

DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS REGULATÓRIAS E RETORNO ANORMAL DE AÇÕES: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA

REGULATORY ACCOUNTING STATEMENTS AND ABNORMAL RETURN OF SHARES: AN ANALYSIS OF THE ELECTRIC SECTOR COMPANIES

JEFFERSON SILVA DO NASCIMENTO

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

RODOLFO MAIA ROSADO CASCU DO RODRIGUES

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

Recebido em 03/07/18

Avaliado pelo sistema *double blind review* e solicitado revisões em 14/08/18

Aceito para publicação pelo Editor Chefe Dr. Leonardo José Seixas Pinto em 24/10/18 e publicado em 28/12/18

RESUMO

Com a criação da Contabilidade Regulatória por parte da ANEEL através da resolução 396/2010, as empresas transmissoras e distribuidoras de energia elétrica passaram a serem obrigadas a divulgar as Demonstrações Contábeis regulatórias. O objetivo desta pesquisa é identificar a relação entre os lucros societário e regulatório e o retorno anormal das ações de empresas de energia elétrica. Para isso foram analisadas as demonstrações contábeis no período de 2015 e 2016 de 18 empresas de transmissão e distribuição de energia listadas no Brasil Bolsa Balcão (B3). Através da estatística descritiva e do teste *t-student* para teste de médias entre o lucro regulatório e societário pode-se inferir que existem diferenças significativas, apontando para o indicativo de que as diferenças na legislação em relação à elaboração das demonstrações contábeis societárias e regulatórias podem impactar de forma diferente o mercado. Além disso, a regressão pelos mínimos quadrados ordinários sugere a contabilidade regulatória como a variável que influencia o retorno anormal das ações, concluindo-se que o mercado pode estar priorizando a divulgação das demonstrações regulatórias para a tomada de decisão.

Palavras-chave: Contabilidade regulatória; Demonstrações contábeis; Retorno anormal; Lucro societário; Lucro regulatório.

ABSTRACT

After creation of Regulatory Accounting by ANEEL through resolution 396/2010, transmission and distribution electric energy companies are now required to disclose the regulatory accounting statements. The objective of this research is to identify the relationship between financial and regulatory profits and the abnormal return of shares of electric power companies. For this purpose, we analyzed the financial statements for the period 2015 and 2016 of 18 transmission and distribution companies listed in Brazil Bolsa Balcão (B3). Through descriptive statistics and the *t-student* test to test the means between regulatory and corporate profit, it can be inferred that there are significant differences, pointing to the indication that differences in legislation in relation to the preparation of the corporate and regulatory accounting statements may impact the market differently. In addition, the regression by ordinary least squares suggests regulatory accounting as the variable that influences the abnormal return of stocks, concluding that the market may be prioritizing the disclosure of regulatory statements for decision making.

Keywords: Regulatory accounting; Accounting statements; Abnormal return; Corporate profit; Regulatory profit.

1. INTRODUÇÃO

A partir da criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), por meio da Resolução 1.055/2005, emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), teve início o processo de harmonização das normas contábeis brasileiras às normas internacionais, dando destaque: a) a redução de riscos dos investimentos internacionais, bem como os créditos de natureza comercial, redução de risco derivada por uma melhor interpretação das demonstrações contábeis; b) uma maior comunicação no mundo internacional dos negócios, a partir da utilização de uma linguagem contábil homogênea; e c) a redução do custo de capital que deriva dessa harmonização, o que seria de suma importância para o Brasil (CFC, 2005).

Com o advento da Lei 11.638/07, tornou-se possível no Brasil a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade, podendo-se constatar diversas mudanças tanto no aspecto societário, quanto no que diz respeito às demonstrações contábeis, além do que as novas mudanças trouxeram desafios para o profissional contábil, estudiosos do tema, administradores e o mercado de capitais (ANTUNES et al, 2012).

Ainda nesse contexto, remete-se a importância do CPC que tem como objetivo o estudo, o preparo e a emissão de pronunciamentos técnicos sobre Contabilidade, visando facilitar a divulgação e interpretação das informações, priorizando sempre a uniformização dos processos e considerando a convergência da Contabilidade brasileira aos padrões internacionais (CPC, 2011).

As demonstrações contábeis precisam ser elaboradas de forma fidedigna a fim de atenderem aos investidores e demais usuários. Dessa forma, podem se valer das demonstrações contábeis para: a) decidir quando vender/comprar instrumentos patrimoniais; b) avaliar a recuperação dos investimentos feitos na entidade; c) elaborar a distribuição de dividendos e lucros; d) avaliar o grau de retorno do investimento, entre outros (CPC 00, 2011).

Diante deste cenário, as diversas mudanças ocorridas nas práticas contábeis adotadas no Brasil, afetaram os diversos setores da economia, dentre os quais, o de energia elétrica. A partir disso, foi emitida a Interpretação Técnica ICPC 01, orientando as concessionárias sobre a contabilização dos serviços públicos a entidades privadas. Tais esclarecimentos remetiam: a) tratamento do concessionário sobre a infraestrutura; b) reconhecimento e mensuração do valor do contrato; c) serviços de construção e melhoria; d) serviços de operação, entre outros (ICPC01, 2009).

Apesar da publicação de uma interpretação técnica, com o objetivo de garantir à sociedade um conjunto de informações mais concisas e de forma clara, visando à transparência das operações das empresas do setor de energia elétrica, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) publicou a Resolução 396/2010, sendo exigida das empresas uma contabilidade auxiliar, denominada de Contabilidade Regulatória. Discorrendo em seu artigo 7º, a citada resolução dispõe que ficam instituídas as Demonstrações Contábeis Regulatórias a terem seus modelos definidos pela Agência Nacional de Energia Elétrica, devendo ser feitas pelas concessionárias e permissionárias de serviços de distribuição e transmissão de energia elétrica.

Outro fator importante a ser destacado encontra-se no art. 10º da mesma resolução, o qual cita a criação do CIEFSE (Central de Informações Econômico-Financeiras do Setor Elétrico), a ser disponibilizada no site da ANEEL, devendo conter até o dia 30 de abril do ano subsequente do término do exercício social, as demonstrações contábeis societária e regulatória a partir do ano de 2011.

Não obstante, ainda existindo lacunas quanto à contabilização nas concessionárias, foi publicado a Orientação Técnica OCPC 05 – Contratos de Concessão em 2010, com o intuito de dirimir as dúvidas dos contadores, administradores direcionadas para os setores de rodovia, ferrovia e energia elétrica. No entanto, por analogia poderiam ser adotadas as práticas, no que coubessem, às outras entidades reguladoras dos serviços de água, telecomunicações, distribuição de gás, entre outros.

Dessa forma, quando se compara o desempenho de uma empresa nas demonstrações contábeis societárias e regulatórias, percebe-se uma diferença nos resultados obtidos. Diante disso surge o seguinte questionamento: **Qual a relação entre os lucros societários e lucros regulatórios com o retorno anormal das ações das empresas de energia elétrica?**

O setor de energia representa grande importância para o desenvolvimento do país, sendo várias as empresas envolvidas nesse ramo, definido desde a geração, passando pela transmissão e chegando até a distribuição de energia elétrica, por se tratar de um setor estratégico e com grande impacto social, já que atinge famílias, empresas, investidores, entre outros, o setor sofre forte influência regulatória através da ANEEL.

Alguns trabalhos já mencionaram as diferenças existentes, demonstrando a importância de haver uma maior aproximação da contabilidade societária e regulatória, haja vista que a adoção de algumas práticas contábeis é diferente, sendo assim necessária a conciliação dos saldos com maior detalhamento das operações (HOPPE, 2012).

Assim, por apresentar dois resultados distintos devido à elaboração de dois grupos de demonstrações contábeis, o resultado apresentado pelas empresas distribuidoras e transmissoras de energia elétrica pode ocasionar alguma interpretação errônea por parte dos usuários, ou de certa forma, gerar alguns questionamentos quanto à fidedignidade das informações, levando-os a tomarem decisões equivocadas.

A pesquisa busca contribuir com a literatura ao investigar como os lucros distintos apresentados por uma mesma empresa podem influenciar o retorno anormal das ações das empresas de energia elétrica. Reforçando a ideia da importância da pesquisa, percebe-se que os diversos trabalhos realizados anteriormente procuraram demonstrar as diferenças significativas entre os resultados, a comparação entre os lucros obtidos, discussões teóricas a respeito da adoção das instruções e normas técnicas, mas não em relação ao impacto que as duas informações representam aos investidores, através do retorno das ações das referidas empresas.

O presente trabalho procura entender essas diferenças sob a ótica do impacto nos investidores do mercado de capitais através da mensuração do relacionamento entre os retornos e os lucros societário e regulatório. Assim, se diferencia dos estudos anteriores (BRUGNI et al, 2011; CARVALHO, 2013; MONTEIRO, 2014; SALES, 2014), que buscaram analisar o impacto da adoção das normas internacionais e da contabilidade regulatória verificando a comparabilidade das contas contábeis, os principais pontos de divergência entre as duas contabilidades e a interferência na formação o preço tarifário.

O trabalho também se diferencia de Oliveira (2015), já que embora este tenha analisado a comparabilidade entre o lucro líquido e o patrimônio líquido das demonstrações contábeis regulatórias e societárias das empresas de geração, transmissão e distribuição do setor elétrico brasileiro, a presente pesquisa aborda a reação do mercado de capitais, mensurado pelo retorno da ação a essas diferenças contábeis.

2. METODOLOGIA

2.1 Coleta dos Dados

A amostra utilizada para análise corresponde às empresas concessionárias de transmissão e distribuição de energia elétrica listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão e que possuem demonstrações contábeis regulatórias e societárias divulgadas nos anos de 2015 e 2016.

Assim sendo, foram obtidas informações de 18 empresas de transmissão e distribuição de energia elétrica conforme ilustra o Quadro 1.

Razão Social	Abreviatura	Código da Ação
Afluente transmissão de energia elétrica s.a.	AFLUENTE T	AFLU3
Cia Energética de Brasília	CEB	CEBR3
Cia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica	CEEE-D	CEED3
Centrais Elétricas de Santa Catarina S/A	CELESC	CLSC3
Celg Distribuição S/A	CELG	GPAR3
Centrais Elétricas do Pará S/A	CELPA	CELP3
Cia Energética do Maranhão	CEMAR	ENMA3B
Cemig Distribuição S/A	CEMIG	CMIG3
Cia Energética de São Paulo	CESP	CESP3
Cia Eletricidade Est. da Bahia	COELBA	CEEB3
Cia Energética do Ceará	COELCE	COCE3
Cia Paranaense de Energia	COPEL	CPLE3
CPFL Energia S/A	CPFL	CPFE3
Eletrobras Participações S/A	ELETROPAR	LIPR3
Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S/A	ELETROPAULO	ELPL3
Empresa Metrop. Águas Energia S/A	EMAE	EMAE3
Energisa S/A	ENERGISA	ENGI3
Transmissora Aliança de Energia Elétrica	TAESA	TAE33

Quadro 1: Empresas analisadas

Fonte: Elaboração própria de dados da B3, 2017

As informações analisadas referentes às demonstrações contábeis dos anos de 2015 e 2016 foram obtidas nos sítios eletrônicos das empresas. Em relação ao valor das ações e índice Bovespa foram extraídos do sítio eletrônico da B3. Também foram necessárias as informações referentes aos índices Alpha e Beta brutos das empresas sendo extraídos do banco de dados *Bloomberg*®.

2.2 Tratamento dos Dados

2.2.1 Cálculo dos Retornos Anormais

O tratamento e interpretação dos retornos foram realizados conforme a metodologia utilizada por Mackinlay (1997). Para tanto, segue a representação do cálculo dos retornos anormais:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t)$$

Em que:

AR_{it} : retorno anormal do ativo i na data t

R_{it} : retorno real do ativo i na data t

$E(R_{it} | X_t)$: retorno estimado do ativo i na data t , dado o retorno de X_t

O retorno estimado foi calculado através do modelo de precificação de ativos, CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + E_{it}$$

Em que:

R_{it} : retorno no ativo i , na data τ

α_i e β_i : coeficiente de intercepto alfa e de declividade beta para o ativo i

R_{mt} : retorno da carteira de mercado, na data τ

E_{it} : erro para o ativo i , na data τ

Em relação ao retorno da carteira de mercado, vale ressaltar que o mesmo foi calculado pelo índice Bovespa, considerado como *benchmarking* do mercado de capitais brasileiro.

O estudo de evento trata-se de um método relacionado à investigação da influência que alguns eventos podem desencadear no desempenho das empresas, levando-se em consideração o valor de mercado, sendo importante para esse estudo o cálculo dos retornos anormais. Outro fator a se destacar é a janela de eventos que corresponde ao período em que os valores das ações serão examinados, devendo ser consideradas datas importantes para a interpretação das alterações. (SOARES et al, 2002).

Para a presente pesquisa, os cálculos do retorno normal e esperado foram realizados para a janela de evento definida em 3 dias após a data de divulgação dos resultados de cada empresa no respectivo ano de análise. Por se tratar de uma janela de eventos superior a 1 dia, foi utilizada para interpretação dos retornos anormais a seguinte expressão:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = AR_{it}$$

Em que:

CAR_i : retorno anormal acumulado do ativo i

τ_1 : primeiro dia da janela do evento

τ_2 : último dia da janela do evento

2.2.2 Análise dos Lucros Regulatórios e Societários

Inicialmente foi utilizado um teste de média *t-student* para verificar se os lucros regulatórios e societários eram estatisticamente diferentes entre si através da rejeição ou não rejeição de uma hipótese nula definida, de igualdade entre as médias.

Em seguida, executou-se a regressão dos mínimos quadrados ordinários (MQO) utilizando dados em painel empilhado (*pooled regression*) para a análise da relação entre os retornos anormais e os lucros regulatório e societário. De acordo com Wooldridge (2013), esse modelo de regressão permite a identificação de quais variáveis independentes são estatisticamente significativas na análise da variável dependente.

Assim, regrediu-se o retorno anormal acumulado tendo como variáveis independentes o lucro regulatório e o lucro societário de cada observação, controlando para o tamanho através do logaritmo natural do ativo total societário, para que essa característica idiossincrática não influencie na relação estudada.

Assim, a regressão pode ser visualizada da seguinte forma:

$$CAR_i = \alpha + \beta LR_i + \beta LS_i + \beta LnATS_i + \varepsilon$$

Em que:

CAR_i : retorno anormal acumulado do ativo i

α : Alpha bruto

βLR_i : Lucro regulatório na data i

βLS_i : Lucro societário na data i

$\beta LnATS_i$: Controle do tamanho pelo ativo total societário

ε : Erro da regressão

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1 Contabilidade Regulatória

O processo da criação das agências reguladoras ocorreu em diversos setores a partir do final da década de 1990, sendo o setor de energia elétrica o pioneiro com o projeto de criação da ANEEL, a princípio num modelo de autarquia convencional em 1995, sem nenhum poder ou autonomia decisória. Contudo, no ano de 1996, após alguns debates entre os poderes legislativo e executivo houve a decisão final e em 26 de dezembro de 1996, por meio da Lei nº 9.427 foi criada a ANEEL, com autonomia decisória e financeira (PACHECO, 2006).

Conforme expressa Di Pietro (2013), as agências reguladoras seriam órgãos pertencentes tanto à Administração direta quanto à indireta, atendendo assim ao princípio da especialidade, por tratarem apenas de uma atividade específica a qual são incumbidas. Ainda em relação às agências reguladoras federais, pode-se afirmar que são autarquias em regime especial tendo como características a presença de dirigentes estáveis, mandatos fixos e um alto grau de especialização do setor regulado (MAZZA, 2014).

Assim, vê-se a importância das agências reguladoras que foram criadas em diversos setores, como por exemplo, energia, telecomunicações, saúde, meio ambiente, transportes, defesa e saneamento, com o intuito de fiscalizar e controlar setores abertos à iniciativa privada. Possuem diversas funções importantes, a saber: a) controle da tarifa; b) universalização do serviço; c) fomento da competitividade; d) cumprimento do contrato administrativo e arbitramento dos conflitos (SILVA, 2006).

Devido à relevância das operações e do setor elétrico ser a base para produção e funcionamento das mais diversas atividades do país, havia a necessidade de se produzir informações que estivessem mais alinhadas aos resultados obtidos nas atividades de regulação, trazendo mais transparência à população.

No ano de 2009, foi emitida a Instrução Técnica ICPC 01 como o objetivo de esclarecer forma de contabilização para os contratos de concessão, estabelecendo alguns direitos e deveres dos concessionários e algumas premissas, sendo aplicadas a entidades privadas que possuem a concessão de serviços públicos. Sendo o concessionário responsável por prestar os serviços de infraestrutura e definir o preço do serviço realizado (ICPC01, 2009).

Ainda conforme a mesma Instrução, o concessionário deveria reconhecer o ativo financeiro ao passo que tivesse o direito certo do recebimento de caixa definido em contrato. No que diz respeito aos ativos intangíveis deveriam ser reconhecidos à medida que houvesse a autorização para uso. As receitas deveriam ser contabilizadas conforme o Pronunciamento CPC 30 - Receitas, os custos dos empréstimos seguiriam as práticas definidas pelo CPC 20 – Custos de Empréstimos, sendo os custos registrados como despesas no período em que ocorressem, havendo exceção no caso de o concessionário ter definido em contrato um direito de recebimento de um ativo intangível (ICPC01, 2009). A interpretação do ICPC 01 remete ao entendimento das obrigações dos concessionários, buscando esclarecer de que forma deve ser seguida a contabilização, levando-se em consideração sempre o contrato estabelecido.

Em 2010, por meio da Resolução nº 396, a ANEEL instituiu a Contabilidade Regulatória e as alterações no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico datado anteriormente do ano de 2001. A referida resolução tem como objetivo fornecer a sociedade um conjunto de informações que viabilizassem um melhor entendimento da situação econômico-financeira das entidades de transmissão e distribuição de energia elétrica, bem como trazer clareza aos ajustes das tarifas cobradas à população e o valor dos investimentos realizados no setor. A Contabilidade Regulatória auxilia o trabalho dos órgãos reguladores, possibilitando a geração dos índices financeiros, os quais permitem

a análise da eficiência e funcionamento das empresas concessionárias dos serviços. (REHBEIN; ENGELMANN; GONÇALVES, 2008).

Outro fator a ser destacado foi a instituição das Demonstrações Contábeis Regulatórias (DCR). Em seu Art. 7º a Resolução 396/2010, cita as referidas demonstrações como sendo parte integrante da prestação de contas anual, devendo ser encaminhadas pelo contador acompanhadas de notas explicativas, as quais devem informar a conciliação dos saldos entre Demonstração do Resultado do Exercício e a Demonstração Regulatória do Resultado do Exercício, devendo ser auditadas pelo mesmo auditor ou empresa de auditoria. Alguns livros contábeis também foram adotados, a saber: Livro Diário Auxiliar Regulatório e Livro Razão Auxiliar Regulatório.

Destaca-se também a criação dos ativos e passivos regulatórios que tem como objetivo o registro de variações positivas ou negativas dos custos não gerenciáveis levando em consideração o último reajuste anual, fazendo com que as empresas possam confrontar os resultados obtidas com o novo valor tarifário estabelecido, possibilitando o ajuste das contas (BRUGNI et al, 2011).

Posteriormente, a Orientação OCPC 05 foi publicada para diminuir as dúvidas quanto à contabilização em relação à divulgação do ICPC 01, tratando de assuntos relacionados às práticas contábeis, não considerando aspectos tributários. Entre algumas considerações: a) conhecimento sobre novo conceito de ativo e reconhecimento de receitas; b) o conhecimento do arcabouço regulatório; c) análise individual de cada contrato como concessão, distribuição; d) conhecimento dos direitos e deveres dos contratos; e) conhecimento da formação dos preços das tarifas e f) conhecimento do fluxo de caixa do negócio.

Sobre esse assunto, Monteiro (2014), afirma que as principais diferenças entre essas contabilidades decorrem do fato de que a ANEEL não aprovou a ICPC 01 e do registro da infraestrutura sob responsabilidade do concessionário pelo Novo Valor de Reposição na Contabilidade Regulatória como ativo imobilizado, atentando somente para o Manual de Controle Patrimonial do Setor Elétrico.

Consoante Hoppe (2012), as principais práticas adotadas para elaboração das demonstrações contábeis e regulatórias divergem da forma como são classificados e mensurados os ativos e passivos regulatórios e os custos de construção e receitas.

Quadro 2: Principais diferenças práticas entre contabilidade regulatória e societária

Tema	Prática Contábil Regulatória	Prática Contábil Societária
Infraestrutura	Reavaliação Compulsória a cada 4 anos	IFRIC 12: Ativos Financeiro e Intangível
Ativos e Passivos regulatórios	Contabilizado	Não contabilizado
Custos de Construção	Não contabilizado	Contabilizado
Receita de Construção	Não contabilizado	Contabilizado

Fonte: Hoppe (2012)

Constatam-se outras diferenças práticas, sendo assim enumeradas: i) A interpretação errônea do CPC 06 – havendo contrato de concessão entre empresas de transmissão e distribuição, ocorre o registro da mesma conexão no imobilizado das duas empresas; ii) Eliminação dos ativos e passivos regulatórios, operação esta justificada pelo IASB, haja vista que esses ativos não tem direitos de natureza líquida e certa e credores e devedores não poderem ser identificados; iii) Com a aplicação

do IFRIC 12 ocorre a divisão dos ativos das concessionárias e permissionárias em ativo intangível e ativo financeiro, sendo esse a parcela recebida pelo concedente e àquele ao valor recebido pelo usuário; iv) A possibilidade de atualização do ativo financeiro, culminado em receita financeira, ao passo que o ativo intangível não pode ser atualizado. Conforme a ANEEL uma análise desse fato pode não representar a realidade econômica do negócio. (RIBEIRO; SILVA, 2017).

Com a divulgação da Resolução 396/2010, a SFF (Superintendência de Fiscalização Econômica e Financeira) emitiu o Manual de Orientação dos Trabalhos de Auditoria das Demonstrações Financeiras Regulatórias com informações para os procedimentos de auditoria a fim de atender ao que fora proposto pela Contabilidade Regulatória.

Em novembro do ano de 2014 foi divulgada a Orientação técnica OCPC 08 com o intuito de tratar de alguns critérios de mensuração, reconhecimento e evidenciação de algumas operações contábeis, sendo restrito aos contratos de concessão e permissão de distribuição de energia do setor de energia brasileiro. A emissão da OCPC 08 possibilitou certa redução das diferenças entre os valores apresentados na contabilidade societária e regulatória, mas ainda existe certa dificuldade para encontrar uma forma de integrar os resultados contábeis, unificando as duas contabilidades com o intuito de facilitar a análise e entendimento da informação contábil por parte dos usuários. (RIBEIRO; SILVA, 2017).

3.2 Estudos Anteriores

Dentro dessa linha de pesquisa, Brugni et al (2011) realizou uma pesquisa sobre o IFRIC 12, ICPC 01 e Contabilidade Regulatória buscando identificar de que forma haveria influência na formação das tarifas do setor elétrico, sendo feita uma abordagem qualitativa, por meio de pesquisas bibliográfica e documental de caráter exploratório. Os resultados obtidos demonstraram que o valor tarifário sofre influência devido à adoção das normas, podendo-se também constatar que a Contabilidade Regulatória proposta pela ANEEL se deveu a impossibilidade da contabilização dos ativos e passivos regulatórios conforme as normas internacionais.

Hoppe (2012) ao analisar as práticas adotadas pelas duas contabilidades, concluiu que apesar de existirem práticas contábeis societárias e regulatórias com obrigatoriedade para as demonstrações contábeis em 31 de dezembro de 2011, ocorreram divergências por falta de aplicação das práticas contábeis da contabilidade regulatória.

O trabalho realizado por Monteiro (2014) investigou as possíveis influências que as normas internacionais e de contabilidade regulatória podem causar à contabilidade gerencial das companhias de energia elétrica brasileira. Como forma de atender seus objetivos realizou entrevistas e aplicou questionários para 100 contadores integrantes da Associação Brasileira dos Contadores do Setor de Energia Elétrica. Após análises, chegou à conclusão de que as contabilidades regulatória e societária influenciam a contabilidade gerencial das empresas distribuidoras e transmissoras de energia elétrica, muito embora a maior parte dos entrevistados atribuíssem maior importância à contabilidade regulatória, a contabilidade societária atrelada às normas internacionais é mais utilizada para fins gerenciais nas empresas que foram entrevistadas.

Carvalho (2013) comparou as divergências existentes entre a contabilidade regulatória e o IFRS nas demonstrações contábeis publicadas das empresas de distribuição de energia brasileira, sendo definido o período entre os anos de 2009 a 2011. Foram selecionadas 22 empresas que fazem parte da Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica e que publicaram as demonstrações contábeis regulatórias e societárias. A partir desta análise e dos resultados obtidos, pode-se constatar que há diferenças na comparação entre os grupos de contas patrimoniais, no entanto em relação a alguns índices, a saber: endividamento, liquidez corrente, margem líquida, não foram encontradas diferenças discrepantes.

Sales (2014) analisou as diferenças existentes na contabilidade regulatória do setor elétrico e a contabilidade societária, tendo como conclusão a adoção de apenas uma contabilidade, que atendesse as normas internacionais e aos diversos usuários das informações contábeis, mantendo a relevância e representação fidedigna.

A pesquisa de Oliveira (2015) buscou analisar a comparabilidade entre o patrimônio líquido e o lucro líquido das demonstrações contábeis e regulatórias das empresas de geração, transmissão e distribuição de energia nos anos de 2010 a 2013, utilizando o índice Gray. Como resultado constatou-se que os resultados das demonstrações contábeis referentes ao lucro líquido e patrimônio líquido foram maiores na contabilidade societária.

Ribeiro e Silva (2017) buscaram em seu estudo, analisar o entendimento dos profissionais responsáveis pelos relatórios de regulação em relação às diferenças existentes entre a contabilidade regulatória e contabilidade societária. Foram realizadas entrevistas individuais com cada profissional das empresas nos períodos de outubro de 2015 a fevereiro de 2016. Chegando-se a conclusão de que as mudanças ocorridas com a adequação às normas contábeis internacionais impactaram visivelmente a relevância da informação contábil das demonstrações contábeis elaboradas pelas empresas reguladas.

Ao investigar o *value relevance* dos patrimônios líquidos e dos lucros líquidos de empresas concessionárias do setor de energia elétrica, Cordeiro, Carmo e Ribeiro (2017) verificaram que o preço das ações parece ser melhor explicado através das demonstrações societárias em relação às demonstrações regulatórias.

Em relação aos retornos anormais, essa variável é comumente utilizada na realização de pesquisas, de sobremaneira no âmbito internacional, como medida de desempenho de uma empresa, expressa pelo valor excedente à expectativa do retorno esperado (FALLER, et al 2016). Pode-se entender o retorno esperado, ou retorno normal, como uma forma de retribuir os riscos assumidos, enquanto os retornos anormais representam retornos que excedem a compensação dos riscos esperados pelo investidor, sendo a diferença obtida entre o retorno efetivo e o retorno normal. (MARTINEZ, 2004).

Costa Júnior e Neves (2011) buscaram explicar a influência do valor das ações, os índices de preço e o valor de cada ação como forma de entender a rentabilidade das ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo. Sendo apurado que há uma relação negativa entre a rentabilidade média das carteiras do índice preço/lucro e o valor de mercado, enquanto o resultado passa a ser positivo em relação à rentabilidade e valor patrimonial da ação.

Por se tratar de um tema de bastante relevância, trabalhos foram desenvolvidos com o intuito de explicar esse retorno anormal sob vários temas. Nesse sentido, Santos, Lustosa e Ferreto (2011) que procuraram entender os retornos das ações das empresas quando estas divulgavam em suas demonstrações endividamentos de longo prazo, chegando à conclusão da existência de uma relação positiva entre os endividamentos de longo prazo e a variação no preço das ações das empresas brasileiras.

Kos, Barros e Colauto (2017) investigaram o possível retorno anormal das ações de empresas participantes do índice Bovespa após a divulgação de resultados subsequentes, tendo como amostra 28 empresas. Após análise, 16 das empresas estudadas apresentaram no mínimo um retorno anormal para a janela temporal definida, levando ao entendimento de que gestores e investidores são influenciados pelos eventos ocorridos entre o fechamento da parte contábil e a autorização para divulgação das demonstrações contábeis.

A divulgação dos preços das ações representa grande importância para os investidores, sendo necessário cuidado para que não exista o repasse de informações privilegiadas, diminuindo assim, a assimetria informacional. Assim sendo, pode-se conceber o estudo dos retornos anormais para o estudo de eventos, visto que os preços das ações e o mercado são influenciados diariamente por vários

fatores contingenciais, precisando, portanto, ser escolhido uma variável que seja referência para garantir a não influência de fatos alheios ao evento de estudo. (EID JÚNIOR; ROCHMAN, 2006).

Os valores comerciais que representam as ações podem sofrer alterações como mudanças dentre as mais diversas, como, por exemplo, mudanças na política do país, expectativa de mercado e dos investidores, mudanças de conjuntura econômica, entre outras, podendo impactar no preço das ações, inferindo-se que as informações presentes nas demonstrações contábeis podem dar uma explicação para o retorno das ações. (SILVA et al, 2016).

4. ANÁLISE DOS DADOS

As medidas de estatística descritiva das variáveis em análise, dos períodos 2015 e 2016 estão demonstradas na Tabela 1.

Tabela 1: Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
Lucro regulatório (<i>LR</i>)	0,0349	0,0753	0,2096	-0,1799
Lucro societário (<i>LS</i>)	0,0731	0,0676	0,2262	-0,0068
Alpha (α_i)	1,0139	2,0070	7,1840	-2,9500
Beta bruto (β_i)	0,4214	0,7235	1,9820	-1,1980
Retorno real (<i>Rit</i>)	0,0242	0,0853	0,2198	- 0,1134
Retorno Ibovespa (<i>Rmt</i>)	0,0046	0,0265	0,0679	- 0,0464
Retorno estimado ($E(Rit X_T)$)	1,0187	1,9994	7,1744	-2,9443
Retorno anormal (<i>ARit</i>)	-0,9945	1,9837	2,9737	-7,2073

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Conforme os dados obtidos, é possível identificar que a média do lucro regulatório foi menor sendo registrada um resultado de 0,0349 ao passo que o lucro societário demonstrou um valor de 0,0731, resultado, portanto, em linha com Oliveira (2015). Em relação ao desvio padrão observou-se uma diferença discrepante entre os dois lucros. Já em relação ao máximo pode-se constatar como destaque a empresa Eletrobrás com o índice de 0,20961 no que diz respeito ao lucro regulatório enquanto no aspecto societário a empresa CELG despontou como melhor ranqueada com o índice de 0,2262. O desvio padrão do lucro regulatório foi superior ao do lucro societário, já os retornos anormais e estimados apresentaram maiores valores de dispersão em comparação aos retornos da Ibovespa e os retornos reais. Analisando-se o retorno real verifica-se como empresa que apresentou maior resultado a Companhia Eletropaulo com o índice de 0,2198, enquanto o menor resultado foi da empresa Cemig.

Quanto aos retornos anormais pode-se perceber uma grande dispersão em relação à média de -0,9945, tendo como maior resultado a empresa TAESA com 2,9737, e a CEEE como menor, representado por -7,2073.

Também foi realizado um teste *t-student* para averiguar se as diferenças das médias entre os lucros regulatórios e societários apresentados pelas empresas em suas demonstrações financeiras nos anos de 2015 e 2016, eram estatisticamente diferentes de zero, isto é, se as médias das variáveis investigadas são estatisticamente iguais.

Tabela 2: Teste-t: diferença das médias do LR e LS para 2015 e 2016

	<i>LR</i>	<i>LS</i>
Média	0,0349	0,0731
Variância	0,0057	0,0046
Observações	36	36
Hipótese da diferença de média	0	
G1	35	
Stat t	-2,2921	
P(T<=t) bi-caudal	0,0280	

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

A partir da análise do teste *t-student*, o qual foi realizado para as diferenças de médias entre o lucro regulatório e societário, pretendeu-se verificar se esses lucros são estatisticamente diferentes ou não entre si. Para tanto, considerou-se que a hipótese nula reporta ao fato de que esses lucros são estatisticamente iguais a uma significância de 5%.

Portanto, de acordo com o valor apresentado na tabela acima do P-bicaudal referente à diferença de médias dos lucros regulatórios e societários, de 0,0280, o qual está fora da região de não rejeição a um nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, que esses lucros possuem diferenças estatísticas significantes. Logo, tem-se que isso é um indicativo de que as diferenças nas práticas contábeis para a elaboração das demonstrações contábeis e regulatórias estão impactando a comparabilidade e os resultados apresentados nas demonstrações, podendo impactar de forma diferente o mercado, e conseqüentemente, os investidores. Esse resultado corrobora os achados de Oliveira (2015) e Hoppe (2012) que verificaram diferenças significativas nas demonstrações contábeis regulatórias e societárias.

Antes da execução da regressão, procurou-se testar a heterocedasticidade e multicolinearidade dos dados. Conforme o teste de White os dados se mostraram homocedásticos, cujo P-valor foi de 0,8489. Em relação ao cálculo do *Variance Inflation Factor* para testar se existe multicolinearidade, obteve-se o valor de 1,15, atestando que os dados não possuem multicolinearidade. Já o pressuposto da normalidade pode ser relaxado em função da amostra possuir mais de 30 observações conforme o Teorema do Limite Central (WOOLDRIDGE, 2013).

Considerando-se, então, a homocedasticidade, a ausência de multicolinearidade e a normalidade dos dados, além da existência de diferenças significativas entre as médias, executou-se a regressão múltipla, considerando os dados em painel empilhado (*pooled regression*), cujos resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3: Análise da regressão

AR	Coef.	Std.Err.	T	P>/t/
LR	12.76169	3.853052	3.31	0.002
LS	.3485292	4.609763	0.08	0.940
LnATS	.3472275	.2207079	1.57	0.125
Cons	6.723.319	3.513017	1.91	0.065
Teste de White	0,8489	VIF	1,15	

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

A partir da análise da regressão, buscou-se identificar se os retornos anormais estão sendo influenciados pelo lucro societário e regulatório, isto é, se de fato tais informações influenciam no retorno anormal da ação, podendo ser identificados pela significância da variável.

Observando-se o p-valor da variável *LR* na Tabela 3, pode-se sugerir que a variável lucro regulatório está influenciando o retorno anormal, sendo significativa a 1%, podendo-se considerar, portanto, que o mercado, e conseqüentemente, os investidores estão considerando a divulgação dos lucros regulatórios em suas decisões. Além disso, a não significância do lucro societário sendo superior a 10% em termos de significância, pode indicar que esses resultados não estão exercendo influência sobre o retorno anormal das ações.

Essa relevância da contabilidade regulatória já havia sido sugerida pelo trabalho de Ribeiro e Silva (2017). Contudo, os resultados vão de encontro ao estudo desenvolvido por Cordeiro, Carmo e Ribeiro (2017), já que enquanto a partir de sua análise identificou que os resultados das demonstrações contábeis regulatória não tem influência majoritária sobre as ações das empresas de energia elétrica, e que os preços das ações dessas empresas podem ser melhor explicadas pela contabilidade societária, o presente trabalho demonstrou o inverso, ou seja, o mercado parece estar mais atento a contabilidade regulatória que a contabilidade societária.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A ANEEL instituiu as demonstrações contábeis regulatórias com o intuito de garantir à sociedade maior transparência em relação às alterações tarifárias (ANEEL, 2013b). Com essa mudança, houve a necessidade de as empresas elaborarem dois grupos de demonstrações contábeis, ocasionando a apuração de resultados distintos, devido à contabilização de algumas operações serem diferentes na contabilidade regulatória, quando na verdade a empresa apresentava a mesma situação econômico-financeira.

O presente estudo teve como objetivo investigar a possível relação entre o retorno anormal das ações das empresas de energia elétrica e a divulgação das demonstrações contábeis regulatórias.

Inicialmente foi realizado um teste *t-student* entre as médias dos lucros regulatório e societário, tendo como resultado a evidência de que existem diferenças estatísticas significantes entre si, sugerindo um prejuízo à comparabilidade entre as demonstrações contábeis regulatórias e societárias.

Em seguida foi realizada uma regressão pelos mínimos quadrados ordinários com dados em painel empilhado (*pooled*) para os anos de 2015 e 2016, chegando-se a conclusão de que os retornos anormais das ações possuem relação com os lucros regulatórios, mas não possuem relação com os lucros societários.

A pesquisa apresentou algumas limitações quanto à apreciação dos dados apenas dos anos de 2015 e 2016, e da pequena quantidade de empresas da amostra, implicando em uma pequena quantidade de observações. Além disso, durante a janela de eventos de três dias, outras variáveis e acontecimentos ocorridos podem ter influenciado os retornos anormais das companhias, que não a divulgação das demonstrações contábeis. Por fim, é importante destacar que os resultados se restringem à amostra investigada, não sendo possível qualquer tipo de generalização.

Mesmo com tais limitações, o trabalho contribui para a literatura sobre a contabilidade regulatória e a percepção que as informações regulatórias causam no mercado de capitais brasileiro, sendo sugerida a realização de novas pesquisas com um maior número de empresas, períodos e setores, além de estudos que possam averiguar a conciliação entre os resultados regulatório e societário a fim de proporcionar a melhor interpretação dos resultados divulgados por cada empresa.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA - ANEEL. **Resolução Normativa RN nº 396/2010**. Institui a Contabilidade Regulatória e aprova alterações no Manual de Contabilidade do Setor Elétrico, instituído pela Resolução ANEEL nº 444, de 10 de outubro de 2001. 2010. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/cedoc/ren2010396.pdf>>. Acesso em: 27 Ago. 2017.

_____. **Manual de Orientação dos Trabalhos de Auditoria das Demonstrações Financeiras Regulatórias**. Brasília: ANEEL, 2013b.

ANTUNES, M.T.P. *et al.* A adoção no Brasil das normas internacionais de contabilidade: o processo e seus impactos na qualidade da informação contábil. **Revista de Economia e Relações Internacionais**, São Paulo, v. 10, n. 20, p. 5-15, jan. 2012.

BRUGNI, T. V. et al. ICPC 01 e Contabilidade Regulatória: Influências na Formação de Tarifas do Setor de Energia Elétrica. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 9., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...**, 35., Rio de Janeiro: ANPAD, 2011.

CARVALHO, E. S. **Um estudo comparativo entre indicadores econômico financeiros, baseados na contabilidade regulatória e nas normas contábeis internacionais das empresas de distribuição de energia do setor elétrico brasileiro**. 2013. 112 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 00 – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/oque.htm>>. Acesso em: 26 Ago 2017.

_____. **Interpretação técnica ICPC 01 – Contratos de Concessão**. CPC, 2009.

_____. **Interpretação técnica ICPC 01 (R1) Contratos de Concessão**. CPC, 2011.

_____. **Orientação OCPC 05 – Contratos de Concessão**. CPC, 2010.

_____. **Orientação OCPC 08 – Reconhecimento de determinados ativos e passivos regulatórios**. CPC, 2014.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE - CFC. **Resolução n.º 1055, de 7 de outubro de 2005**. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2005/001055>. Acesso em: 25 Ago 2017.

CORDEIRO, J. F; CARMO, C. H. S. do; RIBEIRO, A. M. Contabilidade societária ou contabilidade regulatória? Value Relevance das informações contábeis do setor de energia elétrica. In: CONGRESSO USP.FIPECAFI. 27, São Paulo/SP. **Anais...**São Paulo, 2017.

COSTA JUNIOR, N. C. A; NEVES, M. B. E. Variáveis fundamentalistas e o retorno das ações. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 1, p.123-137, 2000.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 27.ed. São Paulo: Atlas, 2013.

- EID JUNIOR, W. ; ROCKMAN, R.R. Insiders conseguem retornos anormais?: estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. 34., Belo Horizonte/MG. **Anais...**Belo Horizonte, 2006.
- FALLER, R. L, et al. O. Ciclo de vida das empresas e o retorno anormal das ações: um estudo empírico no mercado acionário brasileiro. In: CONGRESSO ANPCONT. 10, Horizonte/MG. **Anais...**Belo Horizonte, 2016.
- _____. **Análise de dados:** modelos de regressão com Excel, Stata e SPSS. 2.ed. Rio de Janeiro:Campus, 2015.
- HOPPE, A. A. **Estudo sobre a diferença de práticas contábeis nas demonstrações contábeis societárias e regulatórias de distribuidoras de energia elétrica do Brasil.** Dissertação (mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2012.
- KOS, S. R; BARROS, C. M. E; COLAUTO, R. D. Impacto da divulgação de eventos subsequentes no retorno anormal : estudo em companhias do Ibovespa. **Revista Ambiente Contábil**, Natal-RN, v. 9, n. 2, p. 60-79, jul./dez.2017.
- MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of economic literature**, p. 13-39,1997.
- MARTINEZ, Antônio L. **Analizando os Analistas:** Estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. São Paulo: Tese Doutoral-FGV, 2004.
- MAZZA, Alexandre. **Manual de Direito Administrativo.** 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- MONTEIRO, J. A. de M. **Influência da implementação das normas internacionais de contabilidade e da contabilidade regulatória sobre o sistema de contabilidade gerencial das companhias de energia elétrica brasileiras.** Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Pernambuco. PE, 2014.
- OLIVEIRA, A. R. **Comparabilidade entre contabilidade regulatória e societária: um estudo das empresas do setor elétrico no período de 2010 a 2013.** 2015. 48 f. (Monografia) – Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2015.
- PACHECO, Regina S. Regulação no Brasil: desenho das agências e formas de controle. **Revista de Administração Pública**, v. 40, n: 4, p.15-20, Dez. 2006.
- REHBEIN A. R.; ENGELMANN, D.; GONÇALVES, O. Índices-padrão: uma ferramenta para contabilidade regulatória. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE. 18, Gramado/RS. **Anais...**Gramado,2008.
- RIBEIRO, R.D.; SILVA, A. H.C. O que pensam os reguladores sobre as diferenças da contabilidade societária e regulatória no setor elétrico no Brasil após a emissão da OCPC 08. **Revista Brasileira de Contabilidade**, São Paulo, v.3, n. 224, p. 46-61, abr.2017.
- SANTOS, S. C. dos, LUSTOSA, P. R. B.; FERRETO, L. E. Influência dos Anúncios de Novos Endividamentos de Longo Prazo Nos Retornos das Ações de Empresas Brasileiras. In: CONGRESSO USP de Contabilidade. 6., São Paulo/SP. **Anais...**São Paulo,2006.
- SALES, O. **A contabilidade regulatória das empresas do setor elétrico.** 2014. 13 f. (Monografia) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2014.
- SILVA, E. M. **A independência das agências reguladoras no Brasil e o projeto de lei nº3.337/2004.** 2006. Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.esaf.fazenda.gov.br/premios/premios-1/premios/viii-premio-seae-de-monografias-edicao-2013/monografias-2006/2lugar-tema-2-estudantes>> Acesso em: 24 set. 2017.
- SILVA, S.F. et al. Empresas que distribuem dividendos e adotam Governança Corporativa tem retornos anormais em suas ações? :o processo e seus impactos na qualidade. **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 2, p. 233-248, jan./dez. 2016.

SOARES, R. O. *et al.* Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: CONGRESSO ENANPAD. São Paulo/SP. **Anais...**São Paulo, 2002.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory econometrics: a modern approach.** 5th ed. South Western: Cengage Learning, 2013.

SOBRE OS AUTORES

JEFFERSON SILVA DO NASCIMENTO é graduado em Ciências Contábeis/UFRN.

E-mail: jef_silva@hotmail.com

RODOLFO MAIA ROSADO CASCUDO RODRIGUES é mestre em Ciências Contábeis/UFRN, pós graduado em Auditoria e Controladoria/UFRN e graduado em Ciências Contábeis/UFRN. Professor substituto na UFRN.

E-mail: rmrcr@hotmail.com