

# INFLUÊNCIA DO REFAZIMENTO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS NA REMUNERAÇÃO DOS DIRETORES ESTATUTÁRIOS DAS EMPRESAS PERTENCENTES AO IBRX-100

*FINANCIAL REPORTS RESTATEMENTS INFLUENCE ON EXECUTIVE COMPENSATION IN IBRX-100 FIRMS*

**ROCHA DE ALBUQUERQUE CAVALCANTI**

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). E-mail: [lais.rocha@hotmail.com](mailto:lais.rocha@hotmail.com)

**LUIZ CARLOS MARQUES DOS ANJOS**

Doutor em Contabilidade no Programa de Contabilidade Multi-institucional e Inter-regional da Universidade de Brasília (UnB). Professor da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). E-mail: [lui.cmanjos@ufpe.br](mailto:lui.cmanjos@ufpe.br)

---

Endereço: Av. Prof. Moraes Rego, 1235 - Cidade Universitária, Recife - PE, 50670-901

---

**Resumo:** A literatura sugere que as republicações de demonstrações contábeis podem afetar as perspectivas de resultados futuros das empresas dado que esta ação aumenta a incerteza, fazendo com que os investidores demandem uma taxa de retorno maior, visto que evidencia maior risco. O objetivo deste trabalho foi analisar a sensibilidade da remuneração dos diretores estatutários ao refazimento compulsório das demonstrações contábeis. A amostra foi composta por 70 companhias não financeiras pertencentes ao IBRX-100, abrangendo o período de 2010 a 2017, totalizando 560 observações. As análises foram desenvolvidas com uso de regressão quantílica e os resultados evidenciaram uma forte relação negativa e estatisticamente significativa entre a remuneração e o refazimento. Complementarmente, e com respaldo na literatura recente acerca da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho organizacional, foi realizado outro teste defasando o refazimento em um período. Os resultados evidenciam que o refazimento defasado mostrou-se mais significativo, podendo-se presumir que ele ainda impacta a remuneração dos executivos um período após ter sido emitido. Dessa forma, foi concluído então que a exigência do refazimento impacta negativamente a remuneração dos administradores, corroborando com a hipótese de pesquisa.

**Palavras chave:** Refazimentos das Demonstrações Contábeis; Remuneração de Executivos; Conflitos de Agência.

**Abstract:** *The literature suggests that financial reports restatements may affect the prospects of future corporate earnings as this action increases uncertainty, causing investors to demand a higher rate of return as it evidences higher risk. The objective of this study was to analyze the sensitivity of executive compensation to the mandatory restatement of the financial reports. The sample consisted of 70 non-financial companies belonging to the IBRX-100, covering the period from 2010 to 2017, totaling 560 observations. The analyzes were developed using quantile regression and the results showed a strong negative and statistically significant relationship between remuneration and redoing. In addition, and supported by recent literature on the relationship between executive compensation and organizational performance, another test was performed to offset restatement over a period. The results show that the lagged was more significant than contemporary restatement, and it can be assumed that it still impacts executive compensation a period after it has been issued. Thus, it was concluded that the restatement requirement negatively impacts the management compensation, corroborating the research hypothesis.*

**Keywords:** *Financial Reports Restatements; Executive Compensation; Agency Conflicts.*

## 1 INTRODUÇÃO

A divulgação de informações contábeis pelas companhias de capital aberto é de natureza indispensável, pois segundo Dantas *et al.* (2011) permite que os investidores e outros usuários da informação compreendam

adequadamente a posição e os resultados financeiros gerados, além dos riscos envolvidos em cada empresa, constituindo um requisito crucial para o funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Nessa perspectiva, há um agente que tem como propósito zelar pelo bom funcionamento desse mercado e garantir que os dados dos relatórios publicados sejam confiáveis. Assim, como estabelecido nas Leis n.º 6.385, de 7.12.1976, e n.º 6.404, de 15.12.1976 o órgão responsável por regulamentar o mercado de capitais no Brasil é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, através da Deliberação CVM n.º 595, de 15.9.2009 aprovou o Pronunciamento Técnico 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que estabeleceu a base de apresentação de demonstrações contábeis de uso geral, a fim de assegurar comparação tanto com as próprias demonstrações contábeis de períodos anteriores quanto com as demonstrações contábeis de outras entidades.

É possível que, após a publicação desses relatórios contábeis-financeiros seja detectada alguma incompatibilidade com as normas contábeis vigentes. Caso isso ocorra a CVM, como órgão fiscalizador, tem o poder para determinar o refazimento e a posterior republicação de tais relatórios, pois dentre outras atribuições, especifica e fiscaliza as publicações de demonstrações financeiras das entidades de capital aberto, segundo a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Por meio da Deliberação CVM n.º 388 foi delegada competência à Superintendência de Relações com Empresas para dar divulgação às determinações de refazimento e republicação das Demonstrações Financeiras e as Informações Trimestrais de Companhias Abertas. Então, desde 2001, data em que foi expedida tal deliberação, essas determinações são transmitidas na página oficial da CVM na internet, além de serem informadas às empresas.

Segundo Anderson e Yohn (2002) os refazimentos sinalizam que as demonstrações financeiras primárias das empresas não eram críveis, ou eram relativamente de qualidade inferior. Conjuntamente, outras pesquisas mostraram que refazimentos de demonstrações contábeis resultaram em uma perda substancial do valor de mercado da empresa (ANDERSON; YOHN, 2002; PALMROSE *et al.*, 2004).

Essa perda do valor de mercado é atribuída, segundo Hribar e Jenkins (2004), a vários fatores, como por exemplo: a inexistência de ganhos passados que refletem em uma revisão dos lucros esperados e também nas de taxas de crescimento esperadas, porque a correção muitas vezes afeta os lucros anteriores, afetando as projeções baseadas nesses números, além de gerar uma incerteza quanto à aptidão e integridade da gerência superior.

Nesse contexto de incertezas, pode-se evidenciar a Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) que analisa os conflitos existentes entre os principais, proprietários e os agentes administradores, considerando que o interesse dos primeiros nem sempre estão alinhados com o dos administradores (NASSIF; SOUZA, 2013 *apud* BEDICKS, 2009).

Posto isso, entende-se que se os acionistas tivessem informações completas sobre as atividades dos dirigentes e sobre as oportunidades de investimento da companhia, poderiam projetar um contrato especificando e impondo ação gerencial a ser tomada. Porém, para Jensen e Murphy (1990), as decisões tomadas pela alta gerência e as oportunidades de investimentos não podem ser perfeitamente observadas pelos *stakeholders* e, eles nem sempre estão cientes das possíveis ações que um gerente pode escolher ou quais dessas criarão um aumento da sua riqueza.

Nessas situações, a teoria da agência prevê que a política de remuneração será projetada para dar ao gerente incentivos para selecionar e implementar ações que aumentem a riqueza dos acionistas. Os investidores desejam que a direção atue de maneira particular sobre cada decisão, seja ela deliberando sobre qual projeto começar, dar continuidade ou descartar, quando os rendimentos esperados dessas atividades forem maiores que os custos esperados (JENSEN; MURPHY, 1990). Contudo, os administradores comparam, continuamente, seus ganhos e custos de buscar uma atividade específica.

Posto isso, deve-se ter em mente que, de acordo com Deegan (1997), deve-se entender adequadamente quais motivações a remuneração pode criar nos administradores, tendo em vista que eles devem atuar em interesse da firma e não em seus próprios.

A relação entre acionistas e diretores pode, portanto, ser impactada tanto positiva, como negativamente devido a estes incentivos. Segundo Lunardi (2013), a remuneração dos administradores das companhias de capital aberto vem sendo cada vez mais discutida por alguns motivos dentre eles a expansão do mercado de valores mobiliários brasileiro e a maior desconcentração da posse das ações, o que impacta o sistema remuneratório da administração.

A Instrução CVM n.º 480, de 2009 pode ser vista como um dos motivos da remuneração dos administradores estar sendo mais debatida, pois, em seu anexo 24, dispõe, em seu subitem 13.2 que no formulário de referência deve estar descrita a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração. Essa instrução refletiu, segundo Lunardi (2013),

uma remodelagem no que se refere as normas de transparência impostas pela CVM às companhias de capital aberto.

Para empreendedores que lidam com o mercado de capitais de forma profissional houve um aumento significativo da facilidade de obtenção e da disponibilidade das informações referentes as companhias, Merofa (2014). Tais empresas, no entanto, foram forçadas pelas circunstâncias dessa instrução a divulgar tais dados de forma clara e transparente.

De acordo com Healy (1984) estudos que examinam decisões de contabilidade gerencial postulam que executivos recompensados por bônus baseados em lucros selecionam procedimentos contábeis que aumentam sua remuneração. Com base nisto Martinez (2001) afirma que há um risco inevitável de que os resultados divulgados pela administração não sejam reportados no padrão que os usuários da informação esperam e que os executivos das companhias abertas gerenciem os resultados devido ao desejo de ter bônus cada vez maiores sem levar em conta o que esse anseio possa vir a causar futuramente na companhia.

Sendo assim, este estudo permite avançar na compreensão da relação entre a divulgação de demonstrações contábeis e a remuneração a executivos, dado ser um debate que ainda demanda mais evidências sobre como estas variáveis se relacionam visto não ter sido objeto de análise em outros estudos nacionais como os de Dantas *et al* (2011), Krauter (2013), Anjos (2016) e Aguiar e Pimentel (2017) e internacionais como os de Hirschey, Palmrose e Scholz (2003), Palmrose, Richardson e Scholz (2004), Gleason, Jenkins e Johnson (2008).

Entende-se ainda que este estudo pode contribuir para os atores e reguladores do mercado de capitais no que concerne aos sinais decorrentes dos refazimentos das demonstrações contábeis e seus efeitos sobre mecanismos de governança corporativa, mais especificamente a remuneração de executivos, já reconhecida na literatura como um custo de agência.

Nesse contexto, este estudo distingue-se no âmbito em que tenta identificar uma conexão entre proventos dos diretores das sociedades anônimas e os refazimentos das demonstrações contábeis e financeiras. Levanta-se então, o seguinte questionamento: Qual a influência do refazimento das demonstrações contábeis das empresas de maior liquidez listadas na [B]<sup>3</sup> na remuneração dos Diretores Estatutários?

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 REFAZIMENTO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A CVM foi criada para, entre outros objetivos, disciplinar o mercado de capitais, assegurando o funcionamento regular e eficiente do mesmo. Para realizar este objetivo, o órgão regulador também deve, de acordo com sua lei de criação, a Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976, promover a proteção dos titulares de valores mobiliários e assegurar que os mesmos e também os possíveis *stakeholders* tenham acesso a informações sobre os valores negociados nesse mercado.

Essa tendência à facilidade de obter dados das companhias de capital aberto é uma maneira de tentar diminuir a assimetria informacional (CUNHA; FERNANDES; MAGRO, 2017). A contabilidade, como ciência social, desempenha papel importantíssimo quando se trata da possibilidade de diminuição desse desequilíbrio de dados entre investidores e os agentes internos das companhias, pois um dos seus objetivos é prover informações úteis para a tomada de decisão e, para que a informação seja útil ela deve ser relevante e representar fidedignamente o que se propõe a representar (CPC 00).

Contudo, há situações permitidas pela Lei 6.404/76, onde existem possibilidades de escolhas entre procedimentos por parte dos responsáveis pela elaboração e divulgação das demonstrações contábeis, que podem se constituir alternativas de métodos de gerenciamento contábil. Esta manipulação gera informações tendenciosas (BAPTISTA, 2001) e tais dados, quando apresentados de forma imparcial podem levar os usuários externos a terem conclusões contraditórias.

Em se tratando do mercado de capitais, a credibilidade das informações é um fator indispensável para a relação dos usuários, Dantas *et al* (2011). Tendo isso em vista, faz-se necessária a imposição de rigor nas medidas de eficiência e nas condutas aplicadas, pois os investidores precisam ter garantia de que a informação divulgada nos relatórios das empresas de capital aberto pode ser confiável. Tal conjuntura demonstra, ainda mais, a importância de um órgão que regulador e punitivo das companhias, no caso do Brasil uma autarquia. Portanto a CVM, como autarquia que normatiza, mas também exerce poder de punição, deve disciplinar o funcionamento das Bolsas de Valores e punir as empresas que negociam títulos, caso ache viável. Ainda é competência da CVM fiscalizar a publicação dos relatórios trimestrais e anuais e, caso encontre alguma deficiência informativa, deve advertir a companhia e exigir que a mesma corrija os desacertos ou incoerências, estabelecendo que haja a republicação das demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas (BRASIL, 1976b; CUNHA; FERNANDES; MAGRO, 2017).

A partir de 2001, por meio da Deliberação nº 388 da CVM, foi permitida a divulgação, para todo o mercado, dos ofícios emitidos pela autarquia que determinavam o refazimento/republicação das demonstrações contábeis, Murcia e Carvalho (2007). Com isso, os usuários de quaisquer tipos puderam ter acesso mais facilmente, através do site da CVM, aos motivos alegados pela mesma para determinar que a companhia refizesse/republicasse seus relatórios.

Há diferenças entre republicações e refazimentos, relatadas por Teixeira, Politelo e Klann (2013), enquanto uma trata de informações embaraçosas ou não íntegras, a outra trata da carência de informações. Ao se determinar que republiquem as demonstrações contábeis, não se espera uma alteração na situação patrimonial da companhia, porém, ao ser determinado o refazimento das demonstrações, espera-se que haja uma mudança de status do patrimônio devido a “[...] registros contábeis não realizados, como provisões, erros em estimativas contábeis, classificação incoerente de contas patrimoniais [...]” (TEIXEIRA; POLITELO; KLANN, 2013).

Em se tratando do refazimento das demonstrações as publicações internacionais expõem que encontraram um retorno negativo no mercado devido aos problemas contábeis anunciados e que a reação negativa é mais proeminente nas companhias com problemas de reconhecimento de receitas, Anderson e Yohn (2002). Em um outro estudo realizado por Hirschey, Palmrose e Scholz (2005), encontrou-se que há retornos anormais negativos após o anúncio do refazimento quando o mesmo trata de fraude, diminui a receita declarada ou afeta os ganhos.

Um estudo americano feito por Richardson, Tuna e Wu (2002) utilizando uma amostra onde os pesquisadores sabiam que os gestores das empresas estavam inflando os lucros propositalmente, constatou que as companhias do grupo estudado estavam sendo pressionadas pelo mercado para atingir a expectativa de crescimento do lucro e isso as fez adotar medidas contábeis que gerenciassem o lucro. Também foi verificado nesse estudo que, quando comparadas com as empresas que não tiveram que refazer suas demonstrações, as empresas que refizeram apresentaram mais *accruals* no momento da alegada manipulação.

O artigo de Hribar e Jenkins (2004) estudou os efeitos dos refazimentos no lucro e no custo de capital das 292 empresas da amostra. Os pesquisadores constataram que o refazimento está associado ao aumento no custo de capital de uma empresa e que isso é coerente com as afirmações que dizem que os refazimentos aumentam a incerteza sobre a credibilidade e competência dos gestores das empresas, e talvez seja a causa de os investidores questionarem mais aspectos das demonstrações.

Portanto, embora o refazimento dos relatórios contábeis possa reduzir a incerteza em se tratando de determinada transação ou conta patrimonial, ele aumenta a incerteza global, fazendo com que os investidores demandem uma taxa de retorno maior, visto que há maior risco Hribar e Jenkins (2004). Pode-se sintetizar as análises feitas nos estudos internacionais declarando-se que a gestão das companhias, em certos casos, infla seus lucros e apresenta, em seus relatórios contábeis, situações que divergem da realidade. E, quando necessitam refazer essas demonstrações, é provável haver uma perda de valor de mercado devido à desconfiança gerada pelos gestores nos *stakeholder*.

## 2.2 REMUNERAÇÃO DA DIRETORIA DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO E A TEORIA DA AGÊNCIA

Jensen e Meckling (1976) definiram que o relacionamento de agência seria um contrato entre partes onde uma parte principal solicita a um agente que preste um serviço para esse contratante, sendo as decisões delegadas ao agente. Há, porém, um conflito quando se presume que as duas partes querem maximizar seus benefícios, pois o agente tende a não priorizar os interesses da parte contratante e sim a agir buscando maximizar sua utilidade.

A Lei 6.404/76 determina que os administradores das companhias de capital aberto devem agir conforme os interesses da mesma, empregando cuidado e diligência e não praticar ato de liberalidade às custas da companhia. Também não deve o agente ou administrador, visando interesses próprios, deixar de aproveitar oportunidades de negócio que beneficiem a empresa e, por conseguinte, a parte principal.

A parte principal pode minimizar o conflito decisório e induzir o agente a adequar as decisões aos seus interesses de contratante. Para isso é preciso estabelecer incentivos apropriados para a parte contratada e monitorar frequentemente as atividades do agente. Há, no entanto um custo atrelado ao monitoramento de uma parte, um pelas perdas residuais e um custo atrelado a garantia, esses custos incorrem devido a tentativa de colocar os objetivos de ambas as partes no mesmo nível (LUNARDI FILHO, 2013).

Em se tratando de incentivos, é válido ressaltar os tipos de remuneração existentes para diretores de empresas de capital aberto, englobados pelo conceito amplo de remuneração e critério valor, temos: (i) remuneração fixa: salário ou pró-labore; benefícios diretos e indiretos; remuneração por participação em comitês; outros. (ii) remuneração variável: bônus; participação nos resultados; remuneração por participação

em reuniões; comissões; outros (iii) benefícios pós-emprego (iv) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções de compra (CVM, 2009)

A associação entre valores mobiliários e remuneração de administradores toma forma quando se nota que a probabilidade de um gestor tomar riscos é inversamente proporcional a quantidade de participação que ele possui no capital de uma companhia (ações) e isso faz com que ocorra uma maior discrepância entre os interesses das partes. Há, portanto, um aumento nos custos de agência quando a porcentagem do administrador no patrimônio da companhia decresce (JENSEN; MECKLING, 1976).

Ainda segundo Lunardi Filho (2013) monitoramento refere-se ao custo do tempo que o investidor utiliza para analisar e investigar ações dos gestores e também aos dispêndios que o mesmo teve para realizar as análises, ex: contratação de uma empresa para apurar saldos patrimoniais controversos. Perdas residuais se referem a quando ocorre uma diminuição da prosperidade dos acionistas devido a escolhas adversas aos interesses dos mesmos por parte dos administradores.

Finalmente há os custos de garantia ou *bonding costs* que são dispêndios, por parte do agente, atrelados a segurança da parte principal para evitar que o ele, agente, aja de maneira a prejudicar os investidores e, se agir que os investidores sejam recompensados Jensen e Meckling (1976). Um exemplo prático seria quando há remuneração baseada em ações para os administradores, nesse caso eles estariam associando ou *bonding*, seu patrimônio a um certo nível de desempenho esperado pelos acionistas, pondo em risco parte de sua remuneração (FRYDMAN; JENTER, 2010).

Há divergências entre os interesses dos acionistas e dos administradores, porém, ocorre que esse desalinhamento em conjunto com os custos de agência, podem ser reduzidos quando se estrutura um plano de remuneração de forma coerente (MURPHY, 1999). No entanto, não há contrato que possa alinhar perfeitamente os interesses dos gestores com os dos investidores, (BEBCHUK; FRIED, 2002; WALKER, 2002).

## 2.3 RELAÇÃO ENTRE REFAZIMENTO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E A REMUNERAÇÃO DE DIRETORES DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

De acordo com Healy (1984), os bônus baseados em lucros são um meio popular de recompensar executivos de companhias de capital aberto. Em seu estudo ele demonstrou que os programas de bônus criam incentivos para que os diretores escolham procedimentos contábeis e *accruals* para maximizar o valor de seus prêmios.

As normas vigentes permitem certas possibilidades quanto aos procedimentos contábeis a serem utilizados, todavia, nem sempre as companhias os usam corretamente e acabam por ter de corrigi-los. Rodrigues (2017) analisou os motivos alegados pela CVM para a determinação do refazimento das demonstrações e encontrou que 42,19% dos casos foram por causa de impropriedades no reconhecimento e/ou mensuração de ativos e passivos, enquanto que 39,84% foram devido a deficiência ou ausência de *disclosure* em notas explicativas. Tal fato abre precedente para a elaboração de teorias do porquê a maioria dos casos de refazimentos das companhias de capital aberto estar ligado a mensuração e a divulgação contábil.

O trabalho de Anderson e Yohn (2002) obteve a conclusão de que há uma diminuição no valor de mercado e um aumento na assimetria informacional quando o refazimento é relacionado a questões de reconhecimento de receitas. Isso sugere que os *stakeholders* tendem a considerar mais importantes os refazimentos gerados pelos problemas com reconhecimento de receitas, quando comparados as outras questões.

Sabe-se que, concomitantemente a remuneração por bônus baseado nos lucros, é possível remunerar os diretores e administradores das companhias de capital aberto através de participação no capital da empresa, ou seja, ações. Jensen e Murphy (1990) defendem que o elo mais forte entre a riqueza dos acionistas e a riqueza dos executivos é justamente a remuneração por ações. Logo, se os gestores possuírem uma quantidade significativa da companhia que administram, eles receberão um *feedback* direto e considerável caso haja alguma mudança no valor de mercado da empresa.

O valor de mercado de uma empresa é comumente calculado pela cotação de suas ações em Bolsa multiplicada pela quantidade de ações que compõem seu capital. Palmrose, Richardson e Scholz (2004) documentaram que os refazimentos geram uma reação negativa ao preço das ações de aproximadamente 9% durante os dois dias que cercam o anúncio.

Analisando os resultados encontrados pelos estudos citados é notável o entrelaçamento entre refazimento, *accruals* e remuneração de executivos. Pode-se perceber que os panoramas dos trabalhos citados sugerem que devido a uma tendência dos gestores em aumentar seus ganhos, os mesmos recorrem a contabilidade agressiva que, nem sempre os órgãos reguladores aceitam, gerando refazimentos e republicações. Por sua

vez, refazimentos tendem a diminuir os lucros e o valor de mercado da companhia, conseqüentemente levando a redução da remuneração variável percebida pelos executivos.

## 2.4 ESTUDOS ANTERIORES

Em relação ao tema refazimento e ao tema remuneração estudos americanos (HEALY, 1984; JENSEN; MURPHY, 1990; RICHARDSON; TUNA; WU, 2002; ANDERSON; YOHAN, 2002; GLEASON; JENKINS; JOHNSON, 2008; LIU; STARK, 2009;) trataram da temática através de pesquisas com análise de regressões com a pretensão de entender qual a consequência da republicação e do refazimento para a empresa e seus investidores. Há estudos brasileiros recentes (NETTO; PEREIRA, 2010; RODRIGUES, 2017) que usaram da temática refazimento e remuneração de administradores das companhias de capital aberto. Nesta seção serão apresentados alguns desses estudos nacionais e internacionais com o intuito de encontrar similaridades e discrepâncias entre eles e este presente trabalho.

Hribar e Jenkins realizaram uma pesquisa em 2004 sobre como os refazimentos afetam o valor de mercado das companhias através do aumento do custo de capital e da diminuição dos lucros futuros esperados. Com dados de 286 firmas que emitiram refazimentos entre 1997 e 2002 eles encontraram resultados que, em média, as empresas aparentam ter perdido 3% do seu valor de mercado entre os 17 dias antes do anúncio do refazimento e 9% entre os 2 primeiros dias após o anúncio e os 2 primeiros dias antes do anúncio.

Também foi encontrado na pesquisa de Hribar e Jenkins (2004) que o custo do capital aumentou em média entre 7 a 19% no mês posterior ao refazimento das empresas da amostra, além disso foi constatado que as empresas que tiveram refazimentos iniciados por auditores tiveram o maior aumento no custo de capital. Os resultados encontrados pelos pesquisadores estão em consonância com o dizer que o refazimento reduz a percepção dos investidores sobre a qualidade dos lucros reportados pela empresa fazendo com que as taxas de retorno exigidas pelos investidores sejam maiores.

Em outro estudo americano realizado por Gleason, Jenkins e Johnson (2008), envolvendo uma amostra de 807 firmas com 888 refazimentos entre, também, os anos de 1997-2002, examinou-se se as distorções descobertas e corrigidas pelo refazimento fazem com que os participantes do mercado de capitais reavaliem o conteúdo e a qualidade das demonstrações financeiras anteriormente emitidas por outras empresas do mesmo setor.

Gleason, Jenkins e Johnson (2008) encontraram resultados que corroboraram com a predição que os refazimentos afetam negativamente a riqueza dos investidores e que induzem uma pequena queda, estatisticamente confiável, do preço das ações das empresas que não refizeram suas demonstrações, porém, pertenciam ao mesmo setor de uma empresa que as fez. Outro resultado encontrado foi o de que há uma maior queda no preço das ações das empresas do mesmo setor que tem mais *accruals* e maiores lucros quando elas utilizam a mesma empresa de auditoria em suas demonstrações.

Richardson, Tuna e Wu (2002) escreveram um artigo que investigou a utilidade da contabilidade na previsão do gerenciamento de lucros. Foi investigada uma amostra de 225 empresas que tiveram suas demonstrações refeitas e seus lucros afetados entre 1971 e 2000. As evidências sugeriram que empresas que refizeram as suas demonstrações haviam tentado manter um crescimento consecutivo de lucros e tais evidências apontam para a pressão do mercado de capitais sendo um fator motivador para as companhias e seus gestores adotarem políticas contábeis agressivas. Os pesquisadores também encontraram resultados que comprovam que as empresas que refizeram suas demonstrações tiveram *accruals* significantes nos anos da suposta manipulação dos lucros.

Contemporaneamente ao estudo de Richardson, Tuna e Wu (2002), Anderson e Yohn (2002) realizaram uma pesquisa que examinou como os refazimentos alteram a visão dos investidores sobre a empresa. examinando uma amostra de 329 empresas que refizeram suas demonstrações por conta de erros contábeis durante os anos de 1997 a 1999 eles encontraram um retorno negativo do mercado para com empresas que refizeram suas demonstrações e tiveram problemas com reconhecimento de receitas.

Hirschey, Palmore e Scholz (2004) estudaram as consequências econômicas dos refazimentos contábeis na perspectiva do efeito a longo prazo no valor de mercado da empresa usando uma amostra de 259 empresas com dados de demonstrações contábeis entre 1995 a 1999 e encontraram que há retornos mais negativos por parte do mercado quando os refazimentos são devido a fraudes, afetam múltiplas contas, diminuem a receita ou são iniciados por auditores.

Pode-se afirmar então, a partir dos estudos de Anderson e Yohn (2002), Richardson, Tuna e Wu (2002) e Hirschey, Palmore e Scholz (2004) que os refazimentos resultaram em uma perda do valor de mercado significativa para as empresas.

Essa perda do valor de Mercado foi associada a inúmeros fatores, como revisões nos lucros futuros esperados devido a não-existência de lucros passados, revisões também na taxa de crescimento, incertezas acerca da competência e integridade dos administradores da companhia e percepções dos investidores sobre

a qualidade dos lucros reportados. Alguns desses fatores diminuem o valor da firma diretamente através do fluxo futuro de caixa esperado enquanto outros diminuem através das taxas de descontos que os investidores atribuem aos fluxos futuros de caixa esperados.

Jensen e Murphy (1990) realizaram um estudo que estimou a relação entre remuneração e *performance* de mais de 2.000 CEOs de empresas americanas e concluíram que a riqueza deles aumenta em média \$ 3,25 a cada \$1,000 aumentado na riqueza dos acionistas. O estudo evidencia que apesar de os incentivos gerados pela posse de ações serem grandes em relação aos incentivos de pagamento e de aposentadoria, a maioria dos CEOs detém frações ínfimas das ações de suas empresas, e os níveis de propriedade diminuíram nos últimos 50 anos que foram analisados na pesquisa.

Já Healy (1984) analisou o formato dos típicos contratos de bônus, dando uma caracterização mais completa sobre os incentivos contábeis do que os outros estudos da área e época. A amostra foi das 250 maiores indústrias de 1980, porém ele teve uma amostra final de 94 empresas e encontrou que a estrutura de bônus cria incentivos para os gerentes selecionarem procedimentos contábeis e *accruals* que maximizem o valor dos bônus deles.

Essas estruturas de bônus parecem, nas conclusões da pesquisa, serem um meio eficaz de influenciar as decisões gerenciais e de procedimentos contábeis. Existe uma forte associação entre os *accruals* e os incentivos de geração de relatórios de receita dos gestores sob seus contratos de bônus. É mais provável que os gerentes escolham *accruals* de redução de receita quando os limites superiores ou inferiores do plano de bônus são vinculativos e *accruals* de aumento de receita quando esses limites não são vinculativos.

No entanto esses estudos não avaliaram, diretamente, o efeito dos refazimentos na remuneração dos administradores das companhias de capital aberto. Nesse trabalho será examinada se existe relação negativa e significativa entre o refazimento das demonstrações contábeis e a remuneração dos diretores estatutários dessas empresas.

Estudos brasileiros como o de Netto e Pereira (2010) objetivaram investigar se a republicação de demonstrações financeiras impactou no preço das ações de 24 empresas brasileiras. Foram analisadas 197 reapresentações no período de 2001 ao segundo trimestre de 2009 e foram encontrados resultados que o mercado não reage às republicações de informações contábeis. Tais resultados são diferentes dos estudos americanos pois podem haver diferenças nos motivos que levaram ao refazimento das demonstrações.

Rodrigues (2017) relatou esses motivos em sua pesquisa e avaliou um possível impacto causado nos indicadores econômico-financeiros. Ela encontrou que os erros que mais levaram as empresas a ter que republicar suas demonstrações foram os relacionados ao reconhecimento e mensuração de ativos e passivos e os relativos à falta ou ausência de evidenciação.

Percebe-se, também, na pesquisa de Rodrigues (2017) que pode haver um impacto, tanto negativo como positivo, nos indicadores econômico-financeiros devido ao refazimento e republicação das informações contábeis, dependendo do tipo de erro cometido nelas.

Com base nos estudos utilizados nesta revisão de literatura, elaborou-se, então, a seguinte hipótese de pesquisa:

**H1:** O refazimento compulsório das demonstrações contábeis tem relação negativa e estatisticamente significativa com a remuneração dos executivos.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A amostra utilizada nessa pesquisa foi caracterizada pelas empresas pertencentes ao Índice Brasil 100 (IBrX-100) de setembro a dezembro de 2018. o IBrX-100 é o índice que aponta o desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade da B3. Desse modo, o universo da pesquisa considera as empresas de capital aberto mais líquidas do mercado de ações brasileiro.

Durante a coleta dos dados, verificou-se que esse índice demonstra ações preferenciais e ordinárias e 3 empresas apresentavam-se com ações repetidas na composição da carteira e logo suas duplicidades foram excluídas.

As empresas pertencentes ao IBrX-100 que atenderam as especificações foram, então, segregadas por setor econômico da Bovespa. Foram retiradas as 17 empresas do setor financeiro incluindo companhias securitizadoras.

Levando em conta que a remuneração é a variável explicativa sobre a qual este estudo se baseia para buscar respostas para o problema da pesquisa, outras 10 companhias foram excluídas pois não divulgaram dados sobre a remuneração dos executivos nos anos referentes a esse estudo

Construiu-se, então, um banco de dados, o qual inclui informações financeiras e informações sobre remuneração dos administradores entre os anos 2010 e 2017 das 70 empresas que atenderam as exigências do estudo essas empresas encontram-se listadas no apêndice A.

Em seguida foram coletados dados, através do Economática®, referentes ao tamanho (ativo total), desempenho (EBITDA) e setor da companhia. Posteriormente, foram identificadas as empresas da amostra que, através de ofício emitido pela CVM, foram obrigadas a realizar refazimentos das demonstrações contábeis, como pode ser visto no Quadro 1.

**Quadro 1** – Empresas que tiveram refazimento compulsório

Empresa	Ano das Demonstrações	Ano Ofício da CVM
Energisa	2011	2011
Marfrig	2011	2012
Minerva	2011 e 2012	2013
Pão de Açúcar – CBD	2013, 2014, 2015	2016
Petrobras	2013, 2014, 2015, 2016	2016
Viavarejo	2013, 2014, 2015	2017

Fonte: Dados da pesquisa com base na CVM.

Tendo como base os formulários de referência, mais especificamente o subitem 13.2 Remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal, divulgados após a Instrução CVM nº 480 de 2009, foram coletados dados da remuneração dos diretores estatutários das 70 empresas da amostra dos anos de 2010 a 2017.

Ressalta-se que os dados de remuneração abrangem a remuneração total, inclusos todos os componentes da remuneração dos administradores listados no item 13 do Formulário de Referência: (i) salário ou pró-labore; (ii) benefícios diretos e indiretos; (iii) bônus; (iv) participação no resultado; (v) comissões; (vi) benefícios pós-emprego; (vii) benefícios motivados pela cessão do exercício do cargo; e (viii) remuneração baseada em ações, que inclui as opções de compra de ações.

### 3.2 MODELO E TESTES ECONÔMICOS

Utilizando-se como base do modelo de Liu e Stark (2009) modificado chegou-se a Equação 1:

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REFAZ_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 EBITDA_{i,t} + \beta_4 \sum_{n=1}^N \alpha SETOR + \mu_{i,t}$$

Em que :

$REM_{i,t}$  = ao logaritmo natural do valor total da remuneração paga aos diretores estatutários dividido pela quantidade de membros da diretoria da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$REFAZ_{i,t}$  = a variável dummy em que se admite 1 para as empresas que refizeram suas demonstrações no ano  $t$  e 0 para as demais

$TAM_{i,t}$  = ao logaritmo natural do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$EBITDA_{i,t}$  = ao logaritmo natural do EBITDA da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$\sum_{n=1}^N \alpha SETOR$  = variável referente aos setores onde se atribui 1 para o setor em questão e 0 para os demais.

$\mu_{i,t}$  = termo de erro estocástico

Afim de analisar o modelo foi estruturado um conjunto de dados em painel organizados por séries temporais empilhadas com 70 unidades de corte transversal observadas de 2010 a 2017, utilizando-se efeitos aleatórios. Esse método de dados em painel, de acordo com Verbeek (2004), permite identificar certos parâmetros ou questionamentos sem ser necessário assumir restrições, como ocorre em cortes transversais utilizando o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Wooldridge (2012) destaca que, por meio dos dados em painel é possível excluir o efeito de variáveis mesmo não as tendo observado diretamente.

Na estimação regressional pelo painel de dados, admite-se que para uma determinada companhia da amostra, as observações não mostram correlação serial com variância homocedástica. Na análise dos dados, verificou-se uma grande diferença entre os incentivos pagos gerando uma assimetria na distribuição da compensação de longo prazo entre executivos, o que gera a expectativa da presença de *outliers*. Os testes para normalidade de resíduos confirmaram esta expectativa, o que impactou a estimação do modelo por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

A solução foi realizar uma regressão mediana ( $\tau = 0,5$ ), pois esta técnica possui como pressuposto apenas a homocedasticidade, que, após, testada, não apresentou problemas, porém, na tentativa de repetir o



teste, o software Gretl ® não replicou os resultados, fazendo com que fosse adotado o software Stata ® para análise de dados.

Ao inserir a regressão no Stata ® também utilizou-se uma estrutura de dados em painel realizando uma regressão mediana (tau = 0,5), porém, usando o primeiro modelo foi encontrada uma multicolinearidade entre as variáveis Remuneração, EBITDA e Tam, a solução encontrada, então, foi ponderar as variáveis  $REM_{i,t}$  e  $EBITDA_{i,t}$  pelo Ativo Total da companhia, resultando no novo modelo apresentado:

$$REMPA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REFAZ_{i,t} + \beta_2 EPA_{i,t} + \beta_3 \sum_{n=1}^N \alpha SETOR + \mu_{i,t}$$

Em que as novas variáveis incluídas foram:

$REMPA_{i,t}$  = ao logaritmo natural do valor total da remuneração paga aos diretores estatutários, dividido pela quantidade de membros da diretoria ponderado pelo Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

$EPA_{i,t}$  = ao logaritmo natural do EBITDA ponderado pelo Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Após testado esse modelo não apresentou problemas e gerou os resultados que serão discutidos na análise de dados.

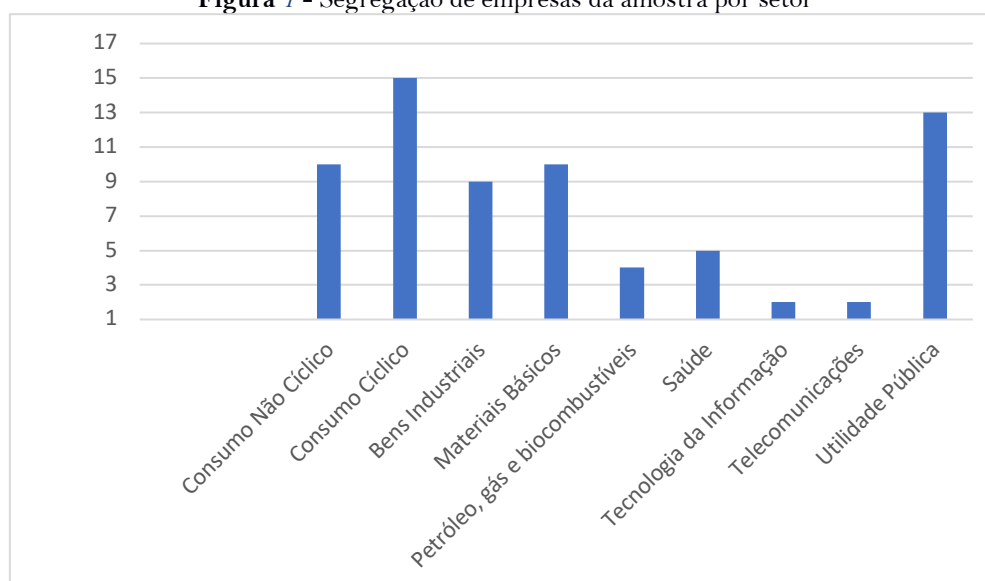
## 4 ANÁLISE DE DADOS

### 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

As observações correspondem às 70 empresas de cunho não-financeiro pertencentes ao IBRX-100 que divulgaram as informações necessárias para a realização do estudo entre 2010 e 2017, totalizando um total de 560 observações para o tratamento econométrico.

A amostra de empresas pesquisadas é composta, em sua maioria, por empresas do setor econômico de Consumo Cíclico, como as Lojas Americanas e ViaVarejo. O setor de Utilidade Pública tem apenas 2 empresas a menos, contando com 13, incluindo, entre elas, a Energisa.

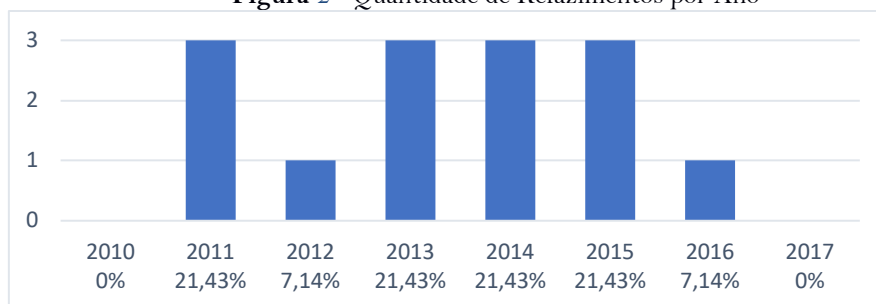
**Figura 1** - Segregação de empresas da amostra por setor



Fonte: Elaborado pelos autores com base na B3.

O Setor de Consumo Não Cíclico, assim como o de Materiais Básicos representa 10 companhias da amostra e abrange a maioria das companhias que refizeram suas demonstrações, Marfrig, Minerva e a Companhia Brasileira de Distribuição. Os setores com menos empresas na amostra são os de Tecnologia da Informação e Telecomunicações com 2 empresas em cada e nenhuma empresa que fez suas demonstrações. Das outras companhias que refizeram suas demonstrações 1 pertence ao setor de Utilidade Pública, 1 ao setor de Petróleo, gás e biocombustíveis e outra ao setor de Consumo Cíclico.

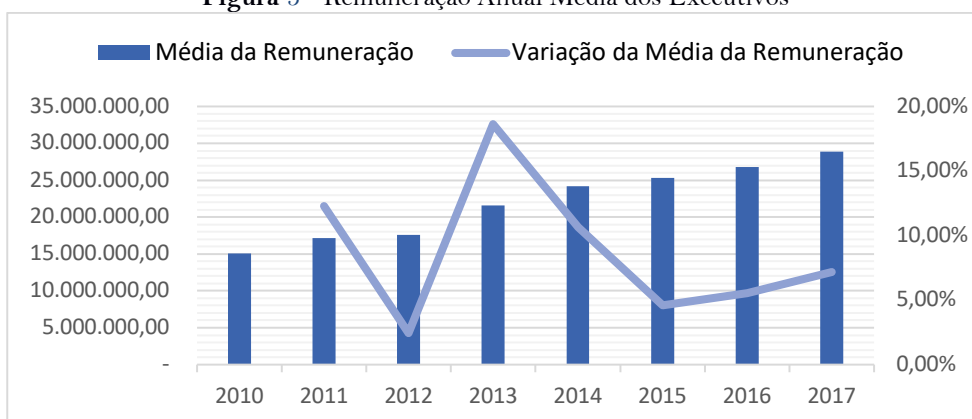
Através dos ofícios emitidos e divulgados no sítio eletrônico da CVM, fez-se a coleta das empresas que tiverem que refazer suas demonstrações, chegando-se a um total de 6 empresas que estão listadas no Quadro 1 deste trabalho. Os anos de 2011, 2013, 2014 e 2015 foram os que apresentaram maior volume de refazimentos, representando 83% do total de refazimentos, que estão segregados por ano na Figura 2.

**Figura 2 - Quantidade de Refazimentos por Ano**

Fonte: Elaborado pelos autores com base na CVM.

Observou-se, como mostra a Figura 3, que a variação na média da remuneração total por empresa apresenta uma queda significativa no ano seguinte ao refazimento, passando de uma variação positiva de 12,3% de 2010 para 2011 para uma variação, também positiva, porém de apenas 2,44% de 2011 para 2012, ou seja, o aumento da remuneração de 2011 para 2012 foi significativamente menor do que o de 2010 para 2011, tendo em vista que em 2010 não houveram refazimentos.

Em 2012 houve apenas 1 refazimento e, concomitantemente a isso, houve uma variação aumentativa, no ano seguinte, de 18,63% na remuneração dos executivos. Já nos anos de 2013, 2014 e 2015 a quantidade de refazimentos foi constante ficando em 3 por ano, e pode-se observar que a variação na média da remuneração continuou decrescendo nos 3 anos, aumentando apenas entre os anos de 2015 e 2017, destaca-se que no ano de 2016 houve apenas 1 caso de refazimento.

**Figura 3 - Remuneração Anual Média dos Executivos**

Fonte: Elaborado pelo Autor com base na CVM.

Destaca-se, na Tabela 1, que houve um aumento não significativo na média de remuneração paga aos executivos do ano de 2011 para 2012, ocorreu uma diminuição do EBITDA médio, mínimo e máximo e do Ativo Médio no mesmo período. Pode-se atribuir isto ao fato de que 3 das companhias que refizeram suas demonstrações tiveram de refazer as demonstrações do ano de 2011. Já a remuneração máxima sofreu uma diminuição no período de 2012 para 2013, cresceu em 2013 e voltou ao mesmo patamar de 2013 em 2015.

A companhia com maior ativo total, analisada neste estudo e dentre os anos pesquisados, foi a Petrobras, que está acima da média em torno de 2.000%, apresentando seu Ativo Total de maior valor no ano de 2015. Ressalta-se que esta firma refez suas demonstrações nos anos de 2013, 2014, 2015 e 2016.

**Tabela 1 - Média, mínimos e máximos da Remuneração Total, EBITDA e Ativo Total**

	Remuneração*			EBITDA*			Ativo Total*		
	Média	Mínima	Máxima	Médio	Mínimo	Máximo	Médio	Mínimo	Máximo
2010	15.033	1.055	100.601	3.026	2,5	60.456	21.161	212	519.970
2011	17.141	231	101.773	3.392	-519	61.968	21.614	356	599.150
2012	17.570	261	104.778	2.597	-6.173	53.242	16.555	375	677.716
2013	21.593	345	94.260	3.235	-3.690	62.824	20.790	704	752.967
2014	24.168	571	105.029	2.497	-179	27.682	10.000	797	793.375
2015	25.336	1.326	96.424	2.080	-14.848	25.386	4.206	854	900.135
2016	26.816	790	147.419	3.926	-442	65.025	22.836	907	804.945
2017	28.881	1.072	170.537	4.309	-832	80.251	27.909	1.050	831.515

\* Valores em milhares de Reais

Fonte: Elaborado pelos autores com base no Economática ®.

Ainda no âmbito da remuneração, os formulários de referência das companhias utilizadas na amostra possibilitaram calcular uma média anual da remuneração total da diretoria estatutária, uma média da quantidade de diretores das companhias e uma média da remuneração anual por diretor, apresentadas na Tabela 1. Observou-se que a remuneração foi crescente de acordo com os anos tendo uma média de aumento de 9% ao ano, um pouco acima da média da inflação. Dentre as companhias que refizeram suas demonstrações, a Companhia Brasileira de Distribuição foi a que remunerou com maior quantia seus diretores estatutários, e a Energisa, a que teve menor dispêndio com remuneração total.

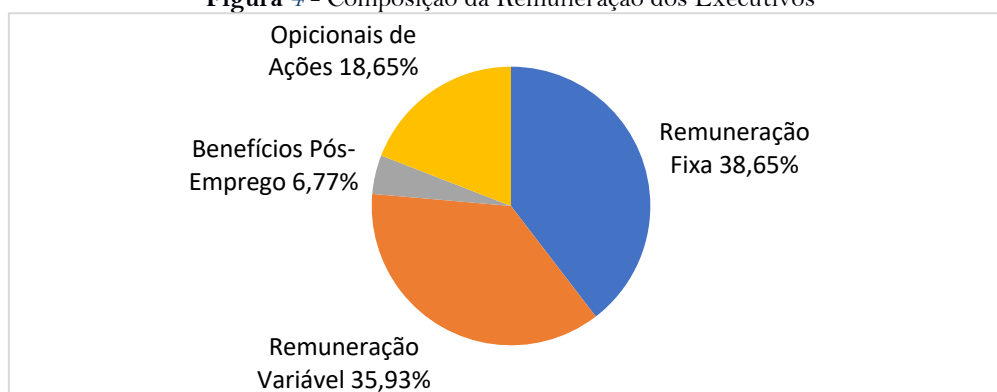
**Tabela 2 - Remuneração e Composição da Diretoria Estatutária**

ANO	Quantidade Média de Diretores	Remuneração Anual Média por Diretor
2010	6,58	2.284.915,61
2011	6,73	2.547.838,84
2012	6,66	2.637.985,72
2013	6,64	3.252.341,40
2014	6,71	3.602.848,63
2015	6,34	3.995.800,69
2016	6,29	4.263.217,68
2017	6,35	4.546.564,75

Fonte: Elaborado pelos autores com base na CVM.

Demonstrando a composição da remuneração dos diretores estatutários, a Figura 4 aponta que as partes fixas e variáveis da remuneração correspondem, em média, a quase a mesma parcela, a remuneração fixa representa 39% enquanto que a parte variável representa 36%. Já os benefícios opcionais de ações representam em média 19% da remuneração, constituindo parcela considerável do total.

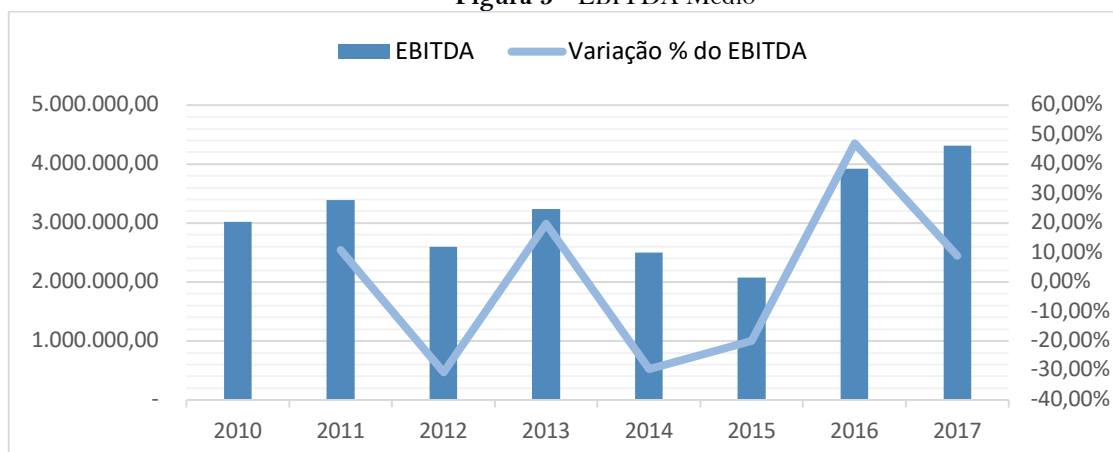
**Figura 4 - Composição da Remuneração dos Executivos**



Fonte: Elaborado pelos autores com base na CVM.

Observa-se, na Figura 5, O EBITDA com uma queda de 2011 para 2012 e um aumento de 2012 para 2013, tendo de 2012 a 2015 se mantido abaixo de 1 milhão e apresentado crescimento não significativo de 2014 para 2015.

**Figura 5 - EBITDA Médio**



Fonte: Elaborado pelos autores com base no Economática®.

## 4.2 ANÁLISE DOS TESTES ECONOMÉTRICOS

A partir dos resultados exibidos na Tabela 3, foi possível observar uma relação negativa e significativa entre o refazimento das demonstrações contábeis e a remuneração dos diretores estatutários das empresas da amostra a uma significância de 0,5%, podendo-se afirmar que o refazimento diminui a remuneração dos executivos.

Verifica-se, também na Tabela 3 que o modelo de regressão apresenta um Pseudo R<sup>2</sup> de 0,2402, ou seja, as variáveis independentes (refazimento, EPA e setor) explicam a variável dependente (remuneração) em 24,02%. A Tabela 3 ainda mostra o nível de significância para o modelo de regressão linear previamente proposto.

**Tabela 3** – Resultados do modelo de regressão mediana com a remuneração e EBITDA ponderados pelo ativo

REMPA	Coefficiente	Erro Padrão
EPA	10,04275 ****	1,868078
REFAZ	-1,478532 ***	0,5600238
Consumo Cíclico	0,9352194 **	0,4415235
Bens Industriais	0,3539311	0,5351511
Materiais Básicos	-1,164006 ***	0,4134799
Petróleo, gás e biocombustíveis	-1,190335 *	0,4744159
Tecnologia da Informação	1,986541 ****	0,4204796
Saúde	2,213555 ****	0,4051303
Telecomunicações	-3,668011 ****	0,5554383
Utilidade Pública	-3,046364 ****	0,4889007
Constante	-0,8236925 *	0,4620297
Soma dos Desvios Brutos	621.455,9	2,9168265
Soma dos Desvios Mínimos	472.164,7	
Pseudo R <sup>2</sup>	0,2402	

\*\*\*\* = 0,1% \*\*\* = 0,5% \*\* = 1% \* = 5% Fonte: Elaborado pelos autores

Neste estudo foi considerado um nível de significância de até 5% para relacionar as variáveis independentes com a variável dependente. Dessa maneira, a Tabela 3 mostra que somente a variável de Setor Bens Industriais não apresentou influência sobre remuneração.

A variável refazimento das demonstrações contábeis (Refaz) apresentou nível de significância de 0,009. Dessa forma, é possível inferir que o refazimento das demonstrações contábeis exerce influência sobre a remuneração dos diretores (-0,37848), confirmando a hipótese da pesquisa. A variável EBITDA ponderada pelo Ativo (EPA) apresentou nível de significância em 0,1% (0,0000), mostrando que o EBITDA está relacionado com a remuneração dos executivos, ou seja, o maior EBITDA influencia o valor da remuneração.

A multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis estão altamente correlacionadas, em decorrência de uma amostra coletada por conveniência ou número insuficiente de observações, o que pode prejudicar a habilidade preditiva do modelo (Klann, 2011). Tendo isso em vista foi realizado o teste VIF no qual o resultado foi de que não há multicolinearidade entre as variáveis.

**Tabela 4** - Resultado do modelo de regressão mediana utilizando o refazimento defasado.

REMPA	Coefficiente	Erro Padrão
EPA	9,038251 ****	2,038341
REFAZ DEFASADO	-1,32763 ****	0,4178469
Consumo Cíclico	0,882393 ***	0,4146518
Bens Industriais	0,3729218	0,5260558
Materiais Básicos	-1,152198 ****	0,3907852
Petróleo, gás e biocombustíveis	-1,245719 ***	0,4466194
Tecnologia da Informação	2,114588 **	0,8464426
Saúde	2,112842 ****	0,3919107
Telecomunicações	-3,672049 ****	0,5668678
Utilidade Pública	-3,048140 ****	0,4646550
Constante	-0,930624 ***	0,4500339
Soma dos Desvios Brutos	538.320,60	2,9187133
Soma dos Desvios Mínimos	404.456,50	
Pseudo R <sup>2</sup>	0,2487	

\*\*\*\* = 0,1% \*\*\* = 0,5% \*\* = 1% \* = 5%

Fonte: Elaborado pelos autores

Foi realizado o teste da regressão excluindo-se o ano de 2010 e defasando o refazimento em 1 ano. Obteve-se o resultado de que o refazimento tem relação ainda mais significativa com a remuneração dos administradores, possivelmente devido a expectativa do mercado em relação aos resultados futuros, como afirmaram Anderson e Yohn, 2002. O setor de bens industriais continuou sendo não significativo, possivelmente porque não há nenhuma empresa que refaz suas demonstrações nesse setor.

Pesquisas em outros países (PALMROSE, RICHARDSON; SCHOLZ; 2004 e de HIRSCHEY, PALMROSE; SCHOLZ; 2005) apresentaram resultados que indicam que as republicações causam uma reação negativa no mercado de capitais, os autores observaram que a queda no preço das ações advém da mudança sobre expectativa de performance futura da empresa, do questionamento da credibilidade de sua gestão e a consequente fraude e diminuição da receita.

Como visto na análise descritiva, a remuneração dos diretores da amostra é composta em parte significativa por remuneração variável, a qual inclui bônus na participação nos resultados e também pela opção de ações, logo, pode-se atribuir a queda na remuneração às reações adversas causadas no mercado que tendem a diminuir os resultados futuros das empresas que realizaram refazimento, como mostraram as pesquisas vistas na seção Estudos Anteriores.

Isso sugere uma espécie de punição recebida pelos administradores, pois, as demonstrações que receberam omissão da CVM obrigando o refazimento foram aprovadas por eles, insinuando que houve uma falha na função, e que, os encarregados devem ser punidos a fim de não permitir que tal fato ocorra novamente e afete os *stakeholders*.

Dessa forma, a análise descritiva e estatística dos dados acima aponta que na amostra estudada o refazimento das demonstrações contábeis diminui a remuneração dos diretores estatutários com bons níveis de significância. Constata-se também que assim como o refazimento, o EBITDA da companhia influencia a remuneração dos executivos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar a sensibilidade da remuneração dos executivos ao refazimento compulsório das demonstrações contábeis. A fim de atingir tal objetivos foram analisadas 70 empresas de capital aberto não financeiras pertencentes ao IBRX-100 dentre os anos de 2010 e 2017. As empresas foram, também, segregadas em companhias que refizeram suas demonstrações e companhias que não foram obrigadas a refazê-las.

A análise dos testes econométricos revelou que o refazimento influencia de maneira negativa e significativa a remuneração dos diretores estatutários. Quando se realizou um teste econométrico defasando o refazimento em 1 período, o refazimento mostrou-se mais significativo, podendo-se presumir que o refazimento altera a remuneração dos executivos um ano após ter sido emitido. O EBITDA também apresentou influência significativa e positiva na remuneração dos diretores, quanto maior o EBITDA maior a remuneração, pois parte da remuneração dos executivos é baseada no lucro da companhia. De tal forma alcançou-se o objetivo do estudo ao comprovar uma sensibilidade da remuneração dos gestores ao refazimento.

A pesquisa é restringida, particularmente, pelo tamanho da amostra que foi utilizada para as análises regressão. Pois ao fazer uso de uma amostra que cresce indefinidamente, os estimadores convergem para os verdadeiros valores da população. Em razão da pertinência e significância do tema pesquisado para as ciências sociais, faz-se relevante abordar o assunto em outros estudos com uma amostra de empresas e períodos maior, com a finalidade de contribuir para a literatura sobre a matéria.

Sugere-se para pesquisas futuras análises acerca da contemporaneidade da relação entre os refazimentos e a remuneração dos executivos de forma a compreender melhor a relação entre tais variáveis.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Executive compensation and performance in Brazilian market: contemporary and lagged relationships. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545-568, 2017.
- ANDERSON, K.; YOHN, T. **The effect of 10-k restatements on firm value, information asymmetries, and investors' reliance on earnings**. Working paper, Georgetown University, 2002.
- ANJOS, L. C. M. **Relações entre eficiência técnica das organizações e remuneração a executivos à luz dos impactos da motivação e sensibilidade da remuneração ao desempenho**. 2016. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Interregional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB / UFPB / UFRN, 2016.

- BAPTISTA, E. M. B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 303.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M.; WALKER, D. I. **Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation** NBER Working Paper No. 9068 Cambridge, July 2002.
- BRASIL. Lei No 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades por Ações**, Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.imprensanacional.gov.br/mp\\_leis/leis\\_texto.asp?ld=LEI%209887](http://www.imprensanacional.gov.br/mp_leis/leis_texto.asp?ld=LEI%209887)>. Acesso em: 20 out. 2018.
- \_\_\_\_\_. Lei No 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)> Acesso em: 20 out. 2018.
- CUNHA, P. R., FERNANDES, L. B; MAGRO, C. B. D. Influência do refazimento das demonstrações contábeis no gerenciamento de resultados das empresas listadas na BM&FBovespa. **RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 16, n. 1, p. 95-120, jan./abr. 2017
- DANTAS, J. A; CHAVES, S. T.; SILVA, M. R.; CARVALHO R. P. Determinações de refazimento/republicação de demonstrações financeiras pela CVM: O papel dos auditores independentes. **Revista Universo Contábil**. V. 7, n. 2, p. 45-64, 2011.
- FRYDMAN, Carola; JENTER, Dirk. **Ceo compensation**. NBER Working Paper Series. Working Paper 16585. Dez. 2010.
- GLEASON, C.A.; JENKINS, N.T.; JOHNSON, W.B. The contagion effects of accounting restatements. **The Accounting Review** Vol. 83, No. 1, p. 83–110, 2008.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, p. 85-107, 1984.
- HIRSCHEY, M.; PALMROSE, Z. V.; SCHOLZ, S. **Long-term market underreaction to accounting restatements**. University of Kansas, 2003.
- HRIBAR, Paul.; JENKINS, Nicole T. The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. **Review of Accounting Studies**, 9, 337–356, Netherlands, 2004.
- JENSEN; M. C.; MECKLING; W.H., Agency costs and the theory of the firm. **Journal of Financial Economics**, 1976.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO Incentives – it’s not how much you pay, but how, **Harvard Business Review**, may/jun., 1990.
- \_\_\_\_\_. **Remuneration: where we’ve been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them**. Working Paper N°. 44, University of Harvard, 2004.
- KLANN, R. C. **Gerenciamento de resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS**, 372 p. Tese de Doutorado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2011.
- KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.
- LUNARDI FILHO; F. C. **A remuneração dos administradores das sociedades anônimas**, (2013), 277p. Dissertação de Mestrado Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- MARTINEZ, A. L. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 153p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo - FEA/USP, São Paulo, 2001.
- MEROFA, P. A. **O endividamento e a remuneração variável dos diretores executivos no brasil: evidências empíricas**, 94 p. Tese de Doutorado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.
- MURCIA, F. D.; CARVALHO, L. N. Conjecturas acerca do gerenciamento de lucros, republicação das demonstrações contábeis e fraude contábil. **Contabilidade Vista & Revista**, São Paulo v. 18, n. 4, p. 61-82, out./ dez. 2007.
- NASSIF, E.; SOUZA, C. L. Conflitos de agência e governança corporativa. 2013, 20 p. **Caderno de Administração**, São Paulo, Vol. 7, n.1. Jan - Dez. 2013, p. 01-20.
- NETTO, F. H.; PEREIRA, C. C. Impacto da republicação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, UFSC, Florianópolis, v.7, n. 14, p. 29-50, jul./dez. 2010.
- PALMROSE, Z.-V., RICHARDSON, V. J.; SCHOLZ, S. Determinants of market reactions to restatement announcements. **Journal of Accounting and Economics**, 37(1), 59–89, 2004.
- RICHARDSON, S. A.; TUNA, A.; WU, M. **Predicting earnings management: The case of earnings restatements**. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=338681](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=338681) , Acesso em 15/09/2018. Out. 2002.

RODRIGUES, B. M. **Motivos alegados pela CVM para republicação de demonstrações financeiras e o consequente impacto nos indicadores econômicos-financeiros das entidades notificadas.** Trabalho de conclusão de curso, Faculdade de Administração, ciências contábeis e Economia, Universidade Federal de Goiás, 2017.

TEIXEIRA, S. A.; POLITELO, L.; KLANN, R. C. Fatores relacionados ao refazimento das demonstrações contábeis das companhias brasileiras de capital aberto. In: ENCONTRO NACIONAL DE CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis, 2013.

VERBEEK, M. **A guide to modern econometrics.** Chichester: John Wiley & sons, 2ª edição, 2001.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introductory Econometrics: A Modern Approach.** Michigan: Thomson South Western, 5ª edição, 2013.

**APÊNDICE A – Amostras de empresas analisadas na pesquisa  
EMPRESAS**

Alupar	Copasa	Energisa	Hypera	M.Dias Branc	Qgep Partic	Telef Brasil
Ambev S/A	Copel	Engie Brasil	Iochp- Maxion	Magaz Luiza	Qualicorp	Tim Part SA
Arezzo Co B2W	Cosan CSN	Equatorial Estacio Part	JBS Klabin SA	Marcopolo Marfrig	RaiaDrogasil Randon Part	Totvs Trans Paulista
Digital Bradespar	Cyrela Realt	Eztec	Kroton	Minerva	Rumo S.A.	Ultrapar
Braskem BRF SA	Duratex Ecorodovias	Fibria Fleury	Light S/A Linx	MRV Natura	Sabesp São Martinho SLC	Usiminas Vale Valid
CCR SA	Eletrobras	Gafisa	Localiza	Odontoprev	Agrícola Suzano Papal	Viavarejo
Cesp	Embraer	Gerdau	Lojas Americ.	Pão de Açúcar	Papal Taesa	Weg
Cia Hering	Energias BR	Gol	Lojas Renner	Petrobras		