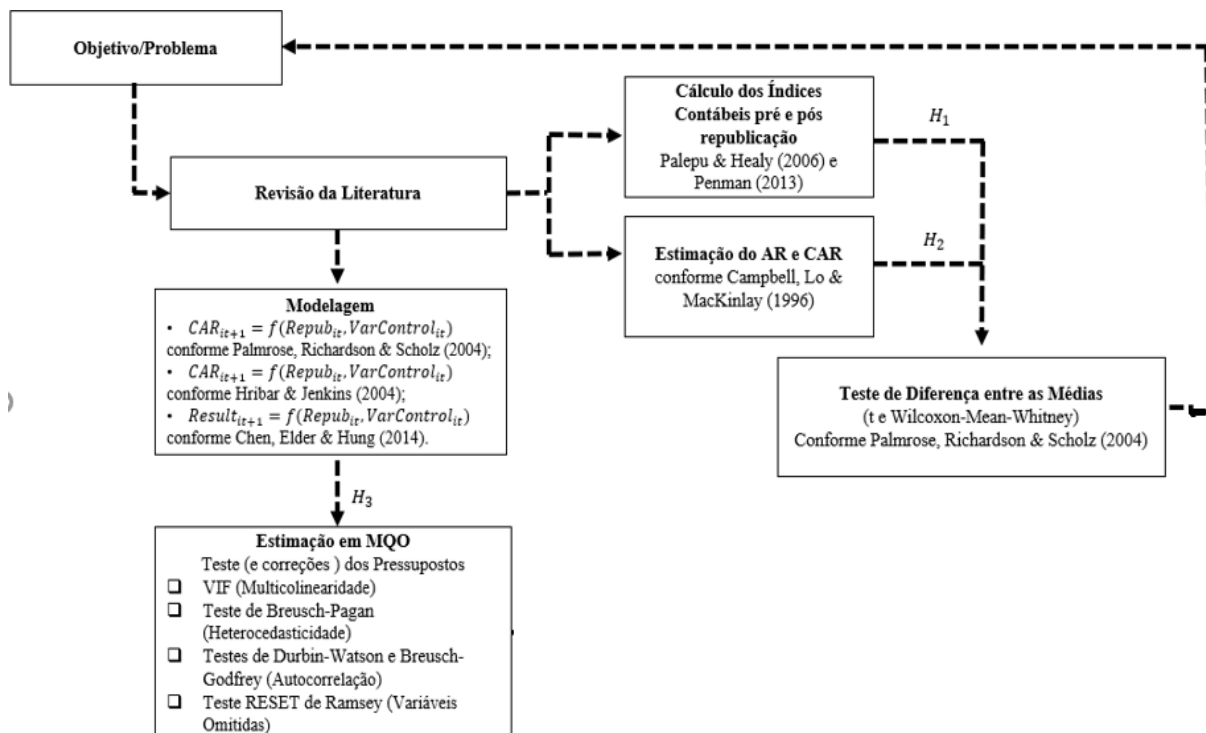
**Fonte:** elaborada pelo autor.

### 3.2 Técnicas de análise dos dados

Para atingir os objetivos deste estudo de evento, foram utilizadas técnicas de estatística descritiva, diferença entre médias e medianas, e análise de regressão múltipla, pois, para os objetivos de teste similares, Palmrose, Richardson e Scholz (2004), assim como Hribar e Jenkins (2004) e Chen, Elder e Hung (2014) utilizaram dessa metodologia para testar suas hipóteses de pesquisa. Dessa forma, apresenta-se na Figura 1, a seguir, o fluxograma a ser seguido neste estudo.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

**Figura 1** – Fluxograma metodológico



**Fonte:** elaborado pelo autor

Os modelos de regressão utilizados e demonstrados a seguir são adaptações dos trabalhos de Palmrose, Richardson e Scholz (2004), que buscaram identificar as variáveis determinantes do comportamento do mercado frente ao anúncio de reapresentação no período de 1995 a 1999. As variáveis incluídas nos modelos também se fundamentam nos estudos de Hribar e Jenkins (2004), que buscaram evidências empíricas do efeito das reapresentações no custo de capital das companhias e em Chen, Elder e Hung (2014), que tiveram como objetivo examinar se as empresas com reação negativa ao mercado no ano seguinte aos anúncios de reapresentação adotam relatórios financeiros mais conservadores para responder à crise de credibilidade, especialmente na era pós-SOX.

O primeiro modelo visa a corroborar os resultados do teste de diferença entre médias e medianas a ser realizado para testar a primeira hipótese de pesquisa, cujo intuito é verificar se há diferença entre os indicadores contábeis antes e depois da reapresentação. O segundo modelo também objetiva ratificar os resultados do teste de diferença entre médias e medianas indicado para testar a segunda hipótese de pesquisa que, por sua vez, tem como objetivo verificar se há alteração significativa entre os retornos anormais do mercado antes e depois do evento.

Por fim, o terceiro modelo, derivado dos outros dois primeiros modelos, tem como objetivo verificar se a diferença nos indicadores contábeis apresenta efeito moderador na reação do mercado quando do evento.

### **Modelo 1** – Efeito reapresentação

$$CAR_{it} = \beta_0 + D_1 Reap_{it} + \beta_8 Ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$



## Modelo 2 – Efeito Índices Financeiros

$$CAR_{it} = \beta_0 + D_1 Reap_{it} + \sum_1^3 \beta_k DifIndFin_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_4 Ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

## Modelo 3 - Efeito moderação

$$CAR_{it} = \beta_0 + D_1 Reap_{it} + \sum_1^3 \beta_k DifIndFin_{it} + D_3 Reap_{it} * \sum_1^3 \beta_k DifIndFin_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 Ano_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Sendo:

**CAR<sub>it</sub>**: retorno anormal acumulado da iésima empresa no período t; **Reap<sub>it</sub>**: variável dummy que assume valor (1) quando o evento trata-se de reapresentação e (0) quando publicação; **DifIndFin<sub>it</sub>**: diferença no iésimo índice financeiro calculado pela diferença antes e depois do evento; **VOL<sub>it</sub>**: volume de negociações da iésima empresa no período t; **Tam<sub>it</sub>**: tamanho da iésima empresa no período t; **Ano<sub>it</sub>**: ano de referência da demonstração contábil.

## 4. ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva das variáveis qualitativas

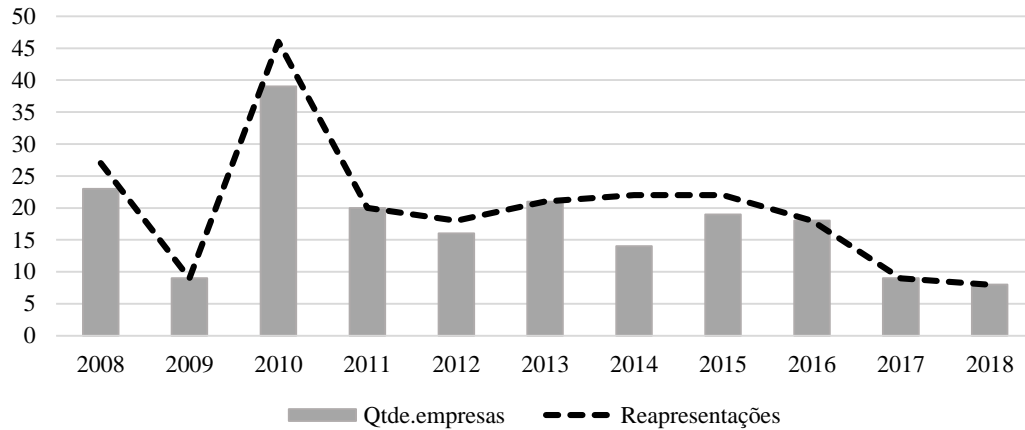
Inicialmente, foi analisada a distribuição dos dados por meio das estatísticas descritivas de variáveis qualitativas, as quais revelam as características da amostra. Conforme exposto na Figura 1, verifica-se que aproximadamente 37% das reapresentações por motivação quantitativas referem-se a demonstrações contábeis com anos de referência 2008, 2009 e 2010. Esta distribuição reflete o período de adaptação e adoção das Normas Internacionais de Contabilidade IFRS.

Dessa forma, os resultados indicam que o sistema regulatório influencia no volume de reapresentações, tendo que, com a adoção compulsória do IFRS integral, em 2010, pelas companhias, o ano experimentou maior percentual de reapresentações (20,9%), bem como maior volume absoluto de empresas reapresentando as demonstrações, o que totalizou o número de 45 nesta amostra. Esse cenário corrobora os achados de Marques et al. (2016) de que mudanças nas normas de contabilidade estão associados ao aumento das reapresentações no ano do evento. Além disso, uma vez que apresenta tendência de queda após esse período, demonstra uma curva de aprendizagem em 2011 e 2012.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

**Figura 2**

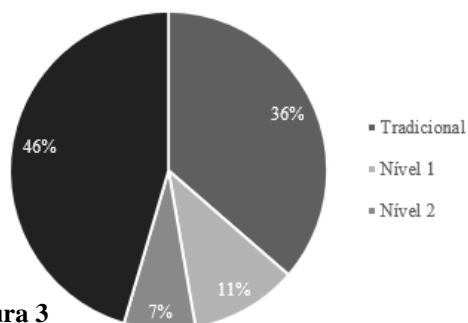
*Distribuição de Frequência das Reapresentações por motivos quantitativos ocorridas no período de 2008 a 2018*



**Fonte:** dados da pesquisa.

Na Figura 3 verifica-se que o “Novo Mercado” – nível de governança mais elevado e, por isso, mais rigoroso, agrupou 45,5% das refazimentos referentes a 53 empresas que, juntas, representam 39,8% da amostra. Contudo, o nível de governança mais diferenciado não apresentou demonstrações com a devida transparência e/ou qualidade de informação contábil quando da publicação (Amel-Zadeh & Zhang, 2015; Ashbaugh-Skaife, Coolins & Jr Kinney, 2007), uma vez que incorreu em refazimento. Logo, como a maior parte das reapresentações, aproximadamente 96% da amostra total, se deu mediante motivação espontânea, este cenário pode sinalizar maior transparência, convergindo, nesse sentido, com os princípios de governança corporativa (Dargenidou, Jaafar & Mcleay, 2014).

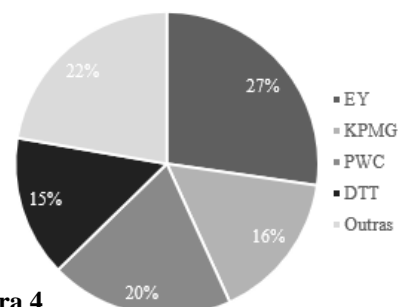
Quanto à distribuição das reapresentações por firma de auditoria, a Figura 4 apresenta, primeiramente, as 4 maiores empresas de auditoria – big 4 – por ordem de reapresentações; em seguida, as outras duas maiores; e, por fim, o agrupamento das demais, visto que, juntas, representam 11,1% da amostra. Em geral, associa-se o serviço de auditoria por big 4 a um maior valor e credibilidade das demonstrações (Boone, Khurana & Raman, 2010; Francis & Yu, 2009). Todavia, conforme Figura 3, aproximadamente 76% das demonstrações foram auditadas por big 4, o que poderia desacreditar essa associação. Contudo, conforme indicado por Marques et al. (2016), pode haver maior número de reapresentações por big 4, considerando que estas também concentram elevado número de clientes.



**Figura 3**

*Proporção de reapresentações por segmento de governança da B3 no período de 2008-2018*

**Fonte:** dados da pesquisa



**Figura 4**

*Proporção de reapresentações por empresa de auditoria no período de 2008-2018*

**Fonte:** dados da pesquisa

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

#### 4.2 Análise de Teste Paramétrico e Não Paramétrico de diferença entre médias/medias – Alteração nos Indicadores Contábeis

Conforme comparação (4) da Tabela 2, quando da reapresentação, observa-se alguma redução na média do ILI, apontando menor disponibilidade de recursos líquidos para honrar seus compromissos a curto prazo. Quando comparada a publicação da demonstração com a segunda e terceira reapresentação, ainda que incorrendo em menor ocorrência e logo, menor quantidade de observações, nota-se alguma redução na média do índice de Composição do Endividamento (5) e (6), sinalizando que a proporção do volume da dívida no curto prazo, apresentada anteriormente, era superior que a situação da entidade exposta na reapresentação.

**Tabela 2** - Resultados dos testes de diferença entre as médias dos indicadores contábeis calculados a partir da publicação e da reapresentação

Variáveis		Publicação				Reapresentação			Diferença	Teste t	Wilcoxon
		N	$\mu$	$\sigma$	CV	$\mu$	$\sigma$	CV	$\mu$	Pr(T>t)	Prob> z
$MB_{it}$	(1)	193	0.334	0.215	0.644	0.268	0.530	1.978	0.066	<b>0.039*</b>	0.848
$ILI_{it}$	(2)	220	0.795	3.437	4.323	0.605	2.530	4.182	0.190	<b>0.065*</b>	0.681
$ROE_{it}$	(2)	220	0.127	0.609	4.795	-0.246	4.010	16.301	0.374	<b>0.078*</b>	0.495
$MB_{it}$	(2)	196	0.334	0.215	0.643	0.270	0.527	1.952	0.064	<b>0.041*</b>	0.687
$ILG_{it}$	(3)	25	1.657	0.713	0.430	1.501	0.599	0.400	0.910	<b>0.090*</b>	0.439
$ILS_{it}$	(3)	25	1.676	2.462	1.469	1.062	0.517	0.487	0.614	<b>0.098*</b>	0.924
$ILI_{it}$	(4)	220	0.655	2.589	3.953	0.605	2.530	4.182	0.050	<b>0.070*</b>	0.298
$CEnd_{it}$	(5)	25	0.410	0.200	0.488	0.403	0.197	0.489	0.007	<b>0.097*</b>	0.952
$CEnd_{it}$	(6)	25	0.403	0.197	0.489	0.403	0.196	0.486	0.000	<b>0.092*</b>	0.986

**Nota:** (1) Comparação entre Publicação Anterior e Publicação corrente (2) Comparação entre Publicação Anterior e Reapresentação 1; (3) Comparação entre Publicação Anterior e Reapresentação 2; (4) Publicação corrente versus Reapresentação 1; (5) Painel F: Publicação corrente versus Reapresentação 2; (6) Comparação entre Reapresentação 1 versus Reapresentação 2.  $MB_{it}$ : Margem Bruta da iésima empresa no período t;  $ILI_{it}$ : índice de liquidez imediata da iésima empresa no período t;  $ROE_{it}$ : rentabilidade do patrimônio líquido da iésima empresa no período t;  $ILS_{it}$ : índice de liquidez seca da iésima empresa no período t;  $ILG_{it}$ : índice de liquidez geral da iésima empresa no período t;  $CEnd_{it}$ : composição do endividamento da iésima empresa no período Significância estatística \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Fonte:** dados da pesquisa.

#### 4.3 Análise de Teste Paramétrico e Não Paramétrico de diferença entre médias/medias – Alteração no Retorno das ações

Conforme Tabela 3 Painel A, nem os retornos anormais diários, nem estes acumulados apresentaram diferença com significância estatística. Desta forma, os resultados convergem com os resultados de Lima & Terra (2004), que não encontraram reação significativa do mercado quando da publicação de informações contábeis e corroboram a hipótese de eficiência de mercado em sua forma semiforte no mercado brasileiro (Netto & Pereira, 2011; Salvi, 2007; Sarlo Netto, et al., 2005).

Quanto aos AR's e CAR's quando da reapresentação (conforme Tabela 3 Painel B), verificam-se retornos anormais e acumulados no 3<sup>o</sup> e 4<sup>o</sup> dia após a reapresentação, havendo então evidências para rejeitar a hipótese nula 2, de que reapresentações não alteram os preços das ações.

Consoante aos achados de Palmore, Richardson e Scholz (2004), que encontraram significância estatística nos CAR's 2 dias após a reapresentação, isto pode indicar que o

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

mercado necessita de certo tempo para analisar o que foi alterado, bem como seu impacto e, assim, precificar. Nesse sentido, o mercado brasileiro demonstra menor celeridade na absorção de novas informações aos preços em comparação, por exemplo, com os Estados Unidos, corroborando os achados de Haque, Hassan e Varela (2001).

**Tabela 3** - Diferença nos retornos anormais e anormal acumulados pré e pós-publicação

	Pré-publicação				Diferença		Teste t	Wilcoxon	Pr(T>t)	Prob> z
	N	μ	σ	CV	μ	σ	CV	μ		
$AR_{(t-1,t+1)}$	118	-0.001	0.025	-25.00	-0.004	0.137	-34.250	0.003	0.411	0.959
$AR_{(t-2,t+2)}$	118	0.015	0.0111	0.74	0.037	0.287	7.757	-0.022	0.779	-0.243
$AR_{(t-3,t+3)}$	118	0.026	0.220	8.462	0.011	0.176	16.000	0.015	0.287	0.950
$AR_{(t-4,t+4)}$	118	-0.002	0.076	-38.00	0.012	0.118	9.833	-0.014	0.857	0.222
$AR_{(t-5,t+5)}$	118	0.014	0.176	12.571	-0.014	0.166	-11.857	0.028	0.106	0.665
$CAR_{(t-2,t+2)}$	119	0.955	1.05e+08	1.10e-08	0.033	0.294	8.909	0.922	0.160	0.519
$CAR_{(t-3,t+3)}$	119	2.93e+07	3.21e+08	0.106	3.677	30.303	8.241	2.03e+07	0.160	0.399
$CAR_{(t-4,t+4)}$	119	2.93e+07	3.21e+08	0.106	0.055	0.358	6.509	2.03e+07	0.160	0.115
$CAR_{(t-5,t+5)}$	119	2.93e+07	3.21e+08	0.106	0.042	0.312	7.423	2.03e+07	0.160	0.134
	Pré-reapresentação				Diferença		Teste t	Wilcoxon	Pr(T>t)	Prob> z
	N	μ	σ	CV	μ	σ	CV	μ		
$AR_{(t-1,t+1)}$	106	0.002	0.173	86.500	-0.026	0.178	-6.846	0.028	0.126	0.254
$AR_{(t-2,t+2)}$	106	-0.021	0.225	-10.714	0.005	0.121	24.2	-0.255	0.848	0.787
$AR_{(t-3,t+3)}$	106	0.017	0.018	1.053	-0.011	0.118	-10.727	0.028	<b>0.092*</b>	0.835
$AR_{(t-4,t+4)}$	106	0.023	0.136	5.913	-0.011	0.108	-9.818	0.034	<b>0.023**</b>	0.154
$AR_{(t-5,t+5)}$	105	0.004	0.357	89.250	-0.020	0.271	-13.55	0.235	0.297	0.879
$CAR_{(t-2,t+2)}$	106	-0.021	0.225	-10.714	0.005	0.121	24.2	-0.003	0.542	0.723
$CAR_{(t-3,t+3)}$	106	0.017	0.018	1.053	-0.011	0.118	-10.727	1.333	0.150	0.402
$CAR_{(t-4,t+4)}$	106	0.023	0.136	5.913	-0.011	0.108	-9.818	0.051	<b>0.057*</b>	0.172
$CAR_{(t-5,t+5)}$	105	0.004	0.357	89.250	-0.020	0.271	-13.55	0.079	<b>0.032**</b>	0.170

**Nota:**  $AR_{(t-n,t+n)}$ : retorno anormal da *i*ésima empresa no período entre a data do evento (t) e n, em que n varia de -5 a +5 conforme a janela de evento.  $CAR_{(t-n,t+n)}$ : retorno anormal da *i*ésima empresa no período entre a data do evento (t) e n, em que n varia de -5 a +5 conforme a janela de evento. Significância estatística \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Fonte:** dados da pesquisa.

Em complemento ao teste de diferença entre médias realizado anteriormente para verificar hipótese 1, apresenta-se, na Tabela 4, a análise descritiva das variáveis quantitativas e o teste de diferença entre médias da diferença entre os indicadores contábeis da Publicação e os da Publicação do ano anterior, e entre Reapresentação e a Publicação. Isto também por meio de teste de diferença entre médias paramétrico (Teste T) e não paramétrico (Wilcoxon), verificando, então, a existência de diferença entre os índices da reapresentação e da publicação.

Observa-se, ainda, que a diferença do índice de liquidez geral, que avalia a capacidade da empresa honrar seus compromissos com terceiros na reapresentação, é divergente da diferença quando da publicação ao nível de 1% de significância, assim como observado entre as Diferenças no Nível de Endividamento – DifNivEnd e Retorno sobre Ativos – DifROA, aos níveis de 1% e 5% de significância respectivamente. Esse cenário subsidia a inclusão dessas variáveis no modelo 3, e tais resultados convergem com os de Angeli, (2008) e de Campos, Fully e Guimarães (2020), que identificaram diminuição do ROA e ROE e aumento do nível de endividamento após a reapresentação. Também foram encontradas diferenças significativas das variáveis Diferenças na composição do endividamento - DifCEnd e Diferenças no Capital de Terceiros - DifCT; todavia, quando incluídas no modelo 3, essas não apresentaram

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

significância. Ademais, a variável volume – VOL não apresentou diferença estatisticamente significativa nem no teste paramétrico T, nem no não paramétrico Wilcoxon.

**Tabela 4** - Estatística descritiva das variáveis quantitativas utilizadas no modelo econométrico

Variáveis	Demonstração anterior/publicação				Demonstração posterior/reapresentação			Diferença $\mu$	Teste t Pr(T>t)	Wilcoxon Prob> z
	N	$\mu$	$\sigma$	CV	$\mu$	$\sigma$	CV			
DifILC <sub>it</sub>	95	-0.040	4.180	-104.50	-0.094	0.367	-3.904	0.054	0.450	0.752
DifILI <sub>it</sub>	95	-0.025	4.178	-167.12	-0.090	0.346	-3.844	0.065	0.441	0.891
DifILS <sub>it</sub>	95	-0.192	2.286	-11.906	-0.101	0.733	-7.257	-0.091	0.645	0.600
DifILG <sub>it</sub>	95	-1305.63	12723.96	-9.745	-0.116	0.401	-3.457	-1305.52	0.841	<b>0.006***</b>
DifNivEnd <sub>it</sub>	95	0.000	0.432	-	-0.048	0.181	-3.771	0.048	0.158	<b>0.000***</b>
DifCEnd <sub>it</sub>	95	0.007	0.153	21.857	-0.023	0.098	-4.261	0.030	<b>0.059*</b>	0.643
DifCT <sub>it</sub>	95	0.009	0.418	46.444	-0.048	0.181	-3.771	0.057	0.114	<b>0.000***</b>
DifROA <sub>it</sub>	95	-0.001	0.189	-189	-0.005	0.031	-6.20	0.004	0.416	<b>0.024**</b>
DifROE <sub>it</sub>	95	-0.003	2.181	-727	-0.135	1.242	-9.200	0.132	0.306	0.104
DifMB <sub>it</sub>	95	-0.036	0.405	-11.250	-0.025	0.119	-4.760	-0.011	0.601	0.606
DifML <sub>it</sub>	95	5.121	51.499	10.056	-0.005	0.095	-19.000	5.126	0.167	0.153
VOL <sub>it</sub>	91	13.329	3.020	0.227	13.324	3.002	225.308	0.005	0.497	0.939
TAM <sub>it</sub>	95	15.040	1.863	0.124	15.040	1.863	0.124	0	-	-

**Nota:** Dif\_ILC<sub>it</sub>: diferença entre o índice de liquidez corrente anterior e o corrente da iésima empresa no período t. Dif\_ILI<sub>it</sub>: diferença entre o índice de liquidez imediata anterior e o corrente da iésima empresa no período t; Dif\_CEnd<sub>it</sub>: diferença entre a composição do endividamento anterior e o corrente da iésima empresa no período t. Dif\_CT<sub>it</sub>: diferença entre a proporção do capital de terceiros anterior e o corrente da iésima empresa no período t; Dif\_ROA<sub>it</sub>: diferença entre a rentabilidade do ativo anterior e o corrente da iésima empresa no período t. Dif\_ROE<sub>it</sub>: diferença entre a rentabilidade do patrimônio líquido anterior e a corrente da iésima empresa no período t; Dif\_MB<sub>it</sub>: diferença entre a margem bruta anterior e a corrente da iésima empresa no período t. Dif\_ML<sub>it</sub>: diferença entre a margem líquida anterior e a corrente da iésima empresa no período t; VOL<sub>it</sub>: logaritmo do volume de negociação da iésima empresa no período t. TAM<sub>it</sub>: logaritmo do ativo da iésima empresa no período t;

**Fonte:** dados da pesquisa.

#### 4.5 Análise regressão uni e multivariada

Conforme figurado na Tabela 5, os resultados da presente regressão corroboram os achados do teste T pareado e ainda acrescentam significância estatística nos retornos anormais em volta da reapresentação a partir do segundo dia com nível de significância de 10% e no terceiro, quarto e quinto dia com 5% de significância.

Diferentemente dos resultados de Netto e Pereira (2011), que não encontraram efeito significativo das reapresentações no mercado, a reação estatisticamente significativa e negativa apontada na Tabela 13 converge com os achados de Palmorse, Richardson e Scholz, (2004) e Hirchey, Palmrose e Scholz (2003), que indicam reação negativa no mercado, observando queda no preço das ações, o que sinaliza a mudança na expectativa de desempenho futuro da companhia. Dessa forma, essa reação demonstra que as reapresentações podem aumentar a incerteza quanto às informações e ao desempenho da empresa (Barniv & Cao, 2009). Logo, aumentam a percepção do risco pelos acionistas, fazendo com que as empresas percam credibilidade (Chen, Elder & Hung, 2014).

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

**Tabela 5** - Estatísticas do modelo univariado para avaliação da hipótese 2

		CAR <sub>1</sub>	CAR <sub>2</sub>	CAR <sub>3</sub>	CAR <sub>4</sub>	CAR <sub>5</sub>
<i>Reap<sub>it</sub></i>	(H <sub>2</sub> )	-0.0280 (0.0245)	<b>-0.0696*</b> <b>(0.0408)</b>	<b>-0.088**</b> <b>(0.0417)</b>	<b>-0.118**</b> <b>(0.0538)</b>	<b>-0.119**</b> <b>(0.0577)</b>
Intercepto		-0.0881 (0.0613)	0.0308 (0.0750)	0.0137 (0.0841)	0.0531 (0.1222)	-0.01345 (0.0874)
Observações		190	190	190	190	190
R <sup>2</sup>		0.065	0.046	0.051	0.045	0.030
Controle de Setor		Não	Não	Não	Não	Não
Controle de Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

**Nota:** **CAR<sub>1</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -1 ao +1; **CAR<sub>2</sub>**: retorno anormal acumulado do dia - ao +2; **CAR<sub>3</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -3 ao +3; **CAR<sub>4</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -4 ao +4; **CAR<sub>5</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -5 ao +5; **Re<sub>it</sub>**: variável dummy que assume valor (1) quando o evento trata-se de reapresentação e (0) quando publicação. Todas as variáveis quantitativas foram winsorizadas entre 1 e 99%. Os erros padrões robustos estão entre parênteses. Nível de significância entre parênteses. Significância estatística \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Fonte:** dados da pesquisa.

A fim de verificar o efeito dos indicadores nos preços das ações quando da reapresentação, foram estimadas as regressões cujas variáveis que apresentaram significância estatística estão demonstradas na Tabela 6. Conforme supracitado, foram testadas as variáveis: Big4, Segmento econômico, Nível de governança corporativa, Taxa de reapresentação, Remuneração da auditoria, Remuneração dos gestores, Logaritmo do volume de ações negociadas e Modalidade de reapresentação. Contudo, elas não apresentaram significância estatística.

Sendo assim, controlando o ano e a variável tamanho das empresas, e incluindo as diferenças nos indicadores contábeis, foi possível verificar que a reapresentação continua sendo estatisticamente significativa em explicar o retorno anormal acumulado. Observa-se, também, que a Diferença no índice de liquidez geral, cujo aumento indica maior capacidade solvência, bem como Diferença no nível de endividamento, cujo aumento sinaliza maior dimensão da dívida frente ao ativo, e a Diferença no retorno sobre investimento – ROE, cujo aumento apresenta maior rentabilidade do patrimônio investido, juntas, apresentam capacidade de explicação do retorno anormal acumulado das ações quando da reapresentação.

**Tabela 6** - Estatísticas do modelo para avaliação das hipóteses 2 e 3

	Hipótese/Sinal Esperado	CAR <sub>1</sub>	CAR <sub>2</sub>	CAR <sub>3</sub>	CAR <sub>4</sub>	CAR <sub>5</sub>
<i>Reap<sub>it</sub></i>	(H <sub>2</sub> )	-0.0261 (0.0253)	<b>-0.0713*</b> <b>(0.0423)</b>	<b>-0.0889*</b> <b>(0.0462)</b>	<b>-0.119**</b> <b>(0.0558)</b>	<b>-0.113**</b> <b>(0.0524)</b>
<i>DifILG<sub>it</sub></i>	(H <sub>2</sub> )	-9.76e-07 (5.93e-07)	4.10e-07 (7.27e-07)	-7.80e-07 (7.99e-07)	5.61e-08 (1.17e-06)	-8.70e-07 (9.24e-07)
<i>Reap<sub>it</sub> x DifILG<sub>it</sub></i>	(H <sub>3</sub> )	<b>-0.256**</b> <b>(0.122)</b>	<b>-0.583*</b> <b>(0.280)</b>	<b>-0.5170*</b> <b>(0.272)</b>	<b>-0.5438*</b> <b>(0.260)</b>	-2.390 (1.632)
<i>DifNivEnd<sub>it</sub></i>	(H <sub>2</sub> )	0.00744 (0.0236)	-0.065 (0.0893)	-0.0452 (0.0780)	-0.0720 (0.0926)	-0.0704 (0.0875)
<i>Reap<sub>it</sub> x DifNivEnd<sub>it</sub></i>	(H <sub>3</sub> )	<b>-2.673***</b> <b>(0.736)</b>	<b>-4.889*</b> <b>(2.846)</b>	-4.394 (2.711)	-4.094 (2.406)	-31.11 (21.53)
<i>DifROE<sub>it</sub></i>	(H <sub>2</sub> )	-0.00504 (0.0066)	-0.00584 (0.0110)	-0.00414 (0.0108)	-0.00711 (0.0112)	-0.00595 (0.0113)
<i>Reap<sub>it</sub> x DifROE<sub>it</sub></i>	(H <sub>3</sub> )	<b>-0.030**</b> <b>(0.0121)</b>	-0.0574 (0.0247)	-0.0539 (0.0389)	-0.0470 (0.0355)	-0.3981 (0.279)
<i>Tam<sub>it</sub></i>	(-)	0.00111	-0.0247	-0.0140	-0.0128	-0.0016

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

	(0.0087)	(0.0171)	(0.0184)	(0.0210)	(0.0238)
Intercepto	-0.109	0.390	0.217	0.239	0.002
	(0.164)	(0.273)	(0.288)	(0.358)	(0.382)
Observações	190	190	190	190	190
R <sup>2</sup>	0.063	0.081	0.063	0.056	0.143
Controle de Setor	Não	Não	Não	Não	Não
Controle de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

**Nota:** **CAR<sub>1</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -1 ao +1; **CAR<sub>2</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -2 ao +2; **CAR<sub>3</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -3 ao +3; **CAR<sub>4</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -4 ao +4; **CAR<sub>5</sub>**: retorno anormal acumulado do dia -5 ao +5; **Reap<sub>it</sub>**: variável dummy que assume valor (1) quando o evento trata-se de reapresentação e (0) quando publicação; **Dif\_ILG<sub>it</sub>**: diferença no índice de liquidez geral anterior menos o corrente da iésima empresa no período t. **Dif\_NivEnd<sub>it</sub>**: diferença no nível de endividamento anterior menos o corrente da iésima empresa no período t; **Dif\_ROE<sub>it</sub>**: diferença no retorno do patrimônio líquido anterior menos o corrente da iésima empresa no período t. Todas as variáveis quantitativas foram winsorizadas entre 1 e 99%. Os erros padrões robustos estão entre parênteses. Significância estatística \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Fonte:** dados da pesquisa.

Destaca-se, também, que as diferenças nos três indicadores apontam coeficiente negativo, sugerindo que, independente do grupo de indicador contábil, mudanças quantitativas que os afetem são percebidas negativamente pelo mercado. Entre os achados de pesquisa na literatura nacional sobre o tema está a pesquisa de Souza (2013), que identificou reação no mercado quando da reapresentação por motivos de “Classificação, Mensuração e Reconhecimento”. Todavia, esse estudo difere dos achados de Netto e Pereira (2011) que, no cenário brasileiro, não identificaram diferença estatisticamente significativa no preço das ações antes e depois das reapresentações. Por conseguinte, os resultados da presente pesquisa indicam efeito moderador da diferença nos indicadores quando da reapresentação nos preços das ações, servindo como evidência para rejeitar a hipótese nula 3.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo geral analisar o efeito das reapresentações sobre o preço das empresas brasileiras listadas na B3. Para tanto, buscou evidenciar empiricamente o efeito das reapresentações nos indicadores financeiros, bem como o efeito desses no retorno das ações frente à reapresentação das demonstrações contábeis. Os dados foram analisados por meio de estatística descritiva, teste de diferença entre médias, matriz de correlação e regressão múltipla, tendo como amostra as companhias listadas na bolsa de valores do Brasil e que reapresentaram suas demonstrações contábeis referentes ao período de 2008 a 2018, tendo como motivo a alteração nos números contábeis.

Verificou-se que o refazimento das demonstrações contábeis altera, em alguma medida, os indicadores contábeis, rejeitando parcialmente a hipótese nula, visto que os indicadores cujas diferenças apresentaram significância estatística com maior robustez foram o Índice de Liquidez Geral, o Nível de Endividamento e a Rentabilidade do Patrimônio Líquido. Esses resultados foram consistentes com os achados de Angeli (2008) e Campos, Fully e Guimarães (2020), que identificaram diminuição do ROA e do ROE, assim como aumento do nível de endividamento após a reapresentação.

Por meio deste estudo de evento, observou-se também que a reapresentação afeta negativamente os preços das ações a partir do segundo dia da reapresentação, inferindo que o mercado necessita de algum tempo para tomar ciência e tomar uma decisão, o que converge com o entendimento de Palmrose, Richardson e Scholz (2004). Apesar dos retornos anormais acumulados terem sido estatisticamente significativos e com sinal negativo em relação à



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

reapresentação, não foi observada diferença entre o volume de negociação quando da reapresentação em relação à publicação.

Por fim, quando testada a interação entre as variáveis independentes de reapresentação e a diferença nos indicadores ILG, NivEnd e ROE, verifica-se efeito moderador destes. Nesse âmbito, é possível observar que o efeito potencializador na reação do mercado é negativo. Sendo assim, sugere-se que, independentemente do indicador contábil ter aumentado, o mercado precifica negativamente as ações cuja reapresentação altere números contábeis que afetem os indicadores geralmente utilizados para medir desempenho e valor. Tais achados convergem com os estudos de Souza (2013); Amel-Zadeh e Zang (2015); Brad et al. (2011); Karpoff, Scott e Martin (2008); Desai, Krishnamurthy e Venkataraman (2006a); Akhigbe, Kudla e Madura (2005); Hirschey, Palmrose e Scholz (2005); Palmrose e Scholz (2004); Hribar e Jenkins (2004); Anderson e Yohn (2002); e Wu (2002), que encontraram retornos negativos do mercado quando da reapresentação, sugerindo que os acionistas percebem maior risco e incerteza quanto às informações prestadas pela companhia, assim precificando negativamente este ativo (Chen, 2014; Kravet & Shevlin, 2010; Barniv & Cao, 2009; Hirschey, Palmrose & Scholz, 2003). E, ainda, no efeito moderador de indicadores de desempenho, como o de rentabilidade, que apresentou efeito progressivamente negativo na reação do mercado quando a reapresentação resultou em diminuição do lucro. Isto ocorreu por aumentar a incerteza com relação à credibilidade da gestão, competência gerencial e a percepção geral da expectativa de ganhos (Hribar & Jenkins, 2004).

As contribuições deste estudo são relevantes para os órgãos fiscalizadores e reguladores porque foram identificadas as empresas, os motivos e o efeito das reapresentações quantitativas nos indicadores contábeis e no mercado, sobre os quais se observou a necessidade de monitorar as variações contidas nas reapresentações. Com relação às companhias, evidenciou-se a reação do mercado quando do reconhecimento de irregularidade nos demonstrativos contábeis emitidos pelas mesmas, identificando que a alteração em números contábeis que atinjam métricas utilizadas pelos acionistas para monitorar e comparar desempenho possui efeito negativo em seu preço, revelando diminuição de credibilidade e aumento de incertezas. Com relação aos usuários das informações contábeis, verificou-se que as reapresentações quantitativas alteram, em alguma medida, os indicadores contábeis, métricas que podem ter sido utilizadas na decisão quando da publicação e que não condiziam com a realidade da empresa. E, no que tange aos auditores, observou-se a relevância de um serviço de auditoria consistente, que demonstrou o efeito negativo no preço das ações de uma empresa que reapresenta uma demonstração já auditada.

Destaca-se que os achados deste estudo de evento limitam-se às empresas participantes da amostra e às particularidades da pesquisa. É preciso considerar que, aproximadamente, mais de 90% das reapresentações são qualitativas e que o período inicial com informações das demonstrações contábeis dispostas na CVM é 2008. Logo, o estudo apresenta uma amostra pequena, considerando ainda o relativo volume de empresas com baixa liquidez e/ou com ausência do preço de cotações na janela de evento no Yahoo Cotações.

Assim, este estudo tem como grupo de controle a publicação das demonstrações contábeis a que se refere a reapresentação das próprias companhias. Dessa forma, sugere-se, para pesquisas futuras, a utilização de um grupo exógeno de empresas para comparação. Também indica-se testar se há relação entre a taxa de reapresentação total com os retornos anormais, de modo que interaja com a diferença nos indicadores, a fim de verificar se o mercado dá menos ou mais atenção às empresas que reapresentam mais, considerando que pode haver inúmeras reapresentações que não impactam os números contábeis, mas, dentre elas, outras que alterem.





São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

## REFERÊNCIAS

- Akhigbe, A., R. J. Kudla, & J. Madura. (2005). Why are some corporate earnings restatements more damaging? *Applied Financial Economics* 15: 327–336.
- Amel-Zadeh, A. & Zhang, Y. (2015). The Economic Consequences of Financial Restatements: Evidence from the Market for Corporate Control. *The Accounting Review*: January 2015, Vol. 90, No. 1, pp. 1-29.
- Anderson, K. & T. Yohn. (2002). “The Effect of 10-K Restatements on Firm Value, Information Asymmetries, and Investors’ Reliance on Earnings.” Working paper, Georgetown University.
- Angeli, P. P. T. (2008). Reapresentação das Demonstrações Contábeis: uma análise dos índices ROA, ROE e endividamento total em empresas brasileiras no período de 2000 a 2005. Dissertação Mestrado em Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, Espírito Santo, Brasil.
- Assaf Neto, A. (2012). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 10. ed. São Paulo: Atlas.
- Ashbaugh-Skaife, H., Coolins, D. W. & Jr Kinney, W. R.r. (2007). The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits. *Journal of Accounting and Economics* 44: 166– 192.
- Barniv, R. R., & Cao, J. (2009). Does information uncertainty affect investors’ responses to analysts’ forecast revisions? An investigation of accounting restatements. *Journal of Accounting Public Policy*, 28(4), 328-248.
- Barth, M. E. Landsman, W. R. & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting. Research* Volume 46, Issue 3 p. 467-498.
- Bhattacharya, N.; Desai, H. & Venkataraman, K. (2008). Earnings Quality and Information Asymmetry: Evidence From Trading Costs. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.1266351.
- Blankley, A. I., Hurtt, D. N., & MacGregor, J. E. (2012). Abnormal Audit Fees and Restatements. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 31(1), 79–96. doi:10.2308/ajpt-10210
- Boone, J. P., Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2010). Do the Big 4 and the Second-tier firms provide audits of similar quality? *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(4), 330–352. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2010.06.007.
- Brad A. Badertscher, S. Hribar, P. & Jenkins, N. T. (2011) Informed Trading and the Market Reaction to Accounting Restatements. *The Accounting Review*: September 2011, Vol. 86, No. 5, pp. 1519-1547.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Campos, S. S.; Fully, R. M. P.; Guimarães, A. A. B. (2020). Reapresentação das Demonstrações Contábeis: Uma Análise sob a perspectiva dos indicadores de desempenho. *Revista ABCustos*, São Leopoldo: Associação Brasileira de Custos, v. 15, n. 1, p. 48-71.

Chiudini, V., Cunha, P. R. da, & Marques, L. (2018). Relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o Audit Delay. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 17(51).

Chen, K., Elder, R., & Hung, S. (2014). Do post-restatement firms care about financial credibility? Evidence from the pre- and post-SOX eras. *Journal of Accounting Public Policy*, 33(2), 107-126.

Dargenidou, C.; Jaafar, A.; Mcleay, S. (2014). Regulation, Bonding and the quality of Financial Statements. Em: R. Di Pietra, S. McLeay, & J. Ronen, *Accounting and Regulation: new insights on Governance, Markets and Institutions*. p. 191-228. New York: Springer.

Defond, M.; Lennox, C. & Zhang, J. (2016) Some Controversies in the Auditing Literature. Working paper, Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/6902/3fdbd0e381124490f7da023867c90b85d2ce.pdf>>.

Desai, H., S. Krishnamurthy, & Venkataraman, K. (2006a). Do short sellers target firms with poor earnings quality? Evidence from earnings restatements. *Review of Accounting Studies* 11: 71–90.

Desai, H., C. Hogan, & Wilkins, M. (2006b). The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover. *The Accounting Review* 81 (1): 83–112.

Dichev, I. D. & Skinner, D. J. (2002) Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123. doi: 10.1111/1475-679X.00083

Fama, E (1970). Efficient Market: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Economics*, vol. 14, p. 383-417

Francis, J. R & Yu, M. D. (2009). Big 4 Office Size and Audit Quality. *The Accounting Review*: September 2009, Vol. 84, No. 5, pp. 1521-1552.

Guerra, R. B. (2019). MONITORAMENTO e Punição no Mercado de Capitais brasileiro: Analisando Os Problemas Contábeis Identificados pela Cvm. Dissertação Mestrado em Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santos (UFES), Espírito Santo, Brasil.

Haque, M.; Hassan, M.K. & Varela, O. (2001). Stability, volatility, risk premiums and predictability in Latin American emerging stock markets. *Quarterly Journal of Business and Economics* 40.

Healy, P. M.; Palepu, K. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *SSRN Electronic Journal* .



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

doi:10.2139/ssrn.258514. Hirschey, M.; Palmrose, Z. V.; Scholz, S. (2003). Long-term market underreaction to accounting restatements. University of Kansas.

Hennes, K. M., Leone, A. J., & Miller, B. P. (2014). Determinants and Market Consequences of Auditor Dismissals after Accounting Restatements. *The Accounting Review*, 89(3), 1051–1082. doi:10.2308/accr-50680

Hribar, P., & Jenkins, N. T. (2004). The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital. *Review of Accounting Studies*, 9(2/3), 337–356. doi:10.1023/b:rast.0000028194.11371.42.

Huang, Y., & Scholz, S. (2012). Evidence on the Association between Financial Restatements and Auditor Resignations. *Accounting Horizons*, 26(3), 439–464. doi:10.2308/acch-50200

Irani, A. J.; Tate, S. L. & Xu, L. E. (2015). Restatements: Do They Affect Auditor Reputation for Quality?. *Accounting Horizons: December 2015, Vol. 29, No. 4*, pp. 829-851.

Karpoff, J. M., Scott L., D., & Martin, G. S. (2008). The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 193–215. doi:10.1016/j.jfineco.2007.06.003.

Kedia, S. & T. Philippon, T. (2009). The economics of fraudulent accounting. *Review of Financial Studies* 22: 2168–2199.

Kravet, T. & Shevlin, T. (2010). Accounting restatements and information risk. *Review of Accounting Studies* 15: 264–294.

Lima, J. B. N. & Terra, P. R. S. (2004). A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro à Divulgação das Informações Contábeis Parte I: O Efeito Incondicional e Segundo o Resultado do Exercício. Rio de Janeiro. Anpad.

Lopes, A. B. (2005). Financial Accounting in Brazil: an Empirical Examination. *Latin American Business Review* 6, p. 45-68.

Makar, S. D., & Alam, P. (1998). Earnings Management and Antitrust Investigations: Political Costs Over Business Cycles. *Journal of Business Finance Accounting*, 25(5&6), 701–720. doi:10.1111/1468-5957.00208.

Mande, V. & Son, M. (2013). Do Financial Restatements Lead to Auditor Changes?. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory: May 2013, Vol. 32, No. 2*, pp. 119-145.

Marques, V. A. (2016). Qualidade das Informações Financeiras e o Ambiente Regulatório: Evidências Empíricas no Período de 1998-2013. (Doutorado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração - CEPEAD, Universidade Federal de Minas Gerais (Tese de Doutorado). Belo Horizonte.

Marques, V.A; Amaral, H.; Souza, A.; Santos, K. & Belo, P. H. (2017) Determinantes das Republicações no Mercado Brasileiro: Uma Análise a partir dos Incentivos ao Gerenciamento de Resultados. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 11, n. 2



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Netto, F. H. & Pereira, C. C. (2011). Impacto da reapresentação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, Brasil. ISSN (impresso)1807-1821 - ISSN (eletrônico) 2175-8069.

Palmrose, Z.-V., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 59–89. doi:10.1016/j.jacceco.2003.06.003.

Sarlo Neto, A.; Teixeira, A. J. C.; Loss, L. & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 46-58. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100004>.

Salvi, A. (2007). 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. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. doi:10.11606/D.96.2007.tde-10092007-105528. Recuperado em 2020-02-15, de [www.teses.usp.br](http://www.teses.usp.br).

Scott, W. R. (2011). *Financial Accounting Theory*(Sixth Edit). Cana: Person Prentice Hall.

Souza, S. M. Reação do Mercado às Reapresentações de demonstrações Contábeis no Brasil no período de 2000 a 2011 (2013). Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Finanças. Bibliografia: f. 47-49.

Srinivasan, S., Wahid, A. S., & Yu, G. (2015). Admitting Mistakes: Home Country Effect on the Reliability of Restatement Reporting. *The Accounting Review*, 90(3), 1201–1240. doi:10.2308/accr-50887.

Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.

Wu, M. (2002). *Earnings Restatements: A Capital Markets Perspective*. Working paper. doi: 10.2139/ssrn.18442