

**CONTABILIDADE SOCIETÁRIA X CONTABILIDADE REGULATÓRIA: VALUE
RELEVANCE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS DO SETOR ELÉTRICO
BRASILEIRO****Marília Paranaíba Ferreira***Universidade Federal de Santa Catarina***Jackelline Ferreira Cordeiro Milhomem***Universidade Federal de Goiás***Alex Mussoi Ribeiro***Universidade Federal de Santa Catarina***Ercilio Zanolla***Universidade Federal de Goiás***RESUMO**

Nas empresas do setor de energia elétrica as demonstrações contábeis devem ser apresentadas conforme a Contabilidade Societária e a Contabilidade Regulatória. Sendo assim, esta pesquisa objetiva verificar, entre o modelo contábil societário e regulatório, qual melhor explica a variação do preço das ações das companhias elétricas brasileiras no período entre 2011 e 2018. As informações foram coletadas na base de dados da Economatica® e no sítio eletrônico da ANEEL. A análise foi feita por meio de regressões múltiplas com dados em painel e os modelos foram estimados com base na metodologia de Collins, Maydew e Weiss (1997), desenvolvida a partir de Ohlson (1995). Os resultados apontaram que o modelo societário apresenta poder explicativo superior (R^2 de 65,39%) em comparação ao modelo regulatório (R^2 de 58,96) e, portanto, não se rejeita a hipótese de pesquisa levantada de que as informações contábeis societárias são mais relevantes para os investidores em relação às informações contábeis regulatórias. Além disso, a análise adicional indicou que, ao segregar o período de investigação em 2011-2014 (período anterior à vigência da OCPC 08) e em 2015-2018 (período posterior à vigência da OCPC 08), no anterior somente as informações contábeis regulatórias foram estatisticamente significativas e no posterior o modelo societário (R^2 de 73,37%) denotou maior relevância em relação ao modelo regulatório (R^2 de 65,41%). Essa maior relevância pode estar atrelada ao fato de que enquanto as demonstrações contábeis societárias têm como base os princípios, as demonstrações contábeis regulatórias do setor elétrico se fundamentam em regras fiscais e tarifárias específicas.

Palavras-Chave: *Value Relevance*; Contabilidade Societária; Contabilidade Regulatória; Setor Elétrico.

1. INTRODUÇÃO

A contabilidade é de suma importância para os usuários por subsidiá-los na avaliação de empresas e na realização de investimentos. Mediante seus demonstrativos financeiros ou por meio dos índices e das variáveis contábeis, a contabilidade é capaz de gerar informações relevantes para a tomada de decisão. De acordo com Corrêa, Neto, Nakao e Osajima (2012), este é um fator motivador do interesse de pesquisadores pela literatura de *value relevance*.

Contudo, apesar de a informação contábil ser um dos principais meios de comunicação entre empresa e investidor externo (Guia & Dantas, 2020), estudos recentes ainda questionam a relevância dessas informações (Barth, Li & McClure, 2019; Flores & Lopes, 2019; Santos, Lemes & Barboza, 2019), e os resultados encontrados indicam falta de consenso entre os trabalhos que analisam a *value relevance* das informações contábeis para o mercado acionário.

Inserida neste contexto, a presente pesquisa explora evidências adicionais sobre este assunto, concentrando-se em um setor específico, o setor brasileiro de energia elétrica, que, como resultado da implantação da Contabilidade Regulatória, deve apresentar as demonstrações contábeis em dois moldes, um deles com base na Contabilidade Societária e outro em conformidade com a Contabilidade Regulatória de tal setor. Assim, ao considerar que diferentes valores podem ser reconhecidos nos grupos de contas contábeis, questiona-se: Qual modelo contábil, societário ou regulatório, é mais relevante para a formação do preço das ações das companhias brasileiras do setor de energia elétrica?

Nesse sentido, o objetivo deste estudo consiste em verificar, entre o modelo contábil societário e regulatório, qual melhor explica a variação do preço das ações das companhias energéticas no Brasil. O setor brasileiro de energia elétrica passou por uma reestruturação desde a década de 1990, tanto em termos de infraestrutura como em termos legais, a qual resultou na Resolução Normativa n.º 396, de 23 de fevereiro de 2010, instituída pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), que tem como finalidade estabelecer práticas e orientações contábeis regulatórias para empresas de energia elétrica.

Diversos aspectos motivam esta pesquisa. O setor de energia elétrica, alvo de investigação, é responsável pelo abastecimento de energia, fonte primordial para o funcionamento de praticamente todas as atividades de um país. Conforme Pereira, Santana, Mendes e Khan (2008), a energia elétrica é um componente da rede de infraestrutura que oferece suporte em âmbito social e econômico, por isso a manutenção e o desenvolvimento da sociedade e da economia brasileira são dependentes do seu provimento. Além do mais, a energia é um fator que impulsiona o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), conhecido como um parâmetro de bem-estar da população, e o setor elétrico conta com a participação direta do governo como acionista majoritário, o que pode culminar em potenciais conflitos e incertezas para os investidores (Loch, Silva, Bueno & Marcon, 2020). Tais características ressaltam a importância de se estudar a situação financeira e acionária das empresas pertencentes a este indispensável setor de utilidade pública.

Outro ponto que merece destaque é a peculiaridade deste setor em relação à sua especificidade contábil. As empresas do setor elétrico são obrigadas a cumprir requisitos e apresentar suas demonstrações contábeis de forma societária, com base nas normas internacionais de contabilidade, e regulatória, fundamentada em regras fiscais e tarifárias específicas. Deste modo, podem ocorrer divergências na conciliação de alguns grupos de contas contábeis, o que, por sua vez, pode intrigar parte dos investidores (Guia & Dantas, 2020), principalmente no tocante à relevância dos lucros e dos valores contábeis, e, conseqüentemente, afetar o preço das ações negociadas no mercado acionário.

Hoppe (2012) analisa a diferença das práticas contábeis entre essas duas contabilidades e encontra distinções de aplicação ou falta dela nas práticas contábeis regulatórias. Nessa linha, os resultados do trabalho de Carvalho, Wanderley, Libonati e Santos (2014) apontam que há divergências entre as duas contabilidades quanto às contas de ativo total, resultado da atividade da concessão, receita líquida, lucro operacional e lucro líquido. Já o estudo de Suzart, Souza, Carvalho, Rivas e Martins (2012) examina se há diferenças significativas e qual a intensidade dessas entre os dados contábeis societários e regulatórios das empresas brasileiras do setor elétrico em referência ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e ao Retorno sobre os Ativos (ROA), e os resultados indicam lucro regulatório inferior e que as informações societárias alteram os retornos de maneira mais intensa que as regulatórias.

Porém, tais estudos não esgotam o tema. Frente a esse cenário, esta pesquisa preenche uma lacuna do conhecimento ao fornecer uma discussão sobre a relevância das informações contábeis publicadas nos demonstrativos tanto societários quanto regulatórios para os investidores. Além disso, com a convergência internacional das normas contábeis, os ativos e passivos regulatórios que resultam da forma como a tarifação das atividades ocorre são retirados

das demonstrações societárias das empresas do setor elétrico (Flores & Lopes, 2019), podendo somente ser registrados novamente a partir de 1º de janeiro de 2015 com a vigência da Orientação Técnica OCPC 08 (2014) que trata do reconhecimento de determinados ativos e passivos nos relatórios contábil-financeiros das empresas de energia elétrica. Por esse motivo, como análise adicional, o presente estudo também verifica a *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para os acionistas entre 2011 e 2014, período anterior à vigência da OCPC 08, e entre 2015 e 2018, período posterior à vigência desta orientação técnica.

A contribuição deste estudo está em subsidiar órgãos normatizadores e reguladores sobre a implementação das normas contábeis, oferecer uma melhor compreensão das consequências oriundas das diferenças de tratamento contábil no setor elétrico e fornecer *insights* que podem comprovar a necessidade de aprimoramento das regras contábeis. Além disso, a pesquisa amplia o conhecimento dos pesquisadores e investidores ao comparar a relevância das informações reportadas nas demonstrações contábeis societárias e regulatórias do setor elétrico brasileiro.

Ademais, o Brasil é um ambiente de análise interessante. Primeiro, por ser um país emergente e caracterizado por baixa proteção legal aos acionistas minoritários e alta concentração acionária (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000; Ermel & Do Monte, 2018; Loch *et al.*, 2020), tende a exibir um comportamento desigual frente a outros países considerados como mais desenvolvidos. Segundo, porque a adoção às normas internacionais de contabilidade pelos países ocorre em períodos distintos, em alguns de forma precoce e mais rápida e em outros de modo tardio e lentamente.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Aspectos Teóricos e Normativos sobre a Contabilidade Societária e Regulatória do Setor de Energia Elétrica

No Brasil, a principal fonte de energia elétrica provém das hidrelétricas, logo, este setor está interligado pelos segmentos de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica. Um fator relevante é que parte das companhias tem usufruto de concessões e permissões do poder público para prestar seus serviços à população, as quais são conhecidas como concessionárias e permissionárias do setor elétrico.

No que tange às normas de contabilidade aplicadas ao setor de energia elétrica, nos últimos anos houve mudanças normativas e regulatórias capazes de impactar, especialmente, as práticas contábeis. Neste sentido, o estudo realizado por Carvalho *et al.* (2014) aponta que os principais fatores que influenciaram o sistema contábil das empresas elétricas foram a convergência às normas internacionais de contabilidade, conhecidas como *International Financial Reporting Standards* - IFRS, que abrangeram as companhias de capital aberto, e a implementação da Contabilidade Regulatória para o setor elétrico.

As IFRS representam um conjunto de normas contábeis preparado sob a coordenação do *International Accounting Standards Board* - IASB e aceito oficialmente por mais de 100 países, incluído o Brasil. Essas normas buscam a harmonização contábil para as empresas de capital aberto sobre aspectos de elaboração e divulgação das suas demonstrações financeiras para, então, transmitir maior segurança aos investidores (Silva & Nardi, 2017). Já a Contabilidade Regulatória do setor elétrico no Brasil é instituída pela ANEEL, por meio da Resolução Normativa nº. 396, de 23 de fevereiro de 2010, e o Manual de Contabilidade do Setor Elétrico (MCSE) passa a estabelecer as práticas e orientações contábeis necessárias às concessionárias e permissionárias de serviço público de transmissão e de distribuição de energia elétrica, para o registro contábil de suas respectivas operações e elaboração de demonstrações contábeis (ANEEL, 2013).

Posto isto, no setor elétrico, as informações contábeis devem ser reportadas pela Contabilidade Societária e pela Contabilidade Regulatória. Por conseguinte, o impacto da regulamentação deste setor no Brasil estimula a realização de pesquisas acerca das mudanças decorrentes da obrigatoriedade da Contabilidade Regulatória. Nessa perspectiva, o Quadro 1 demonstra algumas diferenças na contabilização das operações pela Contabilidade Societária e Regulatória antes da vigência da OCPC 08.

Característica	Contabilidade Societária	Contabilidade Regulatória
Ativos e passivos regulatórios	Não houve correspondência nas IFRS sobre o tratamento de ativos e passivos regulatórios.	Permanecem registrados apenas nas demonstrações contábeis regulatórias.
Ativo imobilizado	Adoção da ICPC 01 - Contratos de Concessão pela Contabilidade Societária, em que o ativo imobilizado é segregado em ativo intangível e/ou financeiro.	Segue o MCSE, em que os ativos não devem ser afetados pela ICPC 01 e devem ser registrados pelo valor homologado pela ANEEL.
Conta de ativo imobilizado em curso (utilizada para registrar gastos em curso com construção, ampliação e/ou melhoria)	É criada uma conta retificadora para a transferência desses saldos para a conta “custos de construção”, conforme IFRIC 12, e para a conta de ativo financeiro e intangível.	Mantido pelo MCSE para fins de regulação.
Conta de ativo imobilizado em serviço (utilizada para registrar gastos findos com construção, ampliação e/ou melhoria)	Essa conta é extinta, com a transferência de seus saldos para as contas de ativo financeiro e intangível.	Mantido pelo MCSE, para fins de regulação.
Custos e despesas operacionais regulatórios	Os custos e despesas operacionais não são diferenciados em regulatórios e não correspondência nas IFRS sobre o tratamento de custos e despesas operacionais regulatórios.	Insumo para análise da formação tarifária pela Superintendência de Regulação Econômica da ANEEL. Incluem: gastos com pessoal, administradores, material, serviços de terceiros, arrendamentos e aluguéis, seguros, tributos e outros.
Conta de receita de construção	Criada apenas para fins societários. Corresponde aos valores justos das construções.	Não existe no Manual do setor elétrico e, portanto, não compõe os demonstrativos elaborados com base nele.
Conta de receita financeira	Criada para a atualização do ativo financeiro indenizável, ou seja, do valor residual do ativo financeiro, representante do valor da indenização a receber do concedente.	Não existe no Manual do setor elétrico e, portanto, não compõe os demonstrativos elaborados com base nele.
Conta de outros créditos	Conta do ativo circulante como contrapartida do fluxo de caixa recebido pela indenização do saldo residual do ativo financeiro.	Não existe no Manual do setor elétrico e, portanto, não compõe os demonstrativos elaborados com base nele.

Quadro 1. Características divergentes entre a Contabilidade Societária e Regulatória

Fonte: Elaborado a partir do Manual de Orientação dos Trabalhos de Auditoria das Demonstrações Contábeis Regulatórias e adaptado de Brugni, Rodrigues, Cruz e Szuster (2011).

A tarifa de energia elétrica é formada pelos custos gerenciáveis e não gerenciáveis. Os custos gerenciáveis decorrem dos investimentos em infraestrutura e os não gerenciáveis representam os custos de aquisição da energia e, portanto, contemplam os itens regulatórios.

Quando os custos de consumo incorridos são maiores (menores) do que os estimados, tem-se um direito a receber (uma obrigação a pagar), ou seja, um ativo (passivo) regulatório. Entretanto, com a adoção das normas contábeis internacionais em 2010, esse ativo (passivo) regulatório deixa de ser contabilizado nas demonstrações societárias, uma vez que: a) a entrega da energia é um evento futuro não controlado totalmente pela entidade; e b) quando surge esse direito (essa obrigação), não é praticável saber se e quais os compradores pagariam (receberiam) por esse direito (essa obrigação) (OCPC 08, 2014).

Em novembro de 2014, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emite a Orientação Técnica OCPC 08, a qual trata do reconhecimento de determinados ativos e passivos nos relatórios contábil-financeiros das distribuidoras de energia elétrica. Por consequência, a partir de 1º de janeiro de 2015 a Contabilidade Societária passa a reconhecer, novamente, ativos e passivos regulatórios até então contabilizados apenas pela Contabilidade Regulatória. Tal fato ocorre porque a ANEEL passa a considerar o concedente (órgão público) como contrapartida dos ativos e/ou passivos financeiros oriundos das divergências tarifárias.

Em decorrência disso, como análise adicional, a atual pesquisa também verifica a *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para o mercado acionário segregando o período em 2011 a 2014 (período anterior à vigência da OCPC 08) e em 2015 a 2018 (período posterior à vigência da OCPC 08).

2.2 *Value Relevance* das Informações Contábeis

De acordo com Lopes, Sant'Anna e Costa (2007), em meados da segunda metade do século XX, houve, nos estudos de contabilidade, notório crescimento das pesquisas de cunho positivista. Tais pesquisas foram desenvolvidas a partir de trabalhos empíricos nos quais a análise evidenciava o coeficiente de determinação, R^2 da regressão, para medir a relevância das informações contábeis.

Neste contexto, a partir da década de 1960, surgem os primeiros estudos sobre *Value Relevance*, relacionados às pesquisas de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), considerados precursores do tema na literatura contábil-financeira. Seus trabalhos investigaram a relação entre os preços das ações e as informações divulgadas nas demonstrações contábeis e apontaram que o valor do patrimônio e do lucro contábil contém um poder informativo associado ao preço das ações.

Guia e Dantas (2020) afirmam que um dos principais objetivos da contabilidade é a relevância informacional contida nas demonstrações financeiras. Sob a ótica de Sami e Zhou (2004), a *value relevance* ou relevância da informação contábil corresponde à capacidade de os números contábeis, por meio dos demonstrativos financeiros, representarem a informação contida no preço das ações. De maneira genérica, para Iudícibus e Lopes (2008), esses estudos objetivam averiguar diversos aspectos referentes ao conteúdo informacional das demonstrações contábeis para o mercado de capitais. Tais estudos se baseiam nos preceitos difundidos por Fama (1970) sobre a Hipótese de Mercados Eficientes (*Efficient Markets Hypothesis* - EMH), em que os preços das ações podem refletir as informações relevantes e disponíveis, e podem, também, ser ajustados em face de esse conjunto de informações. Sendo assim, nota-se que o propósito desses estudos é capturar como o mercado de capitais reage às informações apresentadas nas demonstrações contábeis.

Em termos operacionais, Barth, Beaver & Landsman (2001) destacam que a finalidade das pesquisas de *value relevance* é verificar se a informação contábil é relevante para o mercado de capitais, dado certo nível de significância. Neste sentido, para ser relevante, a informação contábil deve apresentar coeficientes de determinação e da equação de regressão significativamente diferentes de zero. Ainda em termos operacionais, Brown, Lo e Lys (1999) e Santos e Silva (2014) ressaltam que os trabalhos sobre a relevância da informação contábil

são comumente realizados por meio de regressão, em que a variável dependente é o preço das ações e as variáveis independentes são o lucro e o patrimônio líquido por ação.

2.2.1 Modelo *Residual Income Valuation* (RIV)

As pesquisas empíricas sobre *value relevance* têm suas raízes associadas aos Modelos de Avaliação Patrimonial e, dentre tais, destaca-se o modelo *Residual Income Valuation* (RIV) de Ohlson (1995). A concepção de Lopes *et al.* (2007) sobre o modelo RIV demonstra que os resultados anormais (*residual income*) são os resultados líquidos (ou residuais) que uma empresa apresenta após deduzir de seus resultados a parcela que seria devida pela aplicação de seu capital a uma determinada taxa de remuneração mínima. O diferencial deste modelo consiste em calcular os resultados anormais a partir da taxa de juros livre de risco, ao invés de se basear no custo de capital da empresa para se chegar aos resultados anormais auferidos no período. Assim, conforme o RIV, os lucros (e não os dividendos) são a base de cálculo para o valor da empresa.

As adaptações feitas por Collins *et al.* (1997) para o cálculo do valor da empresa são tomadas como referência em diversas pesquisas de *value relevance* que investigam o poder do lucro e do patrimônio líquido refletir o preço das ações. Deste modo, a equação (1) proposta por Collins *et al.* (1997), fundamentada no modelo de Ohlson (1995), é utilizada na presente pesquisa como segue:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 BV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

P_{it} = preço da ação da empresa i quatro meses após o final do exercício social t ;

E_{ij} = lucro líquido por ação da empresa i no final do exercício social t ;

BV_{ij} = patrimônio líquido por ação da empresa i no final do exercício social t ;

ε_i = termo de erro da regressão.

A equação proposta permite analisar o conteúdo informacional por meio da comparação entre os coeficientes de determinação R^2 dos modelos.

2.2.2 Estudos sobre *Value Relevance* no Brasil

Diversas pesquisas sobre *value relevance* vêm sendo desenvolvidas no Brasil. Os estudos costumam destacar um diferencial contábil para, então, investigar possíveis alterações na relevância das informações contábeis, como por exemplo: a pesquisa e desenvolvimento (P&D) (Hungrato & Lopes, 2008); a substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (Macedo, Machado, Murcia e Machado, 2011); as operações de *leasing* operacional (Martins, Machado & Machado, 2013); a adoção do *fair value* para mensuração de ativos biológicos (Martins, Machado & Callado, 2014); a convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil (Gonçalves, Batista, Macedo & Marques, 2014), a evidenciação de provisões e passivos contingentes (Pinto, Avelar, Fonseca, Silva & Costa, 2015), a Demonstração do Resultado Abrangente (Angotti, Macêdo & Bispo, 2016); o ativo intangível (Cappellessio, Rocha & Dantas, 2018) e a Demonstração do Valor Adicionado (Santos, Botinha & Lemes, 2019).

No entanto, ainda há uma lacuna em relação ao tema, uma vez que estudos anteriores não verificaram e nem compararam a relevância das informações contábeis societárias e regulatórias do setor de energia elétrica para o mercado acionário. Dessa forma, ao considerar que as demonstrações contábeis societárias têm como base os princípios, ao passo que as demonstrações contábeis regulatórias do setor elétrico se fundamentam em regras fiscais e tarifárias específicas, elabora-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: as informações contábeis coletadas a partir de demonstrações societárias são mais relevantes para os investidores em relação às informações contábeis coletadas a partir de demonstrações regulatórias.

Conforme Loch *et al.* (2020) as empresas do setor de energia elétrica contam com a participação direta do governo como acionista majoritário, o que pode resultar em potenciais conflitos e incertezas para os investidores, pois, segundo Peltzman (1976), as agências reguladoras objetivam beneficiar grupos de interesses distintos, ao invés de um único agente econômico. Sendo assim, acredita-se que a contabilidade e a estrutura regulatória podem oferecer vantagens a determinados grupos, o que pode dificultar o andamento ordenado da atividade econômica. Com base nisso e pelo fato de que as demonstrações societárias têm como base os princípios contábeis e a essência sobre a forma, acredita-se que as informações contábeis societárias são mais relevantes para o mercado acionário.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa analisa as empresas brasileiras do setor de energia elétrica que negociaram ações na B³ – Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2011 a 2018. A janela temporal tem início em 2011 por ser o ano em que a Resolução Normativa ANEEL n° 396 (2010) entra em vigor e, então, as demonstrações contábeis regulatórias passam a ser de divulgação obrigatória.

O preço da ação, as informações contábeis societárias (lucro líquido e patrimônio líquido por ação), a quantidade de ações e o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) de cada empresa são retirados da base de dados da Economatica®. Já as informações contábeis regulatórias (lucro líquido e patrimônio líquido) são obtidas no sítio eletrônico da ANEEL (<http://www.aneel.gov.br/central-de-informacoes-economico-financeiras>), o qual fornece a opção de busca das demonstrações financeiras regulatórias por meio do CNPJ individual da empresa.

A amostra inicial é composta por 40 empresas, ao considerar somente a classe de maior volume de negociação no momento da coleta de dados (fevereiro/2020). Entretanto, como 21 empresas não divulgaram o Balanço Patrimonial Regulatório e a Demonstração do Resultado Regulatória, a amostra final corresponde a 19 empresas. Optou-se por manter a mesma quantidade de observações societárias e regulatórias por variável.

Os dados coletados são organizados em painéis curtos e analisados por meio de regressões múltiplas, estimadas pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). De acordo com Baltagi (2008), a técnica de dados em painel ou de dados longitudinais consiste em um conjunto de dados combinados em dimensões tanto de série temporal como de corte transversal. Os painéis de dados permitem explorar, simultaneamente, variações das variáveis ao longo do tempo e entre diferentes unidades ou grupos.

O estudo é dividido em três etapas. A primeira etapa representa a análise da *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para o mercado acionário no período de 2011 a 2018. Na segunda etapa, verifica-se a *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para os acionistas entre 2011 e 2014, período anterior à vigência da OCPC 08. Na última etapa identifica-se a *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para o mercado acionário entre 2015 e 2018, período posterior à vigência da OCPC 08. Nas três etapas compara-se o poder de explicação do lucro líquido e do patrimônio líquido por ação societário com o poder de explicação do lucro líquido e do patrimônio líquido por ação regulatório em relação ao preço das ações das companhias energéticas.

Como nas três etapas as informações contábeis societárias são comparadas com as regulatórias, seis modelos empíricos são elaborados com base na metodologia de Collins *et al.*, (1997), desenvolvida a partir dos achados de Ohlson (1995):

$$P_{i,t} = \alpha_{0t} + \beta_{1t}LLPA_SOC_{i,t} + \beta_{2t}PLPA_SOC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$P_{i,t} = \alpha_{0t} + \beta_{1t}LLPA_REG_{i,t} + \beta_{2t}PLPA_REG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

P_{it} é o preço da ação da empresa i quatro meses após o final do exercício social t ;

$LLPA_SOC_{it}$ é o lucro líquido por ação societário da empresa i no final do exercício social t ;

$LLPA_REG_{it}$ é o lucro líquido por ação regulatório da empresa i no final do exercício social t ;

$PLPA_SOC_{it}$ é o patrimônio líquido por ação societário da empresa i no final do exercício social t ;

$PLPA_REG_{it}$ é o patrimônio líquido por ação regulatório da empresa i no final do exercício social t ;

As equações (2) e (3) correspondem ao período de 2011 a 2018; de 2011 a 2014 e de 2014 a 2018. O preço da ação é a variável dependente e o lucro e patrimônio líquido por ação são as variáveis independentes.

Vale ressaltar que os pares de painéis possuem o mesmo parâmetro, ou seja, a mesma amostra de empresas e o mesmo intervalo de tempo, tanto para os dados contábeis societários quanto para os dados contábeis regulatórios, visto que tal fator confere estabilidade estrutural às regressões realizadas, permitindo, assim, a comparação dos resultados obtidos.

O preço da ação utilizado é o preço de fechamento na data de 30 de abril do ano seguinte ao da publicação das demonstrações (com tolerância de uma semana após esta data) e retira-se do patrimônio líquido o lucro líquido, por este já compor a conta de patrimônio líquido no balanço patrimonial.

Com o propósito de atender aos pressupostos da regressão, os testes *Jarque-Bera* e *Breusch-Pagan-Godfrey* são realizados para verificar a normalidade e a homocedasticidade dos resíduos, respectivamente. Para identificar se existem problemas de multicolinearidade e de especificação dos modelos, calcula-se o FIV (*Variance Inflation Fator*) e os testes *linktest* e *RESET* (*Regression Specification Error Test*) (Fávero & Belfiore, 2017). Já para definir o modelo de dados em painel mais apropriado para esta pesquisa, se *POLS*, de Efeitos Fixos ou de Efeitos Aleatórios, os testes *F* de *Chow*, *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* são feitos. Utiliza-se a técnica de Hadi (1992) para a exclusão dos *outliers* e o *software Stata13®* para a análise dos dados.

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas do preço das ações e das variáveis contábeis (lucro líquido e patrimônio líquido por ação) societárias e regulatórias após a exclusão dos *outliers* para o período de 2011 a 2018.

Tabela 1

Estatísticas descritivas das variáveis societárias e regulatórias

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
P	17,9044	12,3885	1,3126	53,2692
LLPA_SOC	-0,2882	17,2589	-102,1972	95,4247
LLPA_REG	-0,5427	12,4400	-104,1202	24,4407

PLPA_SOC	21,5434	55,3867	-140,8049	247,4395
PLPA_REG	10,7856	40,8661	-147,9376	210,0383

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Observa-se que, em média, os valores societários do lucro líquido e do patrimônio líquido por ação são superiores em comparação com os valores regulatórios. Em relação ao patrimônio líquido, as divergências encontradas entre os valores societários e regulatórios das empresas elétricas podem estar relacionadas ao não reconhecimento dos ativos e passivos regulatórios pela Contabilidade Societária no período anterior à emissão da OCPC 08, bem como pelas reavaliações de Ativos Imobilizados a Valor Novo de Reposição feitas pela Contabilidade Regulatória e pelos efeitos da adoção do ICPC 01 - Contratos de Concessão na Contabilidade Societária, que desmembra o ativo imobilizado em ativo financeiro e/ou ativo intangível.

No que tange às discrepâncias nos valores referentes ao lucro líquido, tais evidências são congruentes aos resultados do trabalho de Medeiros, Wanderley, Araújo e Santos (2013), o qual mostra que, em média, os valores societários dos lucros líquidos são superiores aos regulatórios. O desvio-padrão para os dados societários é maior e, assim como no estudo de Flores e Lopes (2019), o desvio-padrão do patrimônio líquido societário é superior quando comparado ao desvio-padrão do lucro líquido societário. Enquanto os valores mínimos são próximos, os valores máximos são mais distantes.

Os resultados da etapa 1 são evidenciados na Tabela 2. Essa tabela é composta pelo Painel A - resultados societários, e pelo Painel B - resultados regulatórios.

Tabela 2

Resultado da Relevância do LLPA e PLPA para o período de 2011 a 2018

Painel A - Societário			
Variáveis	Coefficiente	t	p-valor
LLPA_SOC	5,5017***	5,70	0,000
PLPA_SOC	1,5664***	4,99	0,000
C	-8,3207*	-2,33	0,027
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,7736	<i>RESET</i> (p-valor)	0,4327
<i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	0,1064	<i>F de Chow</i> (p-valor)	0,0000
VIF (LLPA_SOC)	2,44	<i>LM Breusch-Pagan</i>	0,0004
VIF (PLPA_SOC)	2,44	<i>Hausman</i>	0,0018
<i>Linktest_hatsq</i> (p-valor)	0,455	<i>R² Within</i>	0,6539
Painel B - Regulatório			
Variáveis	Coefficiente	t	p-valor
LLPA_REG	3,8794**	2,72	0,007
PLPA_REG	0,8982**	3,05	0,002
C	2,9701	0,88	0,381
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,7638	<i>RESET</i> (p-valor)	0,1842
<i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	0,1318	<i>F de Chow</i> (p-valor)	0,0000
VIF (LLPA_SOC)	2,27	<i>LM Breusch-Pagan</i>	0,0000
VIF (PLPA_SOC)	2,27	<i>Hausman</i>	0,0575
<i>Linktest_hatsq</i> (p-valor)	0,227	<i>R² Between</i>	0,5896

Nota: ***Estatisticamente significativa ao nível de 0,01% (p-valor < 0,0001); **Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); *Estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05).

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Os testes *Jarque-Bera* e *Breusch-Pagan* indicam que os resíduos seguem distribuição normal e apresentam variância constante. O VIF menor que 4 mostra que as variáveis explicativas não possuem correlações perfeitas ou elevadas. O *linktest* não rejeita a hipótese nula de que os modelos são estimados corretamente em termos de forma funcional e o teste *RESET* aponta que não há omissão de variáveis explicativas relevantes. Os testes *F* de *Chow*, *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* e de *Hausman* indicam que o modelo com efeito fixo (variação *within* predominante) é o mais adequado para os dados societários, enquanto que o modelo com efeito aleatório (variação *between* predominante) é o mais apropriado para os dados regulatórios (Fávero & Belfiore, 2017).

Percebe-se que todas as variáveis (LLPA_SOC, PLPA_SOC, LLPA_REG e PLPA_REG) são estatisticamente significativas ao nível de 0,01% ou 1% e, portanto, as informações contábeis societárias e regulatórias são relevantes para a formação do preço das ações das empresas do setor elétrico brasileiro no período entre 2011 e 2018. Outros estudos também confirmam a influência do lucro e do patrimônio líquido no preço das ações das empresas de capital aberto (Barth, Landsman & Lang, 2008; Gonçalves *et al.*, 2014; Cappellesso *et al.*, 2018).

Barth *et al.* (2019) analisaram a evolução da *value relevance* das informações contábeis no período de 1962 a 2014 e encontraram, em conjunto, uma relação mais sutil, porém não em declínio, entre o preço das ações e essas informações. Além disso, esses autores descobriram aumentos na relevância, sobretudo, dos valores relacionados aos ativos intangíveis, oportunidades de crescimento e medidas alternativas de desempenho. Segundo Moura, Fank e Varela (2012) a maior parte das empresas brasileiras de energia elétrica contabiliza os contratos de concessão na conta de ativo intangível e como esses contratos podem persistir por décadas, podem impactar de modo substancial as decisões dos acionistas.

O Painel A mostra que, em média, 65,39% da variação do preço das ações é explicada pela variação do lucro e do patrimônio líquido societários. Por outro lado, o Painel B revela que, em média, essa variação é de 58,96%. Quanto maior for o valor dessas variáveis, maior é o preço da ação, visto que as variáveis possuem coeficientes positivos. Ao comparar o R^2 (coeficiente de determinação) dos dois painéis, nota-se que o R^2 do Painel A - societário (65,39%) é maior que o R^2 do Painel B - regulatório (58,96%). O coeficiente de determinação (R^2) é uma medida de ajustamento de um modelo estatístico e indica, em porcentagem, o quanto que o modelo consegue explicar dos valores observados. Quanto maior o R^2 , mais explicativo é considerado o modelo, ou seja, melhor ele se ajusta à amostra.

Além disso, observa-se que o nível de significância estatística das variáveis societárias (0,01%) é maior do que das variáveis regulatórias (1%). Essas evidências não rejeitam a hipótese de pesquisa levantada de que as informações contábeis coletadas a partir de demonstrações societárias são mais relevantes para os investidores em relação às informações contábeis coletadas a partir de demonstrações regulatórias, pois o poder explicativo da equação (2) é superior ao da equação (3).

Com a convergência internacional das normas contábeis em 2010, os ativos e passivos regulatórios são retirados das demonstrações societárias das empresas do setor elétrico. No entanto, a partir de 1º de janeiro de 2015 entra em vigor a OCPC 08 (2014) e, portanto, tais itens regulatórios voltam a ser registrados pelas empresas elétricas. Nesse sentido, como análise adicional, verifica-se a *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para os acionistas entre 2011 e 2014, período anterior à vigência da OCPC 08 (2014), assim como para os anos de 2015 a 2018, período posterior à vigência da OCPC 08 (2014). Os resultados são apresentados nas Tabelas 3 e 4.

Tabela 3

Resultado da Relevância do LLPA e PLPA para o período de 2011 a 2014

Painel C - Societário				
Variáveis	Coefficiente		t	p-valor
LLPA_SOC	0,6691		0,66	0,521
PLPA_SOC	1,0513		1,58	0,139
C	-0,7559		-0,08	0,938
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores	
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,861	<i>RESET</i> (p-valor)	0,6449	
<i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	0,1853	<i>F de Chow</i> (p-valor)	0,0070	
VIF (LLPA_SOC)	1,07	<i>LM Breusch-Pagan</i>	0,4102	
VIF (PLPA_SOC)	1,07	<i>Hausman</i>	0,0024	
<i>Linktest_hatsq</i> (p-valor)	0,796	<i>R² Within</i>	0,1852	
Painel D - Regulatório				
Variáveis	Coefficiente	Erros-Padrão Robustos	t	p-valor
LLPA_REG	1,0613*	0,4133	2,57	0,030
PLPA_REG	1,5357**	0,3339	4,60	0,001
C	-8,2778	4,9580	-1,67	0,129
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores	
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,7884	<i>RESET</i> (p-valor)	0,0967	
<i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	0,0042	<i>F de Chow</i> (p-valor)	0,0001	
VIF (LLPA_SOC)	1,00	<i>LM Breusch-Pagan</i>	0,2350	
VIF (PLPA_SOC)	1,00	<i>Hausman</i>	0,0007	
<i>Linktest_hatsq</i> (p-valor)	0,142	<i>R² Within</i>	0,5363	

Nota: ***Estatisticamente significativa ao nível de 0,01% (p-valor < 0,0001); **Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); *Estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05).

Fonte: dados da pesquisa (2020).

A Tabela 3 mostra que os resíduos seguem distribuição normal (p-valor do teste *Jarque-Bera* > 0,05), as variáveis explicativas não apresentam um elevado percentual de variância compartilhada (VIF < 4), os modelos são estimados corretamente em termos de forma funcional (p-valor do *_hatsq* > 0,05), não há omissão de variáveis explicativas relevantes (p-valor do teste *RESET* > 0,05) e os testes *F de Chow*, *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* e de *Hausman* apontam que o modelo com efeito fixo (variação *within* predominante) é o mais indicado para os dados societários e regulatórios (Fávero & Belfiore, 2017). Sobre o teste de heterocedasticidade de *Breusch-Pagan*, a variância dos resíduos é constante no modelo societário (Painel C) e não constante para o modelo regulatório (Painel D, p-valor < 0,05). Em virtude disso, o modelo de regressão regulatório é estimado com erros-padrão robustos *clusterizados* por empresa, ou seja, com erros-padrão robustos com agrupamento por indivíduo (Fávero & Belfiore, 2017).

Constata-se que entre 2011 e 2014, período que antecede à vigência da OCPC 08 (2014), somente as variáveis contábeis regulatórias são estatisticamente significativas ao nível de 1% ou 5%, que o LLPA_REG e o PLPA_REG apresentam coeficientes positivos e que o poder de explicação do modelo é de 53,63%. Essas evidências sugerem que quando a empresa divulga informações contábeis específicas do seu negócio para o mercado, as mesmas tornam as demonstrações financeiras mais relevantes. Já a falta de significância estatística para os dados societários pode decorrer do não reconhecimento dos ativos e passivos regulatórios pela

Contabilidade Societária das empresas do setor de energia elétrica no período que antecede à vigência da OCPC 08 (2014), ou seja, de 2011 a 2014 (Flores & Lopes, 2019).

Tabela 4

Resultado da Relevância do LLPA e PLPA para o período de 2015 a 2018

Painel E - Societário			
Variáveis	Coefficiente	t	p-valor
LLPA_SOC	6,9299***	4,22	0,000
PLPA_SOC	0,2289	0,71	0,477
C	3,9301	1,18	0,237
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,8946	<i>RESET</i> (p-valor)	0,7799
<i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	0,3090	<i>F de Chow</i> (p-valor)	0,0013
VIF (LLPA_SOC)	2,81	<i>LM Breusch-Pagan</i>	0,0023
VIF (PLPA_SOC)	2,81	<i>Hausman</i>	0,0704
<i>Linktest_hatsq</i> (p-valor)	0,963	<i>R² Between</i>	0,7337
Painel F - Regulatório			
Variáveis	Coefficiente	t	p-valor
LLPA_REG	5,1818**	2,60	0,009
PLPA_REG	0,5175	1,48	0,138
C	5,9997	1,63	0,103
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,7496	<i>RESET</i> (p-valor)	0,2292
<i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	0,2681	<i>F de Chow</i> (p-valor)	0,0019
VIF (LLPA_SOC)	2,31	<i>LM Breusch-Pagan</i>	0,0000
VIF (PLPA_SOC)	2,31	<i>Hausman</i>	0,4459
<i>Linktest_hatsq</i> (p-valor)	0,471	<i>R² Between</i>	0,6541

Nota: ***Estatisticamente significativa ao nível de 0,01% (p-valor < 0,0001); **Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); *Estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05).

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Em relação ao período de 2015 a 2018, em ambos os casos (societário e regulatório), a hipótese nula de distribuição normal e variância constante dos resíduos não é rejeitada. O VIF mostra que não há problemas de multicolinearidade nas variáveis explicativas, o *linktest* não rejeita a hipótese nula de especificação correta do modelo em termos de forma funcional e o teste *RESET* revela que não há omissão de variáveis explicativas relevantes. Os testes *F* de *Chow*, *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* e de *Hausman* demonstram que o modelo com efeito aleatório (variação *between* predominante) é o mais indicado para os dados societários e regulatórios (Fávero & Belfiore, 2017).

Verifica-se que apenas o lucro líquido por ação societário e regulatório é estatisticamente significativo ao nível de 0,01% (LLPA_SOC) e 1% (LLPA_REG). A relação encontrada entre as variáveis preço por ação e lucro líquido por ação é positiva para as duas contabilidades e, portanto, em média, um aumento de R\$ 1,00 no lucro líquido por ação resulta no aumento de R\$ 6,93 (societária) ou de R\$ 5,18 (regulatória) no preço da ação. O Painel E revela que, em média, 73,37% da variação do preço das ações é explicada pela variação do lucro líquido por ação societário. Já o Painel F indica que, em média, essa variação é de 65,41% para os dados regulatórios. Macedo, Machado, Machado e Mendonça (2013), Gonçalves *et al.* (2014) e Santos *et al.* (2019b) encontraram que a variável lucro líquido por ação se tornou mais relevante do que a variável patrimônio líquido por ação após o processo de convergência

internacional da contabilidade. Além disso, Santos *et al.* (2019a) pesquisaram se o conteúdo informacional da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) é relevante para os investidores e os achados mostraram que o poder explicativo do lucro por ação é superior em comparação ao valor adicionado. Acredita-se que em países emergentes onde a proteção legal dos acionistas é menor, caso do Brasil (La Porta *et al.*, 2000), a maior relevância do lucro pode ser justificada pelo fato de os lucros refletirem mais rapidamente a condição financeira das empresas em um ambiente de risco. Em contrapartida, Lima (2010) afirma que após a adoção das normas contábeis internacionais, o patrimônio contábil se aproxima do valor de mercado das empresas listadas na bolsa de valores e, por isso, a sua relevância também deveria ser confirmada.

Ao comparar os Painéis C (societário - 2011 a 2014) e E (societário - 2015 a 2018), observa-se que as variáveis lucro e patrimônio líquido não são significantes no Painel C, mas que o lucro líquido passa a ser ao nível de 0,01% no Painel E. Isso mostra que, após a vigência da OCPC 08 (2014), o lucro líquido societário se torna relevante para os investidores das empresas do setor elétrico brasileiro. Este achado ressalta a importância da emissão da OCPC 08 que entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 2015 e sugere que a flexibilização de procedimentos em setores específicos, como o setor elétrico, de tecnologia e de intenso uso de capital intelectual pode aumentar a relevância das informações contábeis. Ao comparar o R^2 dos Painéis D (regulatório - 2011 a 2014) e F (regulatório - 2015 a 2018), nota-se que o R^2 do Painel F (65,41%) é superior ao R^2 do Painel D (53,63%). Isso significa que, após a vigência da OCPC 08 (2014), houve um ganho do poder de explicação do preço da ação das empresas do setor elétrico brasileiro por meio do lucro líquido regulatório.

Nesse sentido, a presente pesquisa vai ao encontro do estudo realizado por Carvalho *et al.* (2014), o qual aponta diferenças em dados contábeis específicos entre as duas contabilidades, societária e regulatória. As evidências também seguem o mesmo sentido do trabalho de Suzart *et al.* (2012) sobre a importância dessas duas contabilidades. Os autores mostram que o lucro regulatório é inferior ao lucro societário e que os dados societários são mais expressivos que os dados regulatórios ao explicar o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Retorno sobre os Ativos (ROA), ou seja, alteraram os retornos de maneira mais intensa. Os achados ainda corroboram o estudo de Santos *et al.* (2019b), o qual indica perda da relevância do patrimônio líquido e ganho da relevância do lucro líquido após a adoção das IFRS.

De modo geral, possíveis explicações para os resultados encontrados se devem aos diferentes critérios praticados pela Contabilidade Societária e Regulatória na contabilização dos ativos e passivos regulatórios no período que antecede a vigência da OCPC 08. Além disso, os ativos imobilizados a Valor Novo de Reposição podem ser reavaliados pela Contabilidade Regulatória e, após a emissão da ICPC 01 - Contratos de Concessão houve o desmembramento do ativo imobilizado em ativo financeiro e/ou ativo intangível, o que pode impactar o valor das tarifas cobradas pelas empresas do setor elétrico brasileiro.

Destaca-se ainda o fato de que a Contabilidade Societária tem como base as normas internacionais. Essas normas são submetidas às companhias de capital aberto, que por sua vez são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, portanto, acredita-se que as demonstrações contábeis societárias correspondem melhor aos interesses dos investidores. Por outro lado, a Contabilidade Regulatória é regida pelo MCSE e, então, visa atender às demandas do órgão regulador específico, que no caso das companhias elétricas é a ANEEL.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Perante a obrigatoriedade da divulgação de demonstrações contábeis regulatórias pelas empresas do setor elétrico, conforme a Resolução Normativa n°. 396/2010 instituída pela

ANEEL, a Contabilidade Regulatória é mais uma das fontes de informação contábil, se fazendo presente no rol de dados disponíveis aos analistas do mercado acionário.

Inicialmente, este estudo verifica a relevância das informações contábeis reportadas pela Contabilidade Societária e pela Contabilidade Regulatória, ao identificar o poder explicativo de cada uma delas influenciar o preço das ações das empresas brasileiras de energia elétrica no período entre 2011 e 2018. Ou seja, esta pesquisa objetiva verificar, entre o modelo contábil societário e regulatório, qual melhor explica a variação do preço das ações das companhias energéticas no Brasil.

Os resultados apontam que as variáveis societárias (lucro líquido e patrimônio líquido por ação) apresentam poder explicativo superior (R^2 de 65,39%), em comparação com os valores das mesmas variáveis regulatórias (R^2 de 58,96%). Dessa maneira, não se rejeita a hipótese de pesquisa levantada de que as informações contábeis coletadas a partir de demonstrações societárias são mais relevantes para os investidores em relação às informações contábeis coletadas a partir de demonstrações regulatórias.

Em seguida, como análise adicional, verifica-se a *value relevance* das informações contábeis societárias e regulatórias para os acionistas entre 2011 e 2014, período anterior à vigência da OCPC 08, e entre 2015 e 2018, período posterior à vigência da OCPC 08. No período pré OCPC 08, somente as variáveis contábeis regulatórias são estatisticamente significativas e, no período pós OCPC 08, o lucro líquido societário se torna relevante e há um incremento do poder de explicação do preço da ação das empresas do setor elétrico brasileiro por meio do lucro líquido regulatório.

No geral, os resultados evidenciam que as informações contábeis (lucro líquido e patrimônio líquido por ação) são relevantes para o mercado brasileiro de capitais, quer sejam reportadas pela Contabilidade Societária, quer sejam apresentadas pela Contabilidade Regulatória, ressaltando que para os períodos de 2011 a 2018 e de 2015 a 2018, os dados societários possuem maior grau de relevância. Outros estudos também evidenciam a influência do lucro e do patrimônio líquido por ação no preço das ações das empresas de capital aberto (Barth *et al.*, 2008; Gonçalves *et al.*, 2014; Cappellesso *et al.*, 2018). Nesse contexto, Barth *et al.* (2019) analisam a evolução da *value relevance* dessas informações ao longo do tempo e revelam, em conjunto, uma relação mais sutil, porém não em declínio, entre o preço das ações e as informações contábeis.

Assim, conclui-se que as informações contábeis societárias, fundamentadas em IFRS, são mais relevantes que as informações regulatórias e que os investidores reagem positivamente a essas informações nos dois casos. Essa maior relevância da Contabilidade Societária pode estar atrelada ao fato de as normas internacionais serem mais voltadas para o mercado de capitais, além de as informações societárias fornecerem números mais próximos da realidade econômica da empresa, posto que tal contabilidade reflete, de modo mais amplo, o fato econômico. Ademais, enquanto as demonstrações contábeis societárias são elaboradas a partir das normas internacionais de contabilidade, que têm como base os princípios e a essência sobre a forma, as demonstrações contábeis regulatórias, neste caso, do setor de energia elétrica, se fundamentam em regras fiscais e tarifárias específicas.

Apesar de o número de empresas analisadas ser próximo de outros trabalhos que também investigaram companhias de capital aberto do setor elétrico (Carvalho *et al.*, 2014; Flores & Lopes, 2019), a limitação principal desse estudo se concentra na indisponibilidade das demonstrações financeiras regulatórias, por parte de várias empresas listadas no site da ANEEL. Futuras pesquisas podem ser realizadas com o objetivo de averiguar se as normas regulatórias estão sendo aplicadas de acordo com o MCSE. Por fim, este estudo contribuiu com a crescente literatura que investiga as mudanças na relevância da informação contábil para o mercado de capitais no que tange ao setor de energia elétrica.

REFERÊNCIAS

- Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL. (2010). *Resolução Normativa RN nº. 396/2010*. Recuperado de <http://www.aneel.gov.br/cedoc/ren2010396.pdf>. Acesso em fevereiro de 2020.
- Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL. (2013). *Manual de Contabilidade do Setor Elétrico – MCSE*. Brasília. Recuperado de http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2013/026/documento/produto_5_-_final.pdf. Acesso em fevereiro de 2020.
- Angotti, M., Macêdo, H. C., & Bispo, O. N. A. (2016). Poder preditivo e value relevance da demonstração do resultado abrangente: uma análise das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(3), 1-17. DOI: 10.4025/enfoque.v35i3.32635
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. DOI: 10.2307/2490232
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Barth, M. E., Li, K. & McClure, C., (2019). Evolution in value relevance of accounting information. *Stanford University Graduate School of Business Research*. Paper nº. 17-24. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2933197>
- Beaver, W. H. (1968). Alternative accounting measures as predictors of failure. *The Accounting Review*, 43(1), 113-122.
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83-115. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00023-3)
- Brugni, T. V., Rodrigues, A., Cruz, C., & Szuster, N. (2012). IFRIC 12, ICPC 01 e contabilidade regulatória: influências na formação de tarifas do setor de energia elétrica. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2), 104-119.
- Cappellesso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. (2018). Value Relevance da Perda por Redução ao Valor Recuperável do Goodwill: Evidências das Empresas Listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(3), 102-120. DOI: <https://doi.org/10.22561/cvr.v29i3.4276>
- Carvalho, E. S., Wanderley, C. A., Libonati, J. J., & Santos, A. H S. (2014). 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. *Registro Contábil*, 5(3), 20-40.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. (2014). Orientação OCPC 08: Reconhecimento de determinantes ativos e passivos nos relatórios contábil-financeiros de propósito geral das distribuidoras de energia elétrica. Recuperado de <http://www.cpc.org.br>. Acesso em fevereiro de 2020.

- Corrêa, A. C. C., Neto, A. A., Nakao, S. H., & Osajima, A. A. (2012). A relevância da informação contábil na identificação de empresas criadoras de valor: um estudo do setor de energia elétrica brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 9(18), 137-166. DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2012v9n18p137>
- Ermel, M. D. A., & Do Monte, P. A. (2018). Controle acionário, remuneração de executivos e desempenho empresarial: Evidências para o mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 455-491. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2963481>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Flores, E., & Lopes, A. B. (2019). Decréscimo na Relevância da Informação Contábil das Distribuidoras de Energia Elétrica no Brasil no Período Pós-IFRS. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(4), 928-952. DOI: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i5.4023>
- Gonçalves, J. C., Batista, B. L. L., Macedo, M. A. S., & Marques, J. A. V. C. (2014). Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 25-43. DOI: [10.4270/RUC.2014318](https://doi.org/10.4270/RUC.2014318)
- Guia, L. D., & Dantas, J. A. (2020). 'Value Relevance' dos Ativos Fiscais Diferidos na Indústria Bancária Brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 31(82), 33-49. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201808060>
- Hoppe, A. A. (2012). *Estudo sobre as diferenças de práticas contábeis nas demonstrações contábeis societárias e regulatórias de distribuidoras de energia elétrica no Brasil* (Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo), São Paulo.
- Hungarato, A., & Lopes, A. B. (2008). Value relevance dos gastos em P&D para o preço das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica*, 25, 2008.
- Iudícibus, S. D., & Lopes, A. B. (2008). Teoria avançada da contabilidade. São Paulo
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Lima, J. B. N. D. (2010). *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil* (Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo), São Paulo.
- Loch, M., Silva, J. C., Bueno, G., & Marcon, R. (2020). O Governo como Acionista e o Conflito Principal-Principal no Setor Elétrico Brasileiro. *Brazilian Business Review*, 17(1), 24-45. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2020.17.1.2>
- Lopes, A. B., de Sant'Anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *Revista de Administração*, 42(4), 497-510. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0080-21072007000400009>
- Macedo, M. A. S., Machado, M. R., Machado, M. A. V., & Mendonça, P. H. C. (2013). Impacto da Conversão às normas Contábeis Internacionais no Brasil Sobre o Conteúdo Informacional da Contabilidade. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(3), 222-239. DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.905>
- Macedo, M. A. S., Machado, M. A. V., Murcia, F. D. R., & Machado, M. R. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(57), 299-318. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000300005>

- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Martins, V. G., Machado, M. A. V., & Callado, A. L. C. (2014). Relevância e representação fidedigna na mensuração de ativos biológicos a valor justo por empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), 163-188. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n22p163>
- Martins, V. G., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Value Relevance das informações de Leasing Operacional: um estudo em empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(2), 83-99. DOI: 10.4025/enfoque.v32i2.19762
- Medeiros, J. A., Wanderley, C. A., Araújo, A., & Santos, E. D. S. C. (2013). Um estudo sobre o nível de comparabilidade entre os valores contábeis regulatórios e societários das companhias brasileiras de distribuição de energia elétrica. *Anais Ufpe*, (91).
- Moura, G. D., Fank, O. L., & Varela, P. S. (2012). Evidenciação dos ativos intangíveis pelas empresas do setor de energia elétrica listadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 15(1), 17-32.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Peltzman, S. (1976). Toward a more general theory of regulation. *The Journal of Law and Economics*, 19(2), 211-240. DOI: <https://doi.org/10.1086/466865>
- Pereira, V., Santana, A., Mendes, F., & Khan, A. (2008). Análise do setor de energia elétrica do estado do Pará: uma aplicação da matriz de insumo-produto. *Amazônia: Ciência & Desenvolvimento*, 4(7), 7-26.
- Pinto, A. F., Avelar, B., Fonseca, K. B. C., Silva, M. B. A., & Costa, P. D. S. (2015). Value relevance da evidenciação de provisões e passivos contingentes. *Pensar Contábil*, 16(61).
- Sami, H., & Zhou, H. (2004). A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *The International Journal of Accounting*, 39(4), 403-427. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.08.001>
- Santos, A. A., Botinha, R. A., & Lemes, S. (2019a). Análise da value relevance da demonstração do valor adicionado nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 18, 1-16. DOI: 10.16930/2237-766220192697
- Santos, O. M., & Silva, P. D. A. (2014). Os métodos contábeis dos esforços bem sucedidos capitalização total: um estudo sob a perspectiva do Value Relevance. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(2), 121-138. DOI: 10.4025/enfoque.v33i2.22307
- Santos, S. M. D., Lemes, S., & Barboza, F. L. M. (2019b). O Value Relevance é Relevante?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13(2), 1-18. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.152518>
- Silva, R. L. M., & Nardi, P. C. C. (2017). Relevância dos ativos biológicos: Um estudo em vários países. . In: *Anais do Congresso XI ANPCONT*, Belo Horizonte.
- Suzart, J. A. D. S., Souza, V. D., Carvalho, A. S., Rivas, E. D., & Martins, E. (2012). Informações societárias versus informações regulatórias: uma análise da relevância da informação contábil no contexto das concessionárias brasileiras do setor elétrico. In: *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo.