



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE

RAFAEL PINTO DE MIRANDA ARANHA

**A RELAÇÃO ENTRE O CONSERVADORISMO CONTÁBIL
CONDICIONAL E A COMPLEXIDADE DOS CONTRATOS DE
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO
MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL.**

Salvador

2022

RAFAEL PINTO DE MIRANDA ARANHA

**A RELAÇÃO ENTRE O CONSERVADORISMO CONTÁBIL
CONDICIONAL E A COMPLEXIDADE DOS CONTRATOS DE
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO
MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL.**

Projeto de Dissertação apresentada ao Programa de Pesquisa e Pós-graduação em Contabilidade, Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia, como requisito para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Luís Paulo Guimarães dos Santos

Salvador

2022

SIBI/UFBA/Faculdade de Ciências Contábeis - Biblioteca José Bernardo Cordeiro Filho

A662 Aranha, Rafael Pinto de Miranda

A relação entre o conservadorismo contábil condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos: evidências empíricas do mercado de capitais do Brasil / Rafael Pinto de Miranda Aranha. - Salvador, 2022.

97 f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Luís Paulo Guimarães dos Santos

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Ciências Contábeis, Programa de Pós-graduação em Contabilidade.

1. Contabilidade. 2. Contratos. 3. Salários. 4. Mercado de capitais. I. Santos, Luís Paulo Guimarães dos. II. Universidade Federal da Bahia. III. Faculdade de Ciências Contábeis, Programa de Pós-graduação em Contabilidade. IV. Título.

CDD – 657



Universidade Federal da Bahia

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE (PPGCONT)

ATA Nº 3

DEFESA DE DISSERTAÇÃO

No dia 13 de dezembro de 2022, reuniram-se os membros da banca examinadora composta pelos professores(as) Drs.(as): LUIS PAULO GUIMARAES DOS SANTOS (Orientador), CESAR VALENTIM DE OLIVEIRA CARVALHO JUNIOR (Membro Interno, UFBA - PPGCont) e ANTONIO LOPO MARTINEZ (Membro Externo, FUCAPE), a fim de argüirem o(a) candidato(a) RAFAEL PINTO DE MIRANDA ARANHA, matrícula nº 2019102617, após a apresentação da Dissertação intitulada "A RELAÇÃO ENTRE O CONSERVADORISMO CONTÁBIL CONDICIONAL E A COMPLEXIDADE DOS CONTRATOS DE REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL".

A presidência da banca abriu a sessão e após passar as orientações regimentais, convidou o(a) discente a expor uma síntese de sua pesquisa. Em seguida os membros da banca apresentaram suas contribuições e argüiram o(a) discente. Na sequência procedeu-se ao julgamento do trabalho, concluindo a banca pela sua aprovação.

Nada mais havendo a tratar, a sessão foi encerrada, dela sendo lavrado a presente ata, que segue assinada pela banca examinadora e pelo(a) candidato(a).

Dr. ANTONIO LOPO MARTINEZ

Examinador Externo à Instituição

Dr. CESAR VALENTIM DE OLIVEIRA CARVALHO JUNIOR, UFBA

Examinador Interno

Dr. LUIS PAULO GUIMARAES DOS SANTOS, UFBA

Presidente

RAFAEL PINTO DE MIRANDA ARANHA

Mestrando(a)



Emitido em 2022

ATA DE DEFESA DISSERTAÇÃO N° 399/2022 - PPGCONT (12.01.61.04)

(N° do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

(Assinado eletronicamente em 13/12/2022 12:08)
CESAR VALENTIM DE OLIVEIRA CARVALHO
JUNIOR
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
DCC/FCC (12.01.61.06)
Matricula: 1745267

(Assinado eletronicamente em 14/12/2022 15:52)
LUIS PAULO GUIMARAES DOS SANTOS
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
DCC/FCC (12.01.61.06)
Matricula: 2276473

(Assinado eletronicamente em 05/12/2022 14:52)
SHEIZI CALHEIRA DE FREITAS
COORDENADOR - TITULAR
PPGCONT (12.01.61.04)
Matricula: 2346797

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufba.br/public/documentos/> informando seu número: 399, ano: 2022, tipo: ATA DE DEFESA DISSERTAÇÃO, data de emissão: 05/12/2022 e o código de verificação: a4ef56c97c

Dedico esta dissertação a Deus. Faço menções a Larissa, presente nos momentos difíceis, aos meus pais e irmão pelo lar, aos familiares e aos amigos torcedores, ao professor Luís Paulo que simboliza os professores.

AGRADECIMENTOS

Expresso gratidão a Deus e àquelas pessoas ou instituições que contribuíram de forma direta ou indireta para o cumprimento desta dissertação. Alguns encontrar-se-ão nos agradecimentos e poderiam ser mencionados na dedicatória não fosse o tão breve espaço a ela pertencente.

Agradeço aos membros da banca: Meus sinceros agradecimentos ao professor Dr. Lopo Martinez com comentários eruditos, críticas precisas e sugestões que contribuíram para o estabelecimento deste trabalho, além das palavras inspiradoras. Ao meu orientador, professor Dr. Luís Paulo pelas lições preciosas, pelo tamanho do desafio proposto, pelos comentários, críticas, rigor científico, paciência e considerações sem as quais não seria possível a realização desse trabalho. Ao professor Dr. César Valentim pelos desafios propostos, considerações e reflexões que ajudaram a alçar o trabalho a um nível mais elevado de aperfeiçoamento. Agradeço a coordenadora Profa. Dra. Sheizi pelo incentivo, presteza no cumprimento de suas funções e pela iniciação científica ainda na graduação, tarefa estimulante para a iniciar o mestrado acadêmico. Institucionalmente, ao PPGCONT/UFBA por um curso comprometido com o desenvolvimento acadêmico, científico e comprometido com a excelência. À Fundação de Apoio à Pesquisa do Estado da Bahia (FAPESB) pelo auxílio financeiro em período parcial que contribuiu e cobriu parte do período do mestrado.

Também, estendo agradecimentos, além dos professores já citados, a aqueles do programa que deixaram as suas contribuições na minha formação, a professora Dra. Gisele Ferreira Tiryaki pelas aulas de econometria, estatística e atenção prestada, também ao professor Dr. Bernardo, ao professor Dr. José Maria e ao professor Dr. José Sergio. Aos colegas que contribuíram com algo e tive o prazer de conhecer, trocar experiências, como Paula Gomes e Neto Venâncio que não foram da minha época e alguns da minha época como Carolina e Jorge Luís. Aos colegas que tive oportunidade de conhecer e ajudar, mas que não foram citados nominalmente. Aos professores de outras etapas pelas boas lições e aos que me concederam oportunidade ímpar, bem como familiares e amigos. Ainda, aos funcionários do programa que com profissionalismo, educação e atenção me atenderam. A todos que contribuíram de alguma forma para a realização deste trabalho que requereu grande esforço.

“Disse Daniel: Seja bendito o nome de Deus, de eternidade a eternidade, porque dele é a sabedoria e o poder; é ele quem muda o tempo e as estações, remove reis e estabelece reis; ele dá sabedoria aos sábios e entendimento aos inteligentes.” Daniel 2:20-21.

“Seja você quem for, seja qual for a posição social que você tenha na vida, a mais alta ou a mais baixa, tenha sempre como meta muita força, muita determinação e sempre faça tudo com muito amor e com muita fé em Deus, que um dia você chega lá. De alguma maneira você chega lá.” Ayrton Senna

RESUMO

Há afirmações de que os contratos de remuneração dos executivos são elementos cada vez mais complexos, entretanto, são escassas as pesquisas sobre o assunto, sobre o que impulsiona essa complexidade, e a sua relação com elementos que conduzem a eficiência contratual, tal como o conservadorismo contábil. Foram utilizadas medidas para a complexidade dos contratos de remuneração já utilizados pela literatura que refletem a pulverização ou concentração de métricas utilizadas e mais de uma *proxy* para o conservadorismo contábil com o intuito de verificar a relação entre a complexidade dos pacotes de remuneração dos executivos e conservadorismo contábil condicional. Para tanto, foram utilizadas regressões Driscoll-Kraay e quantílica em testes adicionais com modelos e proxies alternativas. O modelo principal contou com 1210 observações de 121 empresas. Foram encontradas evidências da relação da complexidade com o conservadorismo condicional, a complexidade dos contratos de remuneração tem relação positiva com nível de conservadorismo condicional. De forma complementar, os resultados observados via estimador Driscoll-Kraay, utilizados em outros modelos com proxies alternativas de conservadorismo contábil ou complexidade de remuneração, confirmaram os resultados. Constatou-se ao utilizar regressão quantílica que as relações podem sofrer mudança gradual ao nível do quantil. Ademais, há evidências sobre nível estatisticamente significativo de conservadorismo, entretanto os coeficientes apresentaram valores consideravelmente menores em comparação com pesquisas internacionais que apresentam nível mais elevado de conservadorismo contábil. Adicionalmente, foi analisada a relação entre os blocos de componentes de remuneração e o conservadorismo contábil. Os blocos foram baseados na porção de *cash*, *equity* e *bonus* que são inclusos nas cláusulas contratuais para lidar com conflitos entre agente e principal. De forma não consistente com a literatura da eficiência, mas possivelmente alinhada com o poder gerencial a remuneração baseada em *cash* não exigiu um nível mais alto de conservadorismo contábil, algumas evidências sugerem que a parte de bônus está em acordo com a hipótese de maximização dos bônus e indicam que a remuneração em *equity* reduz o nível de conservadorismo. Estudos anteriores encontraram que a complexidade pode variar de acordo com certas características das empresas e setor, entretanto, a complexidade da remuneração pode estar associada a dificuldade de monitoramento de agentes devido à sobrecarga de informações, extração de renda e a menor desempenho futuro da empresa, já que os contratos podem ser abordados pela eficiência contratual ou oportunismo gerencial. O conservadorismo contábil é um instrumento que poderia dirimir problemas de agência e melhorar a eficiência contratual. As consequências não intencionais da complexidade também confirmam as preocupações levantadas pelos investidores, pesquisadores, analistas e pela mídia especializada. Além disso, foi constatada oportunidade de pesquisas futuras ao analisar o conservadorismo contábil em diferentes quantis, assim como os diferentes níveis de relação entre conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração. As descobertas empíricas podem ser úteis para os conselhos ao projetarem os contratos de remuneração dos executivos mais eficientes, harmônicos, balanceados e menos vulneráveis a problemas de agência, bem como a investidores e outros usuários da contabilidade.

Palavras-chave: Complexidade, Contratos, Remuneração, Conservadorismo,

ABSTRACT

There are allegations that executive compensation contracts are increasingly complex elements, presented are about the subject, about what drives this complexity, and its relationship with research that leads to contractual efficiency, such as accounting conservative. Measures were taken for the complexity of compensation contracts already used in the literature, which were necessary to pulverize or to calculate the measures used and more than one proxy for accounting conservatism to verify the relationship between the complexity of compensation packages of conservatives and conditional accounting conservatism. For that, Driscoll-Kraay and quantile regressions were used in additional tests with alternative models and proxies. The main model outlines 1210 observations from 121 companies. Evidence of the relationship between complexity and conditional conservatism was found, the complexity of remuneration contracts has a positive relationship with the level of conditional conservatism. Complementarily, the results observed according to the Driscoll-Kraay estimator, used in other models with alternative proxies of accounting conservatism or compensation complexity, confirmed the results. Quantile regression show that the relationships can do gradual changes at the quantile level. Furthermore, there is evidence on a statistically significant level of conservatism, however the coefficients showed considerably lower values compared to international research that show a higher level of accounting conservatism. Additionally, the relationship between the blocks of compensation components and accounting conservatism was analyzed. The blocks were based on the portion of cash, equity and bonus that are included in contractual clauses to deal with conflicts between agent and principal. Not consistent with the efficiency literature, but possibly in line with managerial power, cash-based compensation did not require a higher level of accounting conservatism, some evidence suggests that the bonus portion is in line with the bonus maximization hypothesis and indicate that equity compensation reduces the level of conservatism. Previous studies have found that the complexity may vary according to certain characteristics of the companies and sector, however the complexity of remuneration may be associated with the difficulty of monitoring agents due to information overload, rent extraction and lower future performance of the company, since that contracts can be approached by contractual efficiency or managerial opportunism. Accounting conservatism is an instrument that could resolve agency problems and improve contractual efficiency. The unintended consequences of complexity also confirm concerns raised by investors, researchers, analysts, and the specialized media. In addition, an opportunity for future research is analyze accounting conservatism in different quantiles, as well as the different levels of relationship between accounting conservatism and the complexity of compensation contracts. Empirical findings can be useful to boards in designing executive compensation contracts that are more efficient, harmonious, balanced, and less vulnerable to agency problems, as well as to investors and other users of accounting.

Key-words: Complexity, Contracts, Compensation, Conservatism.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo da descrição da amostra.....	62
Tabela 2 – Estatísticas Descritivas das Variáveis.....	63
Tabela 3 – Coeficientes de correlação.....	64
Tabela 4 – Resultados das Regressões com estimador Driscoll-kraay sobre a relação entre conservadorismo condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos.....	66
Tabela 5 – Resultados das regressões com estimador Driscoll-Kraay para testar a relação entre o conservadorismo condicional e a proxy da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos derivada do índice Herfindahl-Hirschman.....	69
Tabela 6 – Regressão Driscoll-Kraay adicional com variável dependente C-SCORE derivada do modelo de Khan Watts (2007) que representa o nível de conservadorismo contábil condicional para testar se é afetada pela <i>proxy</i> da complexidade de remuneração utilizada por Morphy e Sandino (2020).....	70
Tabela 7 – Resultados da Regressão quantílica sobre a relação entre conservadorismo condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos.....	71
Tabela 8 – Resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em dinheiro.....	73
Tabela 9 – Resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em <i>bônus</i>	74
Tabela 10 – Resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em <i>equity</i>	75

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comissão de Pronunciamentos Contábeis
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FIV	Teste de Inflação de Variância
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards Boards</i>
IPCA	Índice Nacional De Preços ao Consumidor Amplo
LIFO	<i>Left in First out</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>
VPL	Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1.Introdução	11
2. Revisão de Literatura.....	18
2.1 O Conservadorismo contábil	18
2.1.1 O Conservadorismo Contábil e os Contratos de Remuneração dos Executivos	20
2.1.2 A Complexidade dos Contratos De Remuneração Dos Executivos e o Conservadorismo Contábil.....	27
2.1.3 O Conservadorismo Contábil e os Contratos de Remuneração Dos Executivos no Brasil.	29
2.2 A Teoria da Agência e os Contratos de Remuneração.	31
2.3 A Teoria Da Remuneração dos Executivos	34
2.3.1 A Estrutura Dos Contratos De Remuneração Dos Executivos	37
2.4 Hipótese desenvolvida	47
3. Procedimentos Metodológicos	51
3.1 Seleção da amostra e coleta de dados	51
3.2 Modelos Empíricos	51
3.3 Testes Adicionais	53
4. Resultados: Análise e Discussão	62
4.1 Estatísticas Descritivas	62
4.2 Análise Dos Resultados	65
4.3 Testes Adicionais	68
5. Considerações Finais	77
5.1 Conclusão.....	77
5.2 Limitações e pesquisas futuras	79
REFERÊNCIAS	81

1.Introdução

Os contratos de remuneração dos executivos e sua complexidade têm despertado atenção cada vez maior dos investidores e da academia (LYNCH; PERRY, 2003; LARKER et al. 2015). Sob o quadro da relação principal-agente exposto por Jensen e Meckling (1976), os contratos de remuneração têm importância preponderante para o alinhamento dos interesses dos executivos aos interesses dos acionistas, mas dependem de um adequado desenho e delicado balanço para fornecerem harmonia entre as partes contratadas (SCOTT, 2006). Para formular os contratos de remuneração, as empresas utilizam uma combinação de componentes baseadas em caixa (*cash compensation*), ações e opções de ações (*equity compensation*) com a finalidade de resolverem problemas de agências e fomentarem a eficiência contratual (LYCNH; PERRY,2003; WEN, 2007). Em tais contratos com componentes pulverizados, além do componente de remuneração fixo, há incentivos variáveis baseados em ações, opções de ações, além de existirem métricas contábeis de resultados e métricas não atreladas à performance (ABOODY; KASZNIK, 2009).

Estudos anteriores têm documentado que os contratos de remuneração têm cada vez mais participação do componente variável baseado em ações, opções de ações. O uso exagerado pode acarretar problemas de agência (GRAHAM, 2020; KOLE, 1997; LYCNH; PERRY,2003 MURPHY, 2013; MURPHY; SANDINO, 2020).

A extração de renda dos investidores via excesso de remuneração ou problemas de incentivos para tomada de riscos em excesso podem ser arrefecidos com o uso de métricas de desempenho baseadas em lucros contábeis conservadores para mitigarem tais conflitos de agência.

Os contratos de remuneração de executivos em contexto de mercados desenvolvidos podem requerer conservadorismo contábil condicional quando há relevante fatia da remuneração dos executivos atrelada ao desempenho contábil, quer seja para reduzir o oportunismo gerencial, quer seja para melhorar a eficiência dos contratos (ABOODY; KASZNIK, 2009; IWASAKI et al., 2018; RUCH; TAYLOR, 2015; WATTS, 2003a).

Watts (2003a) explica que o conservadorismo contábil reduz a probabilidade de os gestores optarem por projetos que irão causar valor presente líquido (VPL) negativos e decidirem por projetos mais verificáveis que irão gerar um valor presente líquido positivo.

Além disso, a contabilidade conservadora ajuda a mitigar o excesso de remuneração dos executivos, pois os padrões de verificações assimétricos entre ganhos e perdas fazem com que o valor contábil não seja superestimado e, portanto, a remuneração baseada em métricas contábeis não seja superestimada (WATTS, 2003a; WATTS, 2003b).

Entretanto, os CEOs com maior parte da remuneração derivada de métricas contábeis também são susceptíveis a agirem em seu próprio benefício em desequilíbrio com os interesses dos investidores, conforme a hipótese da maximização do bônus, por isso os principais podem demandar contratos de remuneração associados ao conservadorismo contábil para mitigar esse problema. O conservadorismo desestimula os gerentes a terem um comportamento excessivamente otimista. Portanto, há uma expectativa de que as empresas que remuneram seus executivos com uma proporção maior de métricas contábeis, possam demandar a incorporação de más notícias mais rapidamente do que boas notícias para proteger os investidores. Em contraste, as empresas que remuneram os seus executivos com uma proporção menor de métricas originárias da contabilidade, podem estar menos inclinadas a requererem o conservadorismo contábil (IWASAKI et al., 2018; WEN, 2007). Diante da remuneração baseada em numerosas métricas, por meio das quais a complexidade pode ser representada, sejam elas baseadas em múltiplas origens, por exemplo, em ações e opções, números contábeis, remuneração fixa e outros, podem exigir um menor nível de conservadorismo em relação aos contratos baseados predominantemente por números contábeis (MURPHY; SANDINO, 2020; WEN, 2007). Assim, contratos mais complexos podem requerer menos conservadorismo contábil, uma vez que as métricas contábeis de desempenho passam a ter menor peso na sua estrutura.

Diante desse contexto, esta pesquisa tem como objetivo examinar se existe uma relação entre conservadorismo contábil condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. A questão de pesquisa deste estudo diz respeito a: Se a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos influencia as escolhas de políticas contábeis conservadoras? Para tanto empreendeu-se um estudo empírico (ALBUQUERQUE et al, 2015; KOLE, 1997; MURPHY; SANDINO, 2020; WATTS, 2003a; WEN, 2007).

Alguns estudos sugerem a relação entre conservadorismo contábil e contratos de remuneração dos executivos. Wen (2007) colocou em relevo que ainda há pouca literatura empírica produzida sobre a relação entre conservadorismo contábil e os componentes dos

contratos de remuneração. Também é preciso considerar a existência de uma série de problemas documentados que podem acometer os contratos de remuneração. Tais problemas, envolvem as métricas de remuneração e como os contratos são desenhados (BEBCHUCK, FRIED e WALKER, 2002; LYNCH; PERRY, 2003; MURPHY, 2013). Conseqüentemente, os responsáveis por desenvolverem contratos eficientes de remuneração dos executivos devem levar em consideração não apenas a escala de remuneração dos CEOs, mas também devem considerar cuidadosamente a estrutura dos pacotes de remuneração (WEN, 2007), em outras palavras, devem considerar a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. Ao considerar as críticas aos contratos de remuneração Jensen e Murphy (2010) sustentaram que mais importante do que quanto os executivos recebem é como são remunerados.

A estrutura, ou seja, a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos tem um importante papel no alinhamento de interesses entre as partes contratadas. Ao considerar os estudos visitados, a remuneração em *cash* é impulsionada pelo desempenho com base na contabilidade. Entretanto, os CEOs com maior parte da remuneração derivada de métricas contábeis também são susceptíveis a agirem em seu próprio benefício em desequilíbrio com os interesses dos investidores, conforme a hipótese da maximização do bônus, por isso os principais podem demandar contratos de remuneração associados ao conservadorismo contábil para mitigar esse problema. O conservadorismo desestimula os gerentes a terem um comportamento excessivamente otimista. Portanto, há uma expectativa de que as empresas que remuneram seus executivos com uma proporção maior de métricas contábeis, possam demandar a incorporação de más notícias mais rapidamente do que boas notícias para proteger os investidores. Em contraste, as empresas que remuneram os seus executivos com uma proporção menor de métricas originárias da contabilidade podem estar menos inclinadas a requererem o conservadorismo contábil (IWASAKI et al., 2018; WEN, 2007). Diante da remuneração baseada em numerosas métricas, por meio das quais a complexidade pode ser representada, sejam elas baseadas em múltiplas origens, por exemplo, em ações e opções, números contábeis, remuneração fixa e outros, podem exigir um menor nível de conservadorismo em relação aos contratos baseados predominantemente por números contábeis (MURPHY; SANDINO, 2020; WEN, 2007).

Esta pesquisa é motivada por alguns fatores. Primeiro, os contratos de remuneração sofreram modificações substanciais ao longo do tempo no que diz respeito à sua composição e

têm atraído a atenção de acadêmicos, investidores e partes interessadas (BEBCHUCK; FRIED; WALKER, 2002; CHAIGNEAU; SAHUGHUET, 2018). O nível de remuneração aumentou, o uso de componentes com base em ações e opções aumentou de forma substancial e foi aventado que as motivações das tendências ocorreram em função de algumas hipóteses principais: A eficiência dos contratos, oportunismo gerencial ou motivos institucionais (ALBUQUERQUE; CARTER; LYNCH, 2015; BENNET et al, 2019b; LYNCH; PERRY, 2003; MURPHY, 2013).

Há exemplos emblemáticos da expansão da remuneração dos executivos até mesmo quando as empresas sofreram pesados prejuízos, como nos casos do Bear Stears e do Lehman. Os executivos conseguiram realizar ganhos bilionários com a venda de ações e com recebimento de bônus, mesmo diante do colapso das instituições (BEBCHUCK; COHEN; SPAMANN, 2010). Assim, os contratos de remuneração não afetam apenas os interesses dos agentes, mas também afetam os investidores (WEN, 2007).

Murphy (2013) sustentou que não importa o nível da remuneração dos executivos para o contrato ser eficiente, mas como eles são remunerados. Jensen, Murphy e Wruck (2004) corroboraram um reexame das estruturas de remuneração dos executivos pela percepção que eles receberam demais e divulgaram de forma inadequada.

O segundo fator motivador desta pesquisa trata-se de que a relação entre investidor e gestor é uma das principais relações de agência e demandam um equilíbrio contratual entre as partes. Nesse contexto, os números contábeis conservadores podem ser vinculados à remuneração dos executivos com a finalidade de proteger os investidores. Pois, podem tornar os contratos mais eficientes e evitar problemas entre o principal e o agente (LAFOND; ROVCHOWDHRY, 2008; RUCH; TAYLOR, 2015; SMITH; WATTS, 1982; WATTS, 2003a; WATTS, 2003b; WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

A literatura documentou que os *chief executive officers* (CEOs) podem agir de forma oportunista ao estimularem contratos de remuneração mais obscuros e complexos no interesse de recorrerem ao uso de extração de renda utilizando a camuflagem da complexidade dos contratos de remuneração, em detrimento dos interesses e patrimônio dos acionistas (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002; MURPHY; SANDINO, 2020). Nesse contexto, teoricamente os acionistas demandam por conservadorismo contábil para mitigarem os efeitos de diversos problemas de agência originados da separação entre propriedade e controle, tais

como extração de renda e maximização dos bônus via gerenciamento de resultados (WATTS, 2003b; WATTS, 2003b; WEN, 2007)

Há suporte empírico que ampara a teoria de que o conservadorismo contábil condicional pode estar relacionado à necessidade de melhorar a eficiência, bem como, mitigar assimetria informacional e outros problemas de agência, tendo em vista que em um ambiente de tomada de risco pode ser dificultoso para agentes externos observarem os riscos associados aos negócios (GLOVER; LIN, 2018; KANAGARENTMAN; LIM; LOBO, 2014; KOLE, 1997).

Estudos empíricos investigaram a relação entre contratos de remuneração dos executivos e o conservadorismo condicional em países distintos e em setores econômicos diferentes. Esse fenômeno ocorre não apenas no cenário industrial dos Estados Unidos, mas alguns escassos estudos empíricos realizados nos mercados do Reino Unido, assim como estudos do Japão e China corroboram o papel do conservadorismo contábil em contratos de remuneração dos executivos no arrefecimento de problemas de agência (IWASAKI et al., 2018; KANAGARENTMAN; LIM; LOBO, 2014; O'CONNEL, 2006; ZENG, ZHANG, GAO, 2019).

Como terceiro aspecto motivador, já foi amplamente documentado que pode haver interesse dos acionistas pela promoção de uma boa política de governança e, mais especificamente, o conservadorismo contábil pode ter um papel relevante como mecanismo de governança corporativa (ALBUQUERQUE et al., 2015; LAFOND; WATTS, 2008; LYNCH; PERRY, 2003; MURPHY, 2013; SLOAN, 1993). Khurana e Wang (2019) sustentaram que o conservadorismo contábil é apontado atualmente como mecanismo de governança corporativa que limita o comportamento oportunista gerencial.

Em paralelo, Bebchuck e Fried (2005) reconheceram o papel do uso de ações e opções nos contratos de remuneração, mas sustentaram que os executivos obtêm mais ações do que precisavam para retificar problemas de assimetria informacional e fazem todo o possível para tornarem os contratos de remuneração mais obscuros. Em contraste, La Fonde e Watts (2008) consideraram os relatórios financeiros conservadores como capazes de reduzir o poder dos agentes na manipulação e exacerbação dos resultados financeiros, aumento do fluxo de caixa, do valor da empresa e, em última análise, as próprias remunerações.

De modo complementar, Christensen e Demski (2003) afirmam que a verificabilidade externa é a vantagem comparativa das informações contábeis em relação a outras fontes de

informações. Watts (2003a) também reforçou o entendimento de que há a vantagem de verificação externa dos lucros contábeis conservadores. Assim, o conservadorismo contábil pode ser considerado como artefato para compor certos mecanismos de governança corporativa em vista de poder mitigar a assimetria informacional.

O conservadorismo contábil é um princípio contábil clássico usado mesmo antes de certas exigências institucionais. Entretanto, essas exigências institucionais podem contribuir com o aumento da demanda de conservadorismo ou arrefecê-la (BASU, 1997; HELLMAN, 2008; WEN, 2007).

Segundo Black, Dikolli e Dyreng (2014) a legislação dos países, localização e nível de corrupção podem afetar a complexidade dos contratos de remuneração. Foi destacado que pode haver diferenças entre os mecanismos de governança corporativa em países desenvolvidos e problemas de agências típicos de países emergentes (ALLEN, 2005; O'CONNOR; VERA-MUÑOZ; CHAN, 2011).

Fatores institucionais também podem afetar a demanda por conservadorismo contábil, assim como afetar o desenho dos contratos de remuneração (BLACK; DIKOLLI; DYRENG, 2014; BURKE; EATON; WANG, 2018; GOH; LI, 2011; HOSKISSON et al., 2000; MURPHY, 2013). Cabe, ainda, ressaltar que há algumas nuances sobre o conservadorismo contábil e contratos de remuneração no mercado emergente brasileiro (BRANDÃO et al., 2019; GONZAGA; COSTA, 2009; YOUNG et al 2008).

No Brasil, estudos revelaram que a remuneração variável dos executivos é fortemente formada por pagamento baseado no desempenho contábil. Pode haver maior demanda de conservadorismo contábil por parte dos comitês de remuneração para dirimir problemas de agência, tais como a utilização de gerenciamento de resultados em função dos próprios interesses dos executivos na extração de renda (FUNCHAL, 2005; IYENGAR; ZAMPELLI, 2010; MACHADO, 2012; VASSOLER et al. 2010). As investigações empíricas em contextos de economias emergentes, como no caso do mercado do Brasil, podem ajudar a suprir lacunas sobre nuances existentes.

Logo, os lucros contábeis conservadores poderiam estimular o alinhamento dos interesses dos executivos aos interesses dos acionistas e espera-se que sejam determinantes significativos na política de remuneração (RUCH; TAYLOR, 2015).

Esse estudo pode ajudar a preencher lacunas de interesse de usuários relevantes das informações contábeis, tais como investidores, gestores, consultores e a academia, acerca da complexidade dos contratos de remuneração e conservadorismo contábil. Essa dissertação é um dos primeiros estudos a investigar a relação entre conservadorismo contábil e contratos de remuneração dos executivos no Brasil. O presente estudo inova em investigar a relação entre conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos das empresas brasileiras de capital aberto. Pode auxiliar na construção de contratos de remuneração eficientes, menos sujeitos ao oportunismo gerencial.

Em função das opções metodológicas e do tema abordado, as delimitações desta pesquisa são importantes e, conseqüentemente, precisam ser levadas em conta na avaliação dos resultados comunicados. A presente pesquisa utiliza dados secundários, originários da base de dados Económica e dos Formulários de Referência das empresas, além de utilizar uma extensão de período que compreende a adoção obrigatória da divulgação de informações sobre os contratos de remuneração dos executivos, portanto, alcança amplitude temporal limitada a esse período. Há também limitações originárias das técnicas estatísticas utilizadas. Cabe, ainda, destacar que o estudo utiliza a teoria da agência, a teoria sobre conservadorismo contábil e a teoria da remuneração para explicar o problema de pesquisa com foco no comportamento econômico, ambas as teorias são amplamente utilizadas, mas há outras abordagens possíveis.

A presente pesquisa é organizada da seguinte forma: A seção 2 oferece a revisão de literatura. Na seção 3, os procedimentos metodológicos. A seção 4 refere-se às discussões e análises dos resultados, enquanto a seção 5 contém as considerações finais.

2. Revisão de Literatura

Com o intuito de desenvolver uma base conceitual para o estudo e fundamentar as hipóteses apresentadas, esta seção apresenta uma revisão de literatura associada ao tema e ao problema de pesquisa.

2.1 O Conservadorismo contábil

A literatura documenta que o conservadorismo contábil influenciou as práticas e teorias da contabilidade desde a antiguidade. Savary, em 1675, já discutia o princípio do valor do custo ou do valor de mercado, dos dois o menor, com a finalidade da contabilização do inventário (BASU, 2009).

Posteriormente, entre os teóricos normativos, Sterling, em 1967, sustentou que o conservadorismo contábil seria o princípio contábil mais antigo. Outros autores como Finney, Blough e Grady em 1946, 1953 e 1965 respectivamente, em seus escritos, listaram o conservadorismo contábil como um princípio fundamental, enquanto Paton e Littleton, Moonitz e Sprouse não (BASU, 2009).

As primeiras pesquisas positivas surgiram na segunda metade do século XX, preocupadas com a contabilidade agressiva, realizada para incrementar os lucros ao utilizar métodos contábeis que poderiam confundir o investidor, além de motivações contratuais para o uso do conservadorismo contábil (BASU, 2009; BALL; WATTS, 1972; WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Atualmente, é considerado que sob a presença do conservadorismo os resultados contábeis refletem as más notícias de forma mais rápida ou tempestiva do que as boas notícias (BASU, 1997). O conservadorismo contábil é de forma clássica definido pelo ditado não antecipar as receitas, mas antecipar todas as despesas (BLISS, 1924). Conforme os comentários de Watts (2003a) e Basu (1997) é exigido um nível maior de verificabilidade para reconhecer as boas notícias do que para o reconhecimento das más notícias.

Ressalta-se que, nesse contexto, as boas notícias serão interpretadas como receitas ou ganhos e as notícias ruins ou más serão entendidas como despesas ou perdas, em substituição aos termos em inglês *gains* e *losses*. Ressalta-se ainda que pode haver diferença de significado teórico entre os termos substitutos em português, esses significados são discutidos por Hendriksen e Van Breda (1999).

Kothari e Wasley (2019) traçaram a trajetória de estudos realizados sobre as forças econômicas que moldam os padrões contábeis e o impacto na pontualidade dos números contábeis. Foi destacado o estudo de Ball e Brown (1968) por oferecerem evidências empíricas sobre a pontualidade dos lucros reportados anualmente. Os autores descobriram que os lucros contábeis anuais não são uma fonte pontual de informação e que mais de oitenta por cento das informações ali contidas já tinham sido incorporadas nos preços do mercado. Dentre os estudos mais relevantes está o artigo apresentado por Basu (1997) sobre a natureza assimétrica dos lucros e reconhecimento das boas e más notícias. Khan e Watts (2009) também propuseram um modelo no intuito de aperfeiçoar o modelo de Basu (1997) e mensuraram o nível do conservadorismo ao detalhamento do ano e empresa, além de analisar empiricamente as propriedades. Por motivo de relevância, tais modelos são utilizados em pesquisas recentes.

Há uma literatura teórica relevante sobre a pontualidade assimétrica dos lucros (WATTS, 2003a,b), além de pesquisas sobre as propriedades econômicas e estatísticas, pesquisas mais específicas e sobre os coeficientes do modelo de Basu, como as realizadas por Ball, Kothari e Nikolaiev (2013a,b). Ball e Shivakumar (2005) e Ball e Shivakumar (2006) investigaram a relação do conservadorismo contábil com novos modelos baseados em *accruals* e o papel dos *accruals* no reconhecimento tempestivo assimétrico de boas e más notícias, além de Ball, Robin e Wu (2000) que estudaram as determinantes internacionais da propriedade da tempestividade.

Ademais, há discussões sobre a pontualidade das informações contábeis em períodos de crises financeiras. Vyas (2011) analisou a pontualidade dos *write-downs* realizadas pelas instituições financeiras americanas na crise de 2007 e 2008 e Vichitsarawong, Eng e Meek (2009) estudaram a crise financeira asiática de 1997 e encontraram evidências de que em períodos de crise os gestores tendem a ser mais agressivos em reconhecer boas notícias do que notícias ruins nos relatórios contábeis.

Pesquisas empíricas estudaram o princípio do conservadorismo contábil em economias ocidentais desenvolvidas em mercados emergentes. Na China, inicialmente foram encontradas evidências de que o seu padrão contábil carecia de conservadorismo contábil (BALL; ROBIN; WU, 2000). Posteriormente, com mudanças de padrões contábeis e incentivos de evidenciação, pesquisas empíricas encontraram evidências ao longo dos últimos anos do

aumento da demanda por conservadorismo contábil em países como China e Japão. (CHEN et al., 2010; BASU, 2009; IWASAKI et al., 2018).

2.1.1 O Conservadorismo Contábil e os Contratos de Remuneração dos Executivos

As práticas de impostos sobre os rendimentos e propriedades, assim como o litígio entre os *shareholders* e a regulação contábil, foram considerados fatores que sozinhos não conseguem explicar as origens do conservadorismo contábil (BASU, 1997). Watts (2003a,b) documentou que a taxaço e regulação, assim como o gerenciamento de resultados seriam algumas das fontes do conservadorismo. As questões já citadas inicialmente puderam explicar apenas parte da demanda por conservadorismo contábil.

Entretanto, estudos da teoria positiva exploraram as relações contratuais com o conservadorismo contábil (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Diversos custos contratuais explicam a existência e a difusão do conservadorismo. Dentre as principais causas suportadas por evidências empíricas estão os contratos e litígios entre os *shareholders*. Os contratos são as fontes mais importantes que explicam o conservadorismo contábil condicional (WATTS, 2003a; WATTS, 2003b).

Ruch e Taylor (2015) empreenderam uma extensa revisão da literatura acadêmica e afirmaram que o conservadorismo contábil é uma demanda natural entre as partes para um mecanismo de contratação eficiente, apesar de haver uma perspectiva que considera o conservadorismo como fator que pode causar um viés ineficiente (GIGLER et al., 2009). Ruch e Taylor (2015) ressaltaram os contratos de *debt* e *executive compensation* como fontes de demanda do conservadorismo contábil, o primeiro faz alusão aos contratos de dívidas entre credores e devedores e o segundo faz alusão à demanda gerada pelos contratos de remuneração dos executivos. Essa relação é fundamentada na assimetria dos *payoffs* nos contratos entre as partes. Nash (1950) propôs que *payoffs* podem ser definidos como expectativa dos jogadores, nesse contexto a expectativa de recebimento dos executivos. De forma mais detalhada, Watts (2003b) explicou que há uma maior demanda pela verificação dos ganhos do que verificação pelas perdas, por exemplo, se há um baixo nível de verificação de desempenho atrelado aos contratos de remuneração dos executivos, os gestores terão um excesso de remuneração, enquanto os acionistas terão um baixo valor a compartilharem.

A discussão existente na literatura sobre diferentes pontos de vista sobre o conservadorismo contábil está lastreada nas diferentes perspectivas do papel informacional da

contabilidade. Da perspectiva da *valuation*, a função primária da contabilidade é capturar informação que pode ser usada para calcular o valor de mercado do patrimônio para decisões de fazer investimentos. Da perspectiva da *contracting*, a função primária da contabilidade é providenciar informações que alinhem as partes do contrato para avaliar a eficácia e a eficiência das obrigações e do desempenho acordado quer sejam nos contratos de débito quer nos contratos de remuneração de executivos. Explicações e ponderações acerca dos custos e benefícios do conservadorismo contábil são amplamente dependentes de qual perspectiva sobre as informações contábeis (*valuation* ou *contracting*) são desejáveis, o que pode ser desejável para uma perspectiva, pode ser apenas um pequeno valor para a outra.

Ruch e Taylor (2015) explicaram que é relevante destacar as diferenças que existem entre o conservadorismo contábil condicional e incondicional por três razões fundamentais. Primeiro, ambos exercem efeitos diferentes nas demonstrações contábeis. O condicional é derivado de novos eventos econômicos, enquanto o outro não. O conservadorismo contábil incondicional tem um efeito relativamente consistente nas demonstrações sobre os lucros enquanto o conservadorismo condicional tem efeito mais transitório nessas demonstrações, por causa das flutuações no reconhecimento assimétrico das boas notícias econômicas através dos períodos. Ambos também exercem efeitos diferentes nos balanços (CHEN et al., 2014). Segundo, há evidências empíricas de que os tipos de conservadorismo afetam a aplicação um do outro (BEAVER; RYAN, 2005). Terceiro, as condições que estimulam o surgimento do conservadorismo condicional podem ser diferentes das condições que estimulam conservadorismo incondicional.

Qiang (2007) verificou a presença do conservadorismo condicional e incondicional no contexto das quatro principais fontes de demanda do conservadorismo sugeridas por Watts (2003a), quais sejam, *contracting*, *litigation*, *taxation* e *regulatory*. O conservadorismo contábil condicional surge estimulado por custos contratuais e de litígio, enquanto o incondicional surge influenciado por altos custos de litígio, regulatórios e tributários.

O conservadorismo condicional ocorre quando as notícias econômicas negativas são reconhecidas nos lucros contábeis de forma mais pontual do que as boas notícias econômicas. O conservadorismo contábil condicional é caracterizado por reconhecer assimetricamente os eventos econômicos positivos e negativos. O tratamento assimétrico de ganhos e perdas contingentes e a contabilização do inventário pelo preço de mercado ou custo, dos dois o

menor, *impairment de Goodwill e impairment* para ativos de longa vida são exemplos da utilização do conservadorismo condicional.

O conservadorismo incondicional ocorre quando há reconhecimento de valor inferior dos ativos líquidos contábeis. Essa forma de conservadorismo contábil diferente da anterior não depende da ocorrência de novos eventos econômicos. Métodos com aceleração de depreciação, gastos com pesquisa e desenvolvimento, método *LIFO* (UEPS) de inventário, reserva acumuladas em excesso, são exemplos da utilização de conservadorismo contábil incondicional. (RUCH; TAYLOR, 2015)

Ruch e Taylor (2015) levantaram evidências e discutiram os efeitos do conservadorismo contábil nos números das demonstrações financeiras. O conservadorismo resulta em subavaliação do patrimônio líquido em relação ao mercado de capitais, devido a subavaliação de receita e ativos e superavaliação de despesas e passivos. Os efeitos do conservadorismo nas demonstrações, concentra-se na qualidade dos lucros, um dos aspectos é o reconhecimento tempestivo de perdas. Dechow, Ge e Schrand (2010) já sustentaram que o conservadorismo contábil condicional reflete a qualidade do lucro. Os efeitos do conservadorismo contábil também podem ser vistos de duas perspectivas, ao considerar as propriedades de séries temporais dos ganhos que abrangem a persistência nos ganhos e previsibilidade, assim como os efeitos no gerenciamento de resultados.

Por um lado, Chen et al. (2014) encontraram evidências empíricas sobre os efeitos do conservadorismo condicional e incluem a redução da persistência dos lucros e previsibilidade. Por outro lado, Bandyopadhyay et al. (2010) providenciam evidências que o conservadorismo contábil, apesar de diminuir a habilidade de prever lucros futuros, acrescenta a habilidade de os lucros preverem futuros fluxos de caixas. Além disso, alguns métodos de conservadorismo incondicional relacionados às práticas de pesquisa e desenvolvimento, propaganda e uso do critério *LIFO (Left in Left out)*, podem reduzir temporariamente a persistência dos lucros (RUCH; TAYLOR, 2015).

É importante ressaltar, com base em evidências empíricas, os efeitos do conservadorismo contábil para os usuários dos números contábeis. Os usuários podem ser distinguidos em três grupos, *equity, debt market e corporate governance*. Nesse contexto, os usuários do mercado de capitais preferem informações relevantes sob a ótica da *valuation* (avaliação), enquanto usuários do mercado de títulos e usuários da governança corporativa

preferem informações relevantes sob a ótica da *contracting* (contratação) (RUCH; TAYLOR, 2015).

Na definição dos usuários do mercado de capitais incluem-se os investidores, os analistas e é importante examinar como o conservadorismo contábil afeta a qualidade da informação para esses usuários. A qualidade da informação contábil para esses usuários está associada a duas características, uma é a *value relevance* (relevância do valor) e a outra é *information asymmetry* (assimetria informacional). Há poucas sugestões lastreadas em evidências de que o conservadorismo contábil diminui a *value relevance*. A segunda característica que é a assimetria informacional ocorre quando executivos têm informações privadas e relevantes que não são disponíveis aos investidores e aos analistas de mercado. Essas informações podem alterar a avaliação do desempenho futuro das organizações. Quando as informações privadas são comunicadas através das informações contábeis para os investidores e analistas, a assimetria é aliviada e a informação classificada como de alta qualidade (RUCH; TAYLOR, 2015).

LaFonde e Watts (2008), com base em evidências empíricas, sustentam que os participantes do mercado de capitais demandam conservadorismo contábil condicional para mitigar os impactos da assimetria informacional. Hui, Matsunaga e Morse (2009) apontaram para uma associação negativa entre evidenciação voluntária e conservadorismo contábil, o segundo seria um substituto para o primeiro. Francis, Hasan e Wu (2013) descobriram uma relação entre a mensuração de conservadorismo condicional ou incondicional e retornos anormais de ações durante a crise financeira da primeira década do século XXI. As descobertas sugeriram que empresas que evidenciavam um maior nível de conservadorismo contábil anteriormente à época na crise financeira sofreram menos perdas durante a crise financeira do que as empresas que exibiam menos conservadorismo contábil. Outro aspecto estudado é a relação do conservadorismo e custo do capital. O custo do capital é a taxa de retorno demandada pelos investidores sobre o capital investido. Os resultados dessa relação são mistos, de um lado, Chan, Lin e Strong (2009) encontraram evidências para uma associação positiva entre conservadorismo contábil seja condicional ou incondicional e o custo do capital, por outro lado, García Lara, García Osma e Penalva (2011) encontram uma associação negativa entre conservadorismo contábil e o custo do capital. Já as pesquisas que investigam o efeito do conservadorismo contábil sobre as previsões dos lucros, afirmam que os analistas não se atentam para o tratamento econômico do conservadorismo condicional que

antecipa notícias ruins e isso pode gerar resultados falhos devido ao viés nas estimações (LOUIS; LIS; SUN, 2014; RUCH; TAYLOR, 2015).

Em paralelo ao mercado de capitais, para a explicação do conservadorismo contábil, cabe, ainda, ressaltar os usuários do *debt market* ou do mercado de dívida, sejam eles credores ou devedores, para discutir como o conservadorismo contábil influencia a qualidade da informação contábil é preciso levar em consideração as duas principais características da qualidade informacional para os usuários do *debt market* que são a relevância de informações para empréstimos e o nível de assimetria informacional, nesse contexto, as informações de alta qualidade podem reduzir o custo de capital dos empréstimos, assim como evitar decisões incorretas de empréstimo (RUCH; TAYLOR, 2015). Watts (2003ab) teorizou que a natureza da informação dos tomadores é assimétrica, nesse sentido, as informações acerca das perdas dos tomadores é mais relevante que as informações relacionadas a seus ganhos, levando em consideração que a vantagem para os credores é limitada ao pagamento de juros contratuais. Sob essa teoria, o conservadorismo contábil ao fornecer informações assimétricas, ou seja, um maior reconhecimento pontual para as perdas, fornece informações mais relevantes para os credores. Evidências empíricas suportam essa teoria. O uso do conservadorismo contábil resulta em baixas taxas de juros para os tomadores de empréstimo e melhor avaliação para o risco de *default* dos tomadores feita pelos financiadores. Ruch e Taylor (2015) consideram que a esmagadora parte das pesquisas consideram o conservadorismo contábil como benéfico para tomadores e prestadores de contratos de dívidas e ressalta que as afirmações de Gigler et al. (2009) não tinham sido testadas de forma empírica.

De modo paralelo ao mercado de capitais e ao mercado de dívidas, Ruch e Taylor (2015) discutem a *corporate governance* (governança corporativa) como fonte de demanda do conservadorismo contábil. A governança é estudada como um mecanismo para os acionistas monitorarem os gestores das empresas para minimizarem os custos de agência. Os usuários de governança corporativa são definidos como acionistas, conselhos administrativos e executivos. As informações contábeis são de alta qualidade para os usuários da governança corporativa se são relevantes para as decisões que a envolvem, assim como para mitigar a assimetria informacional existente entre os acionistas e executivos das companhias. A questão fundamental é se o conservadorismo providencia informações que auxiliam os acionistas a monitorarem os executivos. Uma das formas basilares de monitoração gerencial é por meio do alinhamento de incentivos e interesses dos executivos aos interesses dos acionistas, o grau em

que os incentivos se alinham é dado principalmente pelos contratos de remuneração dos executivos. Desse modo, o conservadorismo contábil afeta a remuneração dos executivos provavelmente de dois modos. O primeiro aspecto é que o conservadorismo contábil protege os acionistas contra uma super remuneração ou remuneração excessiva dos executivos. A bibliografia consultada explica que o conservadorismo contábil aumenta a verificabilidade reportada nas informações financeiras que poderiam ser usadas para beneficiar os executivos via contratos de remuneração caso fossem otimistas, por exemplo, um lucro contábil otimista poderia estar atrelado a uma remuneração excessiva atrelada ao pacote de remuneração do CEO. Desse modo, boas notícias que afetam o preço das ações podem não ser verificadas pela contabilidade, o uso de lucros conservadores para determinar a remuneração pode impedir o excesso de remuneração dos executivos baseada em informações excessivamente otimistas.

O segundo aspecto, a remuneração baseada em lucros conservadores, tem maior probabilidade de induzir os gestores a tomarem melhores decisões de investimento, já que o reconhecimento oportuno das perdas sob o conservadorismo condicional incentiva os diretores executivos a evitarem projetos com valor presente negativo em tempo hábil. Além do mais, uma maior exigência de verificabilidade para o reconhecimento dos lucros incentiva os executivos a levarem projetos com fluxos de caixas positivos ao ponto em que eles podem ser reconhecidos pela contabilidade e, portanto, refletidos nas suas remunerações conforme explicado por Watts (2003a,b).

Conforme a literatura, os contratos de remuneração podem fazer parte dos mecanismos da governança, o conservadorismo contábil pode ser demandado pelos contratos de remuneração dos executivos que possuam métricas contábeis de remuneração. De forma consistente com esse raciocínio, García Lara, Osma e Penalva (2011) consideraram que empresas com forte governança corporativa apresentam níveis mais altos de conservadorismo condicional. As evidências colhidas pelos autores apontaram que circunstancialmente o conservadorismo é um aspecto importante do monitoramento da gestão da empresa. Ahmed e Duellman (2011) descobriram que as empresas que usam métodos mais conservadores na contabilidade têm maior lucratividade futura ajustada pelo setor, medida pelos fluxos de caixa operacionais e margens de lucro bruto. Esses achados fornecem evidências *ex post* de que o conservadorismo está associado a melhores decisões de investimento.

Na área de remuneração de executivos, O'Connell (2006) considerou que a remuneração de executivos em dinheiro é mais sensível às mudanças nos lucros contábeis nos anos de boas notícias do que nos anos de más notícias. Iyengar e Zampelli (2010) escrutinaram a sensibilidade da remuneração do desempenho contábil na presença do conservadorismo condicional e descobriram que há um aumento significativo da correlação entre as mudanças de lucros para as mudanças de remuneração. Eles teorizaram que o conservadorismo condicional reduz o ruído nos lucros, reduz a probabilidade de manipulação dos resultados e aumenta a probabilidade de ganhos via detecção de manipulação, permitindo que os comitês de remuneração atribuam maior peso aos lucros contábeis quando a empresa utiliza práticas contábeis conservadoras.

A literatura preocupa-se em investigar o uso do lucro contábil conservador nos contratos de remuneração dos executivos. Estudos recentes no mercado americano investigaram os efeitos do uso do conservadorismo contábil condicional nos contratos de remuneração dos executivos em períodos subsequentes (GLOVER; LIN, 2018). Estudos empíricos realizados nos mercados do Japão e da China também investigaram a relação existente entre o conservadorismo contábil e a remuneração dos executivos baseada no lucro contábil. Nesses estudos empíricos foram testadas as relações teóricas explicadas por Watts (2003a,b) entre conservadorismo e remuneração de executivos. O estudo empírico japonês concentrou-se na análise de um uso considerável dos lucros contábeis nos contratos de remuneração e a preocupação com os benefícios desse uso, os autores descobriram que a relação conservadorismo condicional e remuneração é mais forte quando há um maior uso do lucro contábil conservador nos pacotes de remuneração dos executivos e destacam a qualidade do ambiente de informações *ex ante* (IWASAKI et al., 2018). No teste empírico do mercado da China, os autores testaram a relação entre o conservadorismo condicional e a sensibilidade do executivo à remuneração e desempenho, com a finalidade de identificar a influência do conservadorismo na eficiência dos pacotes de remuneração. Os autores encontraram uma relação positiva entre conservadorismo contábil e sensibilidade da remuneração dos executivos. O conservadorismo contábil funciona como um eficiente mecanismo de governança que pode ajudar a mitigar riscos de informação e risco moral (ZHANG; GAO; ZENG, 2019).

A relação de demanda de informações conservadoras originadas da contabilidade, também é pesquisada em setores específicos, por exemplo, no setor bancário. O uso do

conservadorismo pode estar relacionado à necessidade de mitigar assimetria informacional entre as partes contratadas, tendo em vista que em um ambiente de tomada de risco pode ser dificultoso para agentes externos observarem os riscos associados aos negócios (KANAGARENTMAN; LIM; LOBO, 2014).

Em suma, a literatura visitada revela que o lucro contábil conservador é demandado nos contratos de remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa com papel de aumentar a eficiência dos contratos, além de reduzir problemas de agência, como oportunismo gerencial e assimetria informacional.

2.1.2 A Complexidade dos Contratos De Remuneração Dos Executivos e o Conservadorismo Contábil.

A relação entre o conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos pode ser entendida ao consultar a teoria da agência, do conservadorismo contábil e a teoria sobre os contratos de remuneração dos executivos.

Como pano de fundo, há grandes discussões na academia sobre as transformações que os contratos de remuneração estão passando, quer seja sobre o vultoso aumento de remuneração não atrelado à performance corporativa, quer seja sobre debates que envolvem o uso exagerado de novas métricas como opções, além de outras tendências descritas por Murphy (2013).

Ao considerar os estudos de Jensen e Meckling (1976), os contratos de remuneração podem funcionar como uma ferramenta útil para alinhar os interesses do agente aos interesses do principal (LAMBERT, 2011). Aboody e Kazsnik (2009) traçaram um panorama sobre os contratos de remuneração dos executivos, discorrendo sobre os fatores formadores dos contratos de remuneração e os componentes baseados em lucros, ações ou os não baseados em performance. Focaram as implicações potenciais dos planos de remuneração de executivos (particularmente do componentes baseados nos lucros e nas ações) nos relatórios financeiros e opções de divulgação influenciados pelos executivos. Formas comuns de remuneração podem ser baseadas em números contábeis ou baseada em ações que podem sofrer influência dos números contábeis. Assim, os executivos podem agir em seu próprio interesse e extraírem renda dos investidores ao afetarem os números contábeis.

De forma complementar, Watts e Zimmerman (1986) levaram em consideração que são utilizados muitos contratos baseados em números contábeis entre as partes que interagem na

empresa, inclusive contratos de remuneração de executivos. A presença do conservadorismo contábil pode exercer efeito nos números contábeis e conseqüentemente estimular a eficiência contratual, bem como dirimir problemas de agência (BASU, 1997; Watts, 2003a; 2003b). Em linha, estudos sugerem que o conservadorismo contábil produz informações de alta qualidade para os acionistas (RUCH; TAYLOR, 2015).

Conyon et al (2000) destacaram a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos ao considerarem a existência de diferentes estruturas dos contratos de remuneração dos executivos. De forma mais recente Lynch e Pery (2003) defenderam que há um elemento cada vez mais complexo do ambiente de negócios que é o desenho apropriado dos contratos de remuneração. Entretanto, já era conhecido, conforme Mehran (1995) que apenas limitados artigos estudaram a estrutura dos contratos dos executivos e ressaltou a necessidade de artigos empíricos na área de remuneração dos executivos.

Edams, Gabaix e Jenter (2017) corroboraram que os contratos de remuneração têm se tornado complexos. Estudos empíricos recentes ressaltaram a transformação de contratos de remuneração de executivos, pulverização de métricas de remuneração, o que reflete a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. Além de relatarem a escalada de métricas baseadas em ações e opções, (ALBUQUERQUE; CARTER; LYNCH, 2015; BENNET et al, 2019; BETTIS et al., 2018; KOLE, 1997; MURPHY; SANDINO, 2020).

Há duas principais abordagens para interpretar os fenômenos que ocorrem no campo de estudos dos contratos de remuneração. A eficiência contratual ou o oportunismo gerencial, o uso de ambas as perspectivas também é comum em alguns estudos (MURPHY, 2013). Por exemplo, nos estudos empíricos, tais como feitos por Chychylaa, Leone e Minutti-Mezac (2019) defenderam que a visão que prevalece na literatura é que a complexidade dos relatórios financeiros é principalmente uma escolha gerencial, utilizada pelos gestores para ofuscar informações comunicadas às partes interessadas de suas empresas. Enquanto Kothari, Shu e Wysocki (2009) esclareceram a inclinação dos executivos de divulgarem mais as boas notícias, mas não más notícias na presença de problemas de agência, quando os interesses de evidenciação dos executivos não estão alinhados aos interesses dos acionistas, nesse caso, incentivos podem encorajar ou desencorajar os gestores a evidenciarem as informações privadas que os acionistas não possuem, no contexto da assimetria informacional.

Pode-se inferir a partir de estudos anteriores que a complexidade pode estar associada a um menor nível de conservadorismo contábil a partir dessa base conceitual um dos aspectos da complexidade dos contratos é atrelada a existência de diversas métricas de remuneração. De forma complementar o tipo do componente de remuneração é outro aspecto que pode ser considerado como um aspecto da complexidade, por exemplo, o maior uso de métricas baseadas em ações e opções de ações são consideradas condutores de complexidade, outros aspectos poderiam ser levantados, entretanto para efeitos dessa pesquisa será considerado como representantes da complexidade a pulverização de métricas e de forma complementar a participação de *equity* na remuneração que pode dirimir as métricas baseadas em números contábeis. Em contraste, os contratos de remuneração mais associados a um maior uso de conservadorismo contábil foram estabelecidos com forte presença de métricas contábeis (KOLE, 1997; LYNCH; PERRY, 2003; MURPHY; SANDINO, 2020; WEN, 2007).

Os contratos de remuneração dos executivos podem ser compostos por blocos baseados em ações e opções, baseados em lucro contábil e em métricas não atreladas à performance (ABOODY; KASZNIK, 2009). De forma mais minuciosa, dentro dos componentes dos pacotes de remuneração há subdivisões da remuneração vinculada aos salários, bônus, outras métricas e a parte de incentivos mais ligados às ações e opções (LYCNH; PERRY, 2003). De modo que a literatura já identificou que as partes compostas por componentes baseados em números contábeis demandam um nível relevante de conservadorismo, enquanto as baseadas em ações e opções de ações tendem a não exigir grande demanda por conservadorismo contábil (WEN, 2007). Dessa forma, diante da complexidade dos contratos de remuneração haveria menor demanda por conservadorismo contábil ao considerar uma menor presença de métricas contábeis nos contratos de remuneração.

2.1.3 O Conservadorismo Contábil e os Contratos de Remuneração Dos Executivos no Brasil.

A comunicação das informações sobre a remuneração dos executivos às partes interessadas tornou-se obrigatória e juridicamente válida a partir da Instrução Normativa 480/2009, no intuito das empresas apresentarem de forma mais detalhada a política de remuneração dos seus executivos, plasmada no formulário de referência. Além disso, há disposições da Comissão de Pronunciamentos Contábeis (CPC) número 10 sobre pagamentos baseados em ações, baseado no International Financial Reporting Standards Boards (IFRS) número 2 que trata do mesmo tema.

A evidenciação da remuneração compreende, entre outras questões, a divulgação do total de remuneração dos executivos da diretoria estatutária, dentre essas informações inexistente a divulgação da informação numérica específica da remuneração do presidente executivo, mas apenas dos totais por componentes de remuneração em relação ao total dos executivos. Há diversos itens que compõe o quadro de remuneração dos gestores, de modo exaustivo são os seguintes itens divulgados no formulário de referência na sessão de remuneração dos diretores, dentro da remuneração fixa: Salário ou pró-labore, benefícios direto e indireto, participações em comitês, participações em comitês, outros. Dentre os itens que compõem a remuneração variável: Bônus, participação de resultados, participação em reuniões, comissões, entre outros. Além de existir os seguintes itens: Pós-emprego, cessação do cargo, baseado em ações (não há distinção entre ações e opções de ações).

Vasconcelos e Monte (2013) reconheceram que a remuneração dos executivos tem lugar de destaque em pesquisas internacionais, mas ainda é um tema incipiente no Brasil. Pesquisas feitas no Brasil investigaram a relação entre os contratos de remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas. Ora os achados empíricos suportam a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas, ora apresentam resultados mistos e por vezes não encontram relação existente entre as duas variáveis (AGUIAR; PIMENTEL, 2017; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014; FERNANDES; MAZZIONI, 2015; KRAUTER, 2013; OYADOMARI et. al, 2009). Silva, Machado e Silva, (2019) analisaram a produção de artigos científicos publicados no Brasil sobre os contratos de remuneração dos executivos. Foi percebida uma carência de estudos sobre o assunto, entretanto, houve uma maior produção nos últimos anos. A literatura documentou que os contratos de remuneração são um dos instrumentos de governança mais utilizados para alinhar os interesses dos executivos aos interesses dos acionistas. A maioria das pesquisas foi ancorada na teoria da agência, enquanto o tema mais abordado foi a remuneração dos executivos versus o desempenho. Estudo mais recente investigou a relação entre conservadorismo contábil e sensibilidade *pay-performance*, apesar de não encontrar evidências empíricas dessa relação no mercado de capitais do Brasil, contribuiu para incrementar a discussão sobre conservadorismo contábil e contratos de remuneração (GOMES, 2018). Há também pesquisas sobre remuneração *forward-looking* e contemporânea na presença de problema de horizonte (SANTOS, 2015). Também, há pesquisas que analisam diferenças entre os pacotes de remuneração entre empresas públicas e privadas (TINOCO; ROSSI; PORTUGAL, 2015).

Degenhart, Beckhauser & Klann, (2018) documentaram uma relação existente entre conservadorismo contábil e remuneração dos executivos, de forma mais específica os autores indicam que a análise do conservadorismo condicional deve estar presente quando houver a utilização de remuneração variável de executivos para mitigar práticas contábeis agressivas que possam prejudicar a qualidade da informação.

As pesquisas da academia do Brasil estão atentas ao que é publicado na literatura internacional sobre o conservadorismo contábil (AMARAL; RICCIO; SAKATA, 2012). Investigações acerca do conservadorismo contábil no Brasil antes da aplicação da nova lei das sociedades anônimas não encontraram evidências que suportam um reconhecimento assimétrico dos lucros (COELHO; LIMA, 2007). Outros estudos investigaram a diferença de nível de conservadorismo contábil em empresas de capital aberto e fechado, nesse contexto, encontraram uma maior probabilidade de um nível maior de conservadorismo em empresas abertas (PAULO; ANTUNES; FORMIGONI, 2008). Outros estudos também não encontraram diferença do nível de conservadorismo contábil entre empresas brasileiras negociadas na bolsa de Nova Iorque com utilização de normas brasileiras ou americanas. No cenário após a implementação das normas internacionais de contabilidade não houve evidências de que a convergência para as normas internacionais impactou o nível de conservadorismo contábil apresentado pelas empresas, sejam de capital aberto ou fechado (ALVES; MARTINEZ, 2014; GOMES, 2018; SANTOS et al, 2011). Enfim, as pesquisas no Brasil revelaram uma parcela relevante da remuneração dos executivos como ancoradas nas informações contábeis o que vem acompanhado de conservadorismo contábil em outros mercados, mas no Brasil apesar da forte remuneração baseada em números contábeis, não houve uma preocupação madura em demandar informações contábeis conservadoras.

2.2 A Teoria da Agência e os Contratos de Remuneração.

Lambert (2001) sustentou que a teoria da agência tem sido um dos paradigmas teóricos mais importantes da contabilidade durante as últimas décadas. Jensen e Meckling (1976) integraram elementos da teoria da agência, do direito sobre a propriedade, além de finanças para desenvolverem uma teoria sobre a estrutura acionária da firma e desenvolveram os conceitos de custos de agência e como esses custos estão ligados à separação de controle e propriedade. Os autores designaram de forma conotativa a empresa à luz da teoria da firma como uma caixa preta, além disso, ressaltaram a inadequação da teoria da firma em comparação com a teoria da agência. A empresa é operada de modo a atender às condições

marginais relevantes, maximizar os lucros e os fluxos futuros de caixa. Os autores empreenderam uma explicação de como os objetivos conflitantes dos indivíduos são levados ao equilíbrio.

Um dos fundamentos teóricos é o direito da propriedade, tal como posto por Alchian e Demsetz (1972). Nesse contexto, os direitos individuais sobre a propriedade irão influenciar em como os custos e recompensas serão alocados entre os participantes da organização.

Jensen e Meckling (1976) definiram uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais) contratam outras pessoas (os agentes), para prestarem algum serviço em seu nome, esse ato envolve a delegação para o agente de alguma autoridade para tomada de decisão. Nessa perspectiva, se ambas as partes do relacionamento são indivíduos maximizadores da sua utilidade, existe razão para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Entretanto, o principal pode limitar as divergências de seu interesse ao estabelecer incentivos apropriados para o agente, incorrendo em custos de monitoramento com instrumentos desenhados para limitar as atividades de desacerto do agente. Geralmente é impossível alinhar os interesses do principal e do agente a custo zero se o objetivo for o agente tomar decisões ótimas para maximizar o valor do principal. Portanto, na maioria das relações de agência haverá uma monitoração positiva e custos de títulos, além disso, custos atrelados a divergências de interesses entre o principal e o agente são denominados custos residuais. O termo monitoramento está além do sentido de observar e mensurar o desempenho do agente, inclui esforços do principal para restringir o comportamento do agente através do orçamento, regras operacionais e por meio dos contratos de remuneração dos executivos.

Lambert (2011) esclarece que os modelos da teoria da agência são construídos com base na filosofia de que é importante observar os problemas de incentivo e sua resolução em um ambiente econômico em que o potencial problema de incentivo existe. O autor sustenta que as razões típicas para conflitos de interesses incluem aversão de esforço por parte do agente, o desvio de recursos para o consumo ou uso privado do agente, problemas de horizonte e aversão ao risco do agente. Nesse contexto, os contratos de remuneração são destacados na literatura como uma ferramenta útil para alinhar os interesses do agente aos interesses dos principais que podem utilizar os contratos baseados no lucro contábil conservador para minimizar certos conflitos de interesses.

Lopes (2012) sustentou que o acionista deve cercar-se do maior número possível de mecanismos para evitar que seja expropriado pelo administrador em vista dos conflitos de agência, anteriormente expostos por Berle e Means (1932). Dentre os exemplos de mecanismos de proteção, os contratos de remuneração e a utilização do conservadorismo contábil condicional podem ser encaixados no aparato de governança corporativa (GARCÍA LARA; GARCIA OSMA; PENALVA, 2011; MURPHY, 2013), também há a influência da auditoria nos contratos de remuneração contratos de remuneração (KNECHEL; NIEMI; ZERNI, 2013). Entretanto, em certos contextos, os próprios contratos de remuneração podem ser alvo de extração de renda conforme Bebchuck, Fried e Walker (2002).

Lopes (2012) defendeu que o funcionamento adequado da empresa depende do equilíbrio contratual estabelecido ao considerar a empresa como um conjunto de contratos entre os diversos participantes. Se uma das partes não está satisfeita com os termos de seu contrato, ou com sua execução, as atividades da empresa podem ser prejudicadas e até mesmo interrompidas. Como exemplo, os executivos insatisfeitos com a política de remuneração da empresa podem ir trabalhar para o rival mais importante levando informações relevantes sobre o comportamento da empresa. Nesse raciocínio, é fundamental que os contratos sejam exercidos de forma mais harmônica possível.

Lopes (2012) ressaltou os papéis exercidos pela contabilidade na teoria contratual, a mensuração da contribuição de cada um dos participantes nos contratos, a fatia que cada um dos participantes tem direito, informar o grau de sucesso no cumprimento dos contratos e distribuir informações para redução de custos na negociação dos contratos. Além do papel de contribuir com mecanismos de governança corporativa e reduzir o impacto dos conflitos de agência.

A teoria da agência é considerada o maior componente da teoria econômica das empresas, desde publicações clássicas, por exemplo, os trabalhos de Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976) (PEPPER; GORE, 2015). A literatura sobre remuneração de executivos também aponta essa teoria como o principal *framework* teórico para pesquisa acadêmica (BRATTON, 2005). Entretanto, a literatura sobre a remuneração de chefes executivos, atualmente, é muito extensa e considera uma ampla variedade de tradições de

escolas, inclui economia, direito, estudos organizacionais, contabilidade e finanças, além de existirem estudos que abordam o tema de forma multidisciplinar (DEVERS et al., 2007).

Pepper e Gore (2015) também informaram que em adição à abordagem da agência existem outras teorias: teoria do torneio, teoria do capital humano, a teoria do poder gerencial, teoria comportamental. É preciso considerar também as contribuições da teoria comportamental da agência, assim como a teoria social da agência, contextualizada em ambientes de instituições de caridade e de chefes executivos remunerados de forma não lucrativa (NGUYEN; SOOBAROYEN, 2022; PEPPER; GORE, 2015).

Há outros estudos que integram bases teóricas da psicologia na temática de remuneração dos executivos, tais como as peculiaridades dos contratos de remuneração dos gestores narcisistas (O'REILLY III et al., 2014). Há abordagens que analisam os contratos de remuneração sob a ótica da teoria dos jogos (MESNARD, 2018). A complexidade da remuneração dos executivos ainda pode ser vista pela abordagem da teoria da complexidade. Cunha e Rego (2010) influenciados pela teoria da complexidade e caos, afirmaram que há uma tensão geradora entre a complexidade e simplicidade, além de que a complexidade na organização também pode ser vista como atributos sistêmicos relacionada a outras propriedades, importante para o entendimento da organização como um todo e com as partes interconectadas. Cabe, ainda, ressaltar que a complexidade neste trabalho não utiliza amplamente o sentido semântico da teoria da complexidade derivada da biologia, mas apenas em contextos específicos.

2.3 A Teoria Da Remuneração dos Executivos

Murphy (2013) conforme a sua teoria geral, explica o fenômeno das mudanças nas configurações dos contratos de remuneração dos executivos ao longo do tempo com base principalmente em dois campos teóricos: Na perspectiva da contratação eficiente e da hipótese do poder gerencial. O campo de estudos atrelado a contratação eficiente sustenta que o nível e a composição da remuneração refletem um equilíbrio no mercado competitivo de executivos e que são estruturados para otimizar o valor das empresas. O campo do poder gerencial sustenta que tanto o nível quanto a composição da remuneração são influenciados não por forças competitivas do mercado, mas por executivos poderosos que trabalham para capturar inteiramente ou influenciar os membros do conselho administrativo. O autor ressalta que a maioria dos trabalhos acadêmicos utilizou uma ou outra hipótese, enquanto outros

trabalhos mais recentes utilizaram as duas hipóteses concorrentes e empiricamente tentaram adotar uma estratégia que faça distinção entre ambas, entretanto, ressalta que as hipóteses não são mutuamente exclusivas. Argumenta que as mesmas instituições que têm se envolvido em mitigar conflitos de interesse entre gerentes e acionistas permitiram simultaneamente a *rent extraction* (extração de renda). Um exemplo citado são os membros externos dos conselhos de administração, eleitos pelos acionistas e responsáveis pelo monitoramento, contratação, demissão e remuneração dos altos executivos, pagam os executivos com o dinheiro dos acionistas e não o seu próprio dinheiro. Portanto, a atuação dos conselhos pode ser visualizada pela hipótese da contratação eficiente e poder gerencial, uma vez que poderá dirimir problemas de agência entre agentes e acionistas, mas também criar problemas de agência.

Outro aspecto levantado é no campo da legislação e respostas regulatórias desencadeadas pela percepção de excesso de remuneração. Edmans, Gabaix e Jenter (2017) apresentaram uma visão panorâmica da literatura teórica e empírica sobre a remuneração dos executivos. Apresentaram dados sobre o nível de remuneração dos executivos, mudança na composição da remuneração, a força dos incentivos, o pagamento para empresas públicas e privadas, americanas e fora dos Estados Unidos da América. O estudo também sugere que há três explicações não exclusivas sobre o que impulsiona a remuneração dos executivos: A maximização do valor do acionista, extração de renda pelos executivos e fatores institucionais, tais como, regulamentação, tributação e políticas contábeis, em semelhança ao estudo de Murphy (2013).

Conforme Murphy (2013) o aumento vertiginoso e sem paralelo da remuneração dos executivos desde a década de 1980 até o século XX, foram impulsionados principalmente pelos prêmios de opções. A maioria dos estudos ocupados com esse problema utilizou o poder gerencial ou a contratação eficiente (FRYDMAN; JENTER, 2010) como fundamento teórico. Uma terceira abordagem realizada por Murphy (2002) é conhecida como a hipótese do custo percebido, nessa perspectiva a explosão do uso de opções de ações explodiram porque as decisões sobre as opções foram baseadas na percepção do custo por ações em vez de considerar o custo econômico. Murphy (2013) explicou que antes de avaliar quão bem essas teorias explicam as tendências recentes da remuneração dos CEOs é preciso conhecer as tendências. Primeiro, o aumento do pagamento médio feito aos executivos nos últimos anos. Em segundo lugar, a maior parte do aumento dos pagamentos dos executivos são referentes ao aumento no valor das opções de ações concedidas. Terceiro, a explosão da utilização de

opções de ações na remuneração de altos executivos, executivos de níveis inferior, assim como outros empregados das empresas. Portanto, para o autor qualquer teoria que tente explicar as tendências da remuneração dos executivos deveria levar em consideração o vigoroso aumento de remuneração dos executivos, o aumento do uso de opções de ações e o emergente uso de *restricted stock*, também conhecidas como ações restritas ou ações-carta, são um tipo de ação que não são totalmente transferíveis até determinada condição acontecer, além disso o autor ressalta a necessidade de uma perspectiva crítica, ou seja, avaliar as fragilidades dessas hipóteses concorrentes.

Segundo Murphy (2013) a abordagem do poder gerencial tem fundamento no viés dos executivos procurarem satisfazerem seus próprios interesses conforme apresentado por Berle e Means (1932), assim como Jensen e Meckling (1976). A abordagem explica a habilidade dos executivos poderosos em influenciarem tanto no nível, assim como nos componentes dispostos nos seus respectivos pacotes de remuneração. A extração de renda dos CEOs em detrimento das propriedades dos acionistas, por exemplo, pela pontualidade em concederem as suas opções antes da ocorrência de boas notícias (YERMACK, 1997). Por informações privilegiadas sobre fundações de caridade familiares (YERMACK, 2009). Através de indenizações lucrativas e mudança nas provisões de controle (HARTTZELL; OFEK; YERMAK, 2004; YERMAK, 2006b), além do consumo de excessivas gratificações Yermack (2006a).

A abordagem da contratação eficiente associa o nível observável e a composição da remuneração como reflexo do equilíbrio do mercado para o talento gerencial e os incentivos são estruturados para otimizar o valor da firma (MURPHY, 2013). Jensen e Murphy (1990a; 1990b) traçam um quadro da remuneração baseada em *pay-performance*, alicerçado nos clássicos problemas de principal-agente. Nesse contexto, de informações imperfeitas sobre as ações dos gestores e sobre as oportunidades de investimentos, os desenhos dos contratos de remuneração dos executivos são formados para incentivar o gestor a selecionar e implementar ações que aumentem a riqueza dos acionistas. Os acionistas querem que os executivos tomem ações específicas, entretanto, os executivos querem comparar seus ganhos com os custos da realização da atividade específica, dessa forma, os autores entendem ser apropriado pagar aos executivos com base na riqueza dos acionistas. Surge desse cenário o estudo sobre o pagamento pela performance gerencial, com mecanismos para atrelar o acréscimo de valor

dos acionistas, dentre eles a aplicabilidade de opções de ações, ações, bônus, salário e demissão.

2.3.1 A Estrutura Dos Contratos De Remuneração Dos Executivos

Lynch e Perry (2003) sustentam que um elemento cada vez mais complexo do ambiente dos negócios é o desenho apropriado do sistema de remuneração dos executivos. Estão presentes na literatura problemas e preocupações acerca da remuneração dos executivos, debates sobre o uso de opções de ações, normas de contabilização, desenho, avaliação e alternativas de remuneração, ofuscamento dos contratos e monitoramento do desempenho dos executivos.

A literatura apresentou de forma didática um panorama dos componentes relevantes que abrangem a remuneração dos executivos: Salário, bônus, benefícios, ações, lucro contábil, entre outros componentes (LYNCH; PERRY, 2003). Esses componentes podem ser agrupados em não baseadas em performance, baseadas em desempenho contábil e em ações e opções (ABOODY; KASZNIK, 2009), além de outras classificações como fixa ou variável.

Pode-se entender que a mensuração da remuneração é feita ao considerar o uso do salário, bônus, ações e opções de modo similar a Wen (2007) e outras métricas fixas e variáveis evidenciadas em contexto do mercado de capitais do Brasil. *Cash compensation* pode ser entendido como remuneração baseada em salário e bônus, *equity based* definida como a parte da remuneração baseada em ações e ações restritas.

Aggarwal (2008) dividiu a remuneração dos executivos em remuneração de curto prazo e remuneração de longo prazo. Os componentes de remuneração de curto prazo incluem salários, bônus e outras remunerações anuais. Há exceções a esse raciocínio ao pensar que o salário dos funcionários pode ser incrementado no longo prazo em função parcialmente do desempenho da empresa. O incremento dos salários ou até mesmo dos bônus representam apenas uma fração dos incentivos totais. Os componentes de longo prazo da remuneração incluem novas outorgas de ações restritas, novas concessões de opções de ações, pagamentos de planos de incentivos de longo prazo e todas as outras remunerações, inclusive, as que podem ser baseadas em métricas contábeis.

A literatura adverte que os usuários da contabilidade devem entender desde os problemas amplos envolvidos pelo uso desses contratos até questões específicas de cada métrica integrante dos pacotes de remuneração, tais como, questões contábeis, fiscais e

administrativas associadas às alternativas de remuneração. Estudos investigam uma série de questões que incluem informações pré-contratuais e pós-contratuais, os efeitos econômicos estimulados pelos planos de remuneração e a mensuração desses efeitos, utilização de métricas contábeis, inclinação de reconhecimento assimétrico de boas notícias na presença de problemas de agência, o papel dos consultores na construção dos pacotes de remuneração, a presença de problemas derivados de decisões de horizonte curto, problemas das medidas financeiras tradicionais face à gestão de ativos intangíveis, nível de remuneração associado a fatores institucionais e de governança, entre outros tópicos e peculiaridades em países emergentes. De modo que é posto em relevo a importância de contratos de remuneração bem desenhados que possam fazer parte de uma boa governança corporativa (ALLEN, 2005; BANKER et al, 2019; BAO; LEWELLYN, 2017; CADMAN; CARTER; HILLEGEIST, 2010; CHAIGNEAU; SAHUGHUET, 2018; O'CONNOR; VERA-MUÑOZ; CHAN, 2011; GOH; GUPTA, 2010; GOH; LI, 2011; HARTZELL; STARKS, 2003; LYNCH; PERRY, 2003; MITRA; JAGGI; HOSSAIN, 2013; MURPHY; SANDINO, 2020; NARAYANAN, 1996; WIDNER, 2006; YOUNG et al., 2008)

Métricas dos contratos de remuneração, tais como salário, bônus, lucro contábil, ações, opções de ações, podem dirimir problemas de agência e alinhar interesses dos executivos aos acionistas quando manejados de forma adequada. Entretanto, estudos sustentaram que os sistemas de remuneração podem afetar as escolhas dos gestores quanto às políticas da contabilidade financeira quando a remuneração dos gerentes depende dos números contábeis relatados para maximizar sua remuneração. (LYNCH; PERRY, 2003; WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Jensen, Murphy e Wruck (2004) relataram estarem no meio de um reexame das estruturas de remuneração dos executivos pela percepção que eles receberam demais e divulgaram de forma inadequada. Sustentaram que uma má governança pode gerar práticas de remuneração que destroem o valor da empresa. Paralelamente o conservadorismo contábil já foi considerado como mecanismo de governança capaz de contribuir com a eficiência contratual.

No desenho dos contratos, é importante considerar as características de cada tipo de incentivo, incentivos de retenção, controle da mensuração da performance, além do efeito sobre a inclinação ao risco dos empregados. Há um portfólio de métricas que são utilizadas

para compor os contratos de remuneração dos executivos (LYNCH; PERRY, 2003). Os aspectos de cada métrica que compõe os contratos são objeto de atenção de estudos empíricos e a utilização adequada dos contratos de remuneração inseridos como mecanismos de governança corporativa pode estimular o alinhamento de interesse do executivo ao investidor, assim como uma má governança que utiliza contratos de remuneração inadequados pode estimular a destruição do valor da empresa (JENSEN; MURPHY; WRUCK, 2014).

Lynch e Perry (2003) ensinam que os pacotes de remuneração dos executivos podem ser vistos como compostos por dois componentes gerais: O primeiro é um elemento fixo não atrelado ao desempenho, por exemplo, o salário. O segundo é composto por um componente variável, ou seja, baseado no desempenho. De forma os componentes como salários, benefícios adicionais, lucro contábil, bônus, ações, opções de ações, outras compensações diferidas, além de benefícios não monetários.

A literatura documenta que um dos benefícios documentados de usar o salário como mecanismo de remuneração é que os funcionários têm certeza do pagamento de pacote de compensação. Além disso, o pagamento com remuneração baseada em desempenho é relativamente menos seguro do que pagamentos sob planos de remuneração constituídos apenas por salário, os planos com componentes baseados no desempenho colocam maior risco no empregado do que fazer planos sem eles (LYNCH; PERRY, 2003). Como resultado, as empresas podem ter que pagar um prêmio para compensar os funcionários por assumirem esse risco aumentado (HALL; MURPHY, 2002). Isso sugere que o custo da compensação total esperada é maior para planos que dependem mais fortemente de remuneração baseada em desempenho. Por outro lado, o custo total esperado da remuneração geralmente é menor com os planos primordialmente baseados em salários. Limitações com o uso do salário como único componente sobre o plano de remuneração inclui incentivos limitados para desempenho de curto e longo prazo. Como resultado as decisões relativas à proporção de remuneração geralmente envolvem uma avaliação de custos versus benefício. Se os benefícios do desempenho aprimorado resultante do uso de remuneração baseada em desempenho superam os custos de compensação adicionais que surgem do prêmio de risco, a empresa deve pagar ao funcionário por aceitar um aumento da incerteza associada a remuneração baseada em desempenho. Quando esses custos superam os benefícios, é provável que o aumento do componente salarial seja mais conveniente.

Os benefícios adicionais podem incluir formas de remuneração não monetárias ou outras formas indiretas. Esses tipos de remuneração incluem um conjunto de dispositivos contratuais tais como instalações de alimentação de funcionários, assistência infantil, quotas profissionais e carros da empresa, entre outros. Esses benefícios podem ajudar na atração e retenção de funcionários, principalmente se o empregador puder oferecer um benefício a um custo menor do que o empregado pagaria se o adquirisse individualmente (LYNCH; PERRY, 2003). No contexto nacional esse tipo de benefício pode estar incluso dentro de “outros” conforme documentos da Comissão De Valores Mobiliários.

Sloan (1993) investigou o papel do lucro contábil nos principais contratos de remuneração dos executivos. O autor encontrou suporte de evidências que os incentivos baseados em lucros contábeis ajudam a proteger os executivos de fatores oriundos do mercado de ações. Haja visto que a remuneração baseada em ações pode ancorar a remuneração do executivo a fatores que vão além da sua influência (LYNCH; PERRY, 2003). Como resultado, a inclusão de medidas de desempenho baseadas em lucros nos contratos de remuneração dos executivos, ajudam a proteger os executivos de flutuações no valor da empresa que estão além do seu controle. Além de que os lucros contábeis conservadores possuem a vantagem competitiva de serem mais verificáveis do que outras informações e poderem dirimir assimetria informacional (WATTS, 2003a). Sloan (1993) demonstrou que os lucros refletem as mudanças específicas no valor da empresa, apesar de serem menos sensíveis a mudanças de movimento do mercado como um todo no valor das ações da empresa.

Em contrapartida, Lopes (2012) advertiu que se grande parte da remuneração de um executivo financeiro é baseada no lucro apresentado pela empresa no final do período, é natural imaginar que esse gestor usará todas as ferramentas a sua disposição para maximizar o lucro da empresa.

Ruch e Taylor (2015) consideram a relação entre conservadorismo contábil e gerenciamento de resultados, os autores ressaltam que há poucas pesquisas que investigam o efeito do conservadorismo contábil na ocorrência de gerenciamento de resultados. Entretanto, consideraram a possibilidade da prática ao dilatarem o conceito de conservadorismo para qualquer viés de queda nos valores contábeis, incluindo o gerenciamento de resultados oportunista de resultados decrescentes como exemplo os *write-downs* que podem ser usados

para gerenciar os ganhos para baixo, especificamente o *big bath*, porém não documentaram haver evidência empírica de estímulo ao uso de gerenciamento de resultados no sentido de inflar os resultados na presença quando lucro contábil conservador. Dessa forma é razoável que os lucros contábeis conservadores possam dificultar práticas de gerenciamento de resultados com intuito de inflar os lucros.

O raciocínio do gerenciamento de resultados é plausível de forma a não excluir as outras três fontes demandantes do conservadorismo, como exemplo, a demanda por aumento da eficiência de contratos baseados em números financeiros entre a empresa e os executivos (WATTS, 2003b). Desse modo, é razoável que em contratos de remuneração compostos fortemente por números contábeis o nível de conservadorismo contábil aumente em uma razão direta. Entretanto, em contratos que possuem métricas fragmentadas e não atreladas predominantemente por números contábeis, requisitem um menor nível de conservadorismo contábil condicional.

Kwon (2005) explicou que há duas fontes de custos de agência sob o risco moral, a primeira são distorções nos contratos dos incentivos e a segunda são implementações de decisões abaixo do ideal. O autor enfoca problemas derivados da segunda fonte de custos de agência, ao considerar uma configuração de principal-agente na qual o principal motiva o agente a despender esforços utilizando os lucros contábeis, o estudo demonstrou que os lucros contábeis são mais úteis para reduzir custos de agência relacionados a implementação de decisões abaixo do ideal quando os lucros forem medidos de forma mais conservadora do que de forma agressiva. De forma complementar Kwon (2001) destacou os custos de agência relacionados a distorções nos contratos de incentivos. As distorções nos contratos diminuem o nível de conservadorismo contábil. Essas análises sugerem que o lucro contábil conservador reduz custos de agências relacionados a riscos morais e distorções nos contratos de incentivos. O ponto positivo do lucro contábil conservador é refletir adequadamente as informações fundamentais, enquanto, o ponto negativo é reduzir a persistência dos lucros.

Lynch e Perry (2003) explicaram o uso do bônus anual que é um prêmio por desempenho durante um período predeterminado, geralmente de um ano. Esses bônus geralmente são usados para incentivar os funcionários a se concentrarem no desempenho de curto prazo. No entanto, como os bônus geralmente são com base em números contábeis, eles podem incentivar a manipulação de números contábeis e estimular o foco no desempenho de

curto prazo em detrimento do desempenho de longo prazo, o que pode ocasionar decisões operacionais abaixo do ideal. O componente bônus pode ser estruturado e ter as suas configurações ajustadas de diferentes modos. O bônus pode ser ajustado com base em uma fórmula estrita ou pode ser determinado subjetivamente pelo conselho de administração ou comitê de remuneração. Os planos de bônus podem ter limites abaixo dos quais é fornecido um bônus ou limites acima sobre os quais nenhum bônus a mais é pago. Os bônus podem basear-se no desempenho individual, da unidade de negócios ou da empresa. Quanto mais interdependência a empresa tiver entre as unidades dos negócios, maior será a tendência para o bônus ser baseado no desempenho corporativo com o objetivo de incentivar a cooperação considerando os limites entre as unidades de negócios e alcançar melhores objetivos corporativos.

Aggarwal (2008) destacou que os bônus anuais são mensurados de acordo com medidas de desempenho da empresa que são frequentemente baseadas em informações contábeis, por exemplo, lucros e vendas. Dentre as métricas comumente utilizadas estão o retorno sobre o patrimônio (ROE), retorno sobre os ativos (ROA) e o valor econômico agregado (EVA). Há outras medidas de performance, inclusive as subjetivas escolhidas pelos membros do conselho ou algumas escolhidas pelos executivos superiores para os executivos inferiores. Por executivos superiores, tais como investimento, qualidade do produto ou qualidade da planta. Alguns pontos são importantes a serem observados quanto à remuneração baseada em bônus.

Primeiro, os bônus são comumente utilizados como um componente de remuneração de curto prazo atrelados a métricas como uma meta relacionada ao ROA, possuindo um poderoso incentivo em torno dos limites estabelecidos. Entretanto, o bônus, normalmente, não está vinculado ao desempenho das ações na forma de retornos de ações. Além disso, os acionistas presumivelmente se preocupam mais com o retorno das ações. O estudo reconhece que os administradores podem estar mais interessados em extrair renda do que gerar valor ao acionista (AGGARWAL, 2008).

Segundo, os planos de pagamentos de incentivos de longo prazo são semelhantes aos bônus, mas são concedidos pelo desempenho ao longo de vários anos. Faz-se uma questão importante o uso de medidas de desempenho que não são atreladas ao retorno das ações. Há sustentação de que embora os retornos das ações sejam claramente de suma importância para os acionistas, os retornos das ações podem não ser a melhor maneira de fornecer incentivos

aos executivos. Ao considerar que há ruído ou fatores externos que estão além do controle do executivo. É sugerido que o executivo não deve ser penalizado nem recompensado por fatores que estão além de seu controle. Em princípio, então, a forma ideal de remunerar o gerente é com base nas ações que ele toma. No entanto, conforme observado anteriormente, o problema de risco moral afirma que os acionistas não observam diretamente as ações dos gestores. Como resultado, compensação e os incentivos devem ser baseados em medidas observáveis, que frequentemente são baseadas em resultados. Em paralelo, os resultados contábeis apresentam um nível de influência maior em bônus e salários e menor no retorno das ações (AGGARWAL, 2008).

Christensen e Demski (2003) sustentaram que o lucro contábil conservador tem a vantagem de ser mais verificável em relação às outras métricas e Watts (2003a) também corroborou esses argumentos. Dechow, Ge e Schrand (2010) esclarecem o reconhecimento oportuno da perda como fator demandado para combater o otimismo natural do gestor ao mesmo tempo que representa uma medida de alta qualidade de lucro, logo na presença do conservadorismo contábil há um reconhecimento de forma mais oportuna de más notícias do que de boas notícias (BASU, 1997). Dessa forma o conservadorismo contábil pode ser demandado pelos acionistas via bônus para evitar problemas de agência e melhorar a eficiência dos contratos (AGGARWAL, 2008; RUCH; TAYLOR 2018)

Guay, Kepler e Tsui (2019) expuseram que a sensibilidade de pagamento em dinheiro baseada em bônus é maior que as documentadas em estimativas anteriores, além disso, a remuneração baseada em bônus pode fornecer incentivos em equipe, por incentivar o monitoramento mútuo e facilitar a coordenação entre a alta gerência e a equipe como um todo. Outro fator sustentado pelos autores é que os bônus executivos proporcionam uma mistura equilibrada de pagamento baseado em dinheiro e ações, entretanto isso ocorre no começo do mandato dos chefes executivos, sendo posteriormente ofuscados pelo acúmulo de *equity incentives* (incentivos patrimoniais, por exemplo, ações).

As ações podem ser concedidas por desempenho, nesse caso, são um número específico de ações que são concedidas após as metas de desempenho estabelecidas serem cumpridas, geralmente ao longo de vários anos. Os benefícios de ações de desempenho incluem um incentivo de desempenho e um incentivo de retenção porque os funcionários normalmente devem permanecer na empresa durante o período de desempenho para serem elegíveis para o

prêmio. O prêmio é na forma de ações, todavia o valor monetário do prêmio geralmente é determinado por outras medidas que não a mudança no preço das ações, como ganhos contábeis ou retorno sobre ativos. Isso influencia as preocupações dos funcionários de que o controle do preço das ações está além do poder deles. No entanto, como o valor do prêmio normalmente é determinado com base nos resultados operacionais, os compartilhamentos de desempenho podem resultar em tentativas de os gestores manipularem os números contábeis (LYNCH; PERRY; 2003).

Lynch e Perry (2003) expõem que as ações podem ser concedidas diretamente aos funcionários e executivos, bem como haver concessões com restrições. Além disso, a concessão de ações pode depender de requisitos de desempenho. O benefício preponderante associado ao uso de ações como remuneração é que não exige desembolso de caixa pela empresa. Além disso, se o funcionário ou executivo mantiver a propriedade de ações após recebe-las, a concessão de ações para fins de remuneração fornece um incentivo de desempenho ligado ao longo prazo, uma vez que o agente ganha mais quando a ação da empresa está apresentando um melhor desempenho. Jensen e Murphy (1990a) empreenderam estudos sobre *pay-performance* (incluindo dinheiro, opções de ações, entre outras métricas) e os incentivos dos executivos chefes. O estudo sugere que os incentivos gerados pela propriedade de ações são grandes em relação aos incentivos de pagamentos e demissão.

No entanto, o uso de ações como incentivo ao desempenho tem várias limitações. Primeiro, gestores e funcionários podem ter capacidade limitada de afetar o preço das ações da empresa. Na medida em que o preço das ações é menos controlável, também é um incentivo menos eficaz do desempenho. Segundo, o aumento da participação acionária por executivos pode aumentar o comportamento avesso ao risco. À medida que sua propriedade na empresa aumenta, a fortuna dos executivos se torna mais dependente do desempenho do preço das ações e pode ser altamente afetado por quedas no preço das ações. Dessa forma, os gestores podem procurar reduzir esse risco negativo, evitando projetos arriscados que podem ser desejáveis para os acionistas (porque oferecem o potencial de altos retornos), mas esses projetos podem acarretar grande queda nos preços das ações caso o executivo falhe (KAPLAN; ATKINSON, 1998). Terceiro, uma diluição dos acionistas é uma preocupação primordial para os acionistas existentes. Como os agentes recebem mais ações, as reivindicações dos acionistas existentes sobre o valor futuro da empresa e pagamentos de

dividendos podem diminuir porque a proporção das ações da empresa que eles possuem diminuem.

Lynch e Perry (2003) esclareceram que as opções de ações são o direito de comprar um número especificado de ações da empresa de acordo com um preço especificado (denominado preço de exercício) por um período especificado (chamado período da opção ou vida útil da opção). É documentado que as empresas normalmente concedem opções, onde o preço de exercício é fixo e o número de ações pode ser determinado na data da concessão. Ademais, o preço de exercício geralmente é igual ao preço de mercado de ações subjacentes na data da concessão, normalmente, permanece fixo durante a vida da opção, embora haja exceções. As opções de ações dos funcionários geralmente têm uma vida útil de 5 até 10 anos e um período de aquisição de vários anos antes do qual as opções de ações não podem ser realizadas. As opções de ações estão se tornando parte padrão dos pacotes de remuneração dos executivos e não executivos. Entretanto, estudos anteriores constataram que as empresas americanas tiveram um grande aumento do uso de opções de ações (MURPHY, 2013). Foi relatado que os cinco principais executivos não detêm a maioria das opções de ações. Cabe destacar, um estudo de grandes empresas durante o período 1994-1997 que concluiu que 75% das opções de compra de ações são concedidas a empregados que não são executivos das empresas (CORE; GUAY, 2001).

Lynch e Perry (2003) ressaltam as controvérsias que circundam a discussão sobre políticas de remuneração baseadas em opções de ações e sustentam que as opções de ações são um método de remuneração que não requer desembolso financeira por parte da empresa, além de que as opções de ações criam um incentivo para que os gerentes atuem no interesse da empresa no longo prazo, uma vez que o pagamento está vinculado à criação de valor futuro refletido no preço das ações. No entanto, as opções sofrem com a preocupação de que as flutuações dos preços das ações podem ser independentes do controle gerencial. Os autores destacam que isto é especialmente verdade quando as opções de ações são emitidas para funcionários em níveis mais baixos da organização, porque eles podem ter ainda menos capacidade do que os executivos de influenciar diretamente o preço das ações. As opções de ações oferecem o potencial de infusão de capital para a empresa desde que os funcionários paguem para exercerem as suas opções. Outra preocupação séria é o aumento da diluição do patrimônio dos acionistas. À medida que os funcionários possuem mais opções, as reivindicações dos acionistas existentes para o valor futuro da empresa e os pagamentos de

dividendos podem diminuir. As opções de ações também podem fornecer incentivos de retenção, uma vez que os titulares estão sujeitos a requisitos de período de carência e podem ser motivados a permanecerem na empresa por tempo suficiente para exercer suas opções

Foi registrado na literatura que os funcionários que detêm opções de ações não enfrentam o mesmo aumento na aversão ao risco como funcionários com posse de ações, uma vez que com opções de ações há risco negativo limitado associado ao declínio do preço das ações, mas aumento ilimitado potencial (KAPLAN; ATKINSON, 1998). Conforme o estudo de Armstrong e Vashishtha (2012) a sensibilidade da expectativa da volatilidade do retorno (veja) fornece aversão ao risco aos CEOs com incentivos para acrescentar mais risco sistemático às suas firmas do que riscos idiossincráticos. Os autores sustentam a argumentação baseados em evidências de que qualquer aumento no risco sistemático da empresa pode ser protegido por um chefe executivo, que pode negociar o portfólio de mercado. Os resultados sugerem que as opções de ações nem sempre incentivam os gerentes a buscarem projetos caracterizados principalmente por risco idiossincrático quando projetos com risco sistemático estão disponíveis como uma alternativa.

Baker, Collins e Reitenga (2003) alinhados com pesquisas anteriores sugerem que o uso de opções cria um incentivo para decréscimo temporário do preço da ação da empresa por meio de *accruals* discricionárias antes da data da concessão da opção, reduzindo assim o preço de exercício das opções, esse comportamento levanta problemas associados ao gerenciamento de resultados feito por executivos com objetivo de extração de renda dos acionistas. Os autores levantaram essa hipótese e encontraram evidências de que a remuneração relativamente alta das opções está associada à redução dos lucros nos períodos que antecedem as datas de concessão das opções. Conforme os autores, esses resultados são consistentes com as implicações gerais de pesquisas anteriores, ademais, essas evidências estão em conformidade com a hipótese do poder gerencial. Esse mecanismo de remuneração por opção cria incentivos oportunistas para os gerentes em relação ao tempo de lançamento de boas e más notícias no mercado.

Ainda, existem outras formas de remuneração com mecanismos baseados em ações, como no caso de opções não qualificadas, ações fantasmas, entre outras (LYNCH; PERRY, 2003).

Conforme Lynch e Perry (2003) a compensação diferida é um componente comum da estrutura de remuneração ligada à previdência, entretanto, não foi objetivo dos autores explorar as nuances sobre previdência e contabilização de previdência. A remuneração diferida refere-se a um arranjo em que o empregado ganha o direito à compensação, mas adia reconhecimento de renda por motivos tributários até receber a remuneração, geralmente após a aposentadoria.

Jensen e Murphy (1990b) destacaram que um pagamento melhor acarreta um maior nível de remuneração, e minimizam questões vinculadas ao excesso de remuneração, porém, ressaltam que o mais importante não é quanto os executivos ganham, mas como ganham. A literatura destaca como bastante problemático que na maioria das empresas de capital aberto os executivos foram remunerados independentemente do desempenho. Hartzel e Starks (2003) sustentaram que a sensibilidade da *pay-performance* é negativamente relacionada com o nível de remuneração dos executivos.

Outros estudos concentram-se em como os executivos são remunerados além de métricas monetárias. Jensen e Meckling (1976) já consideravam haver uma distinção entre incentivos monetários e não monetários. Deng e Gao (2013) examinaram de forma mais centrada os efeitos dos benefícios não monetários na remuneração dos executivos a partir da perspectiva do ambiente da vida na sede da empresa. O estudo encontrou evidências de que empresas em locais poluídos, com alta taxa de criminalidade pagam uma compensação maior para os executivos do que empresas com locais mais habitáveis.

2.4 Hipótese desenvolvida

A estrutura dos contratos de remuneração dos executivos exerce um importante papel no alinhamento de interesses entre gestores e investidores. Os contratos de remuneração dos executivos ajudam a monitorar e controlar o comportamento dos executivos, desse modo, os executivos sofrem influência da qualidade da informação contábil que é representada pelo conservadorismo contábil.

Esse estudo testa se a influência da complexidade dos contratos de remuneração dos CEOs estende-se à contabilidade conservadora. De forma mais específica, é investigado se o conservadorismo nos resultados relatados varia com a complexidade dos contratos de remuneração dos CEOs. Anteriormente foi construída a hipótese de que o conservadorismo contábil é afetado pelos contratos de remuneração dos executivos. Fundamentado em um

conjunto de estudos, neste trabalho foi construída uma hipótese de que o nível de conservadorismo contábil é afetado pelo nível de complexidade dos contratos de remuneração. A hipótese mencionada e aqui desenvolvida foi elaborada a partir de estudos anteriores que analisam a relação entre os contratos de remuneração dos executivos e sua complexidade com o conservadorismo contábil condicional.

O nível do conservadorismo contábil é influenciado pelos contratos de remuneração, além disso, a literatura relata que ele é demandado por componentes atrelados ao desempenho contábil. Ao passo que a literatura contábil também documentou que ao utilizarem contratos recheados de outras métricas não atreladas ao desempenho contábil, podem não requisitar o conservadorismo condicional da mesma forma. (AGGARWAL, 2008; LYNCH; PERRY, 2003; MURPHY; SANDINO, 2020; WATTS; 2003a; WEN, 2007).

A remuneração *equity-based* dos executivos podem encorajar os CEOs a incorporarem as boas notícias para agirem de forma oportunista com intuito de maximizarem os valores de sua própria remuneração, conforme achados de Kothari, Shu e Wysocki (2009). Há também uma relação entre a política de dividendos e a remuneração dos executivos Smith e Watts (1992; TIAN, 2005). Além disso, a remuneração de executivos baseada em opções de ações tem um pagamento assimétrico e podem induzir os gestores a tomarem mais riscos (WATTS, 2003a; DEFUSCO, JOHNSON, ZORN. 1990). Cabe, ainda, ressaltar que a remuneração do executivo focada em *equity-based* é um fator motivador de tomada de projetos mais arriscados por parte do executivo com a finalidade de aumentar a variação do preço das ações (JENSEN; MECKLING, 1976; WEN, 2007).

Nota-se que o crescente aumento do uso de remuneração com base em ações aumentou (MURPHY, 2013). Dentre os motivos pelos quais os acionistas tendem a recompensar os CEOs por meio de opções de ações estão os ruídos na performance baseada em *cash compensation*, assim como problemas de gerenciamento de resultados.

Diante da assimetria informacional entre os acionistas e executivos sobre oportunidades de investimentos (BRYAN; HWANG; LIEN, 2000), os gestores podem ter incentivos para enviarem informações que afetam a sua remuneração devido à assimetria informacional conforme explicação oferecida por Basu (1997), Jensen Meckling (1976) e Wen (2007). Assim, um contrato de remuneração eficiente pode ajudar a mitigar problemas de agências relacionados a assimetria informacional e oportunismo gerencial protegendo o valor dos

investidores, mas os contratos de remuneração podem ser acometidos pelo poder gerencial e gerarem problemas de agência (MURPHY, 2013). Diante desse contexto, o conservadorismo contábil é retratado como elemento capaz de contribuir com a eficiência contratual e reduzir o oportunismo gerencial e por isso informações contábeis conservadoras podem demandadas para compor os contratos de remuneração dos executivos (RUCH; TAYLOR, 2015). Visto que os incentivos da remuneração *equity-based* dos CEOs para monitorar a qualidade das informações contábeis são mais fracos do que aqueles que utilizam *cash-compensation* (RYAN, WIGGINS, 2001).

A partir da lições de WEN (2007), considera-se que as empresas com os pacotes de remuneração altamente focados em *equity-based* são inclinadas a reconhecerem boas notícias de forma mais agressiva. Desse modo, a remuneração baseada em ações é menos sensível que a remuneração baseada *cash compensation* e outras métricas para refletirem as más notícias. À luz do oportunismo gerencial, outro problema é que pode haver estímulo ao gerenciamento de resultados da empresa na presença de *cash compensation* derivada da intenção dos executivos em maximizarem a sua própria remuneração e os executivos podem querer maximizar os bônus conforme explicado pela hipótese da maximização dos bônus. A literatura já documentou que diante de problemas de oportunismo gerencial os executivos podem recorrer a práticas de gerenciamento de resultados para maximizarem a sua remuneração estimulados por contratos assimétricos, entretanto o conservadorismo pode servir como mecanismo mitigador desse gerenciamento e maximização dos bônus, contribuindo com um contrato mais eficiente.

Conyon et al (2000) destacaram a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos ao considerarem a existência de diferentes opções e as respectivas estruturas dos contratos de remuneração. A literatura acadêmica considera importância das métricas que fazem parte do desenho contratual, tais como, as baseadas em ações e opções, baseadas em lucro e as não baseadas em performance não apresentam os mesmos benefícios na atenuação de certos problemas de agência em comparação com as baseadas em lucro contábil conservador. Dessa forma, a literatura recomenda que o conservadorismo contábil pode ser mais utilizado em contratos que utilizam parte considerável da remuneração dos executivos baseada no desempenho contábil. Assim, o conservadorismo condicional pode ser menos utilizado diante da complexidade dos contratos de remuneração de executivos, representada pela pulverização de métricas na composição dos contratos de remuneração. (ABOODY;

KASZNIK, 2009; IWASAKI et al., 2018; LEONE, WU, ZIMMERMAN, 2006; LYNCH; PERRY, 2003; RUCH; TAYLOR, 2015; WATTS, 2003a).

Fundamentado nas considerações derivadas da literatura estudada é apresentada a seguinte hipótese:

H1- Quanto maior o índice da complexidade dos contratos, menor será o nível de conservadorismo condicional das informações contábeis divulgadas pelas empresas.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Seleção da amostra e coleta de dados

A população desta pesquisa é composta pelas empresas brasileiras ativas de capital aberto listadas no Brasil Bolsa Balcão – B3, no ano de 2019. A formação da amostra deste estudo ocorreu em função da disponibilidade dos dados necessários para a construção das variáveis imprescindíveis para esse estudo. O estudo limitou-se a analisar os dados sobre a remuneração dos executivos em um escopo temporal de 2011 até 2020 que correspondem aos exercícios de 2010 até 2019, o período começa com a vigência da Instrução CVM nº480 de 2009. Diante de problemas como a indisponibilidade de alguns dados e a não divulgação da remuneração do CEO optou-se por utilizar os dados sobre remuneração do quadro geral dos executivos estatutários disponibilizados. Já com relação às variáveis sobre o conservadorismo contábil, ficaram limitadas à disponibilidade dos dados pelo banco de dados Economatica®.

Por serem submetidas a normas contábeis específicas, foram subtraídas da amostra as empresas que fazem parte do setor financeiro. Também foram excluídas da amostra empresas que não apresentaram dados necessários para os cálculos das variáveis utilizadas no estudo. Na existência de duas classes de ações, foi utilizada a com maior liquidez. Outliers foram detectadas outliers pelo teste de Grubs. Poucas outliers extremas foram preteridas, após foi utilizada a técnica *winzorization* com a finalidade de limitar valores extremos e evitar perdas de dados.

Dessa forma, foram utilizados dados secundários sobre a remuneração dos executivos diretamente do site da Comissão De Valores Mobiliários (CVM) para obtenção das variáveis sobre complexidade. Para a coleta dos dados contábeis empregados no modelo de Basu (1997), utilizou-se o banco de dados Economatica®, inclusive para deflacionar os números contábeis com base no Índice Nacional De Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para as variáveis pertinentes. Após a aplicação no filtro foram utilizadas observações provenientes de 121 empresas para o modelo econométrico.

3.2 Modelos Empíricos

Para verificar empiricamente a hipótese de pesquisa foi necessário utilizar uma estratégia econométrica capaz de captar a relação entre a complexidade dos contratos de remuneração e o conservadorismo contábil condicional, para tanto foram utilizados modelos estatísticos que captam o nível de conservadorismo contábil e sua relação com as variáveis

estudadas. Primeiro, foi utilizado o modelo proposto por Basu (1997) para captar o nível de conservadorismo contábil condicional. A literatura sobre a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos (ALBUQUERQUE et al., 2022) sugere haver múltiplas formas de remuneração, sejam ações, bônus ou caixa que afetam a complexidade dos contratos de remuneração. Além da *proxy* de Murphy e Sandino (2020) que compreende o número de métricas utilizadas para a remuneração dos executivos medida pelo log natural do total de componentes, também foi utilizada uma *proxy* alternativa baseada no índice herfindahl-hirschman (BENNET et al., 2019). Terceiro, ao considerar diferentes relações entre o conservadorismo contábil e alguns tipos de remuneração, também foram feitos testes de forma semelhante ao modelo de Wen (20007) que adaptou o modelo de Basu (1997) para que fosse possível captar a relação do conservadorismo condicional com componentes da estrutura da remuneração, seja baseado em *cash*, bônus e ações. Quarto, também foi considerado que a relação entre o conservadorismo contábil e da complexidade pode variar a depender do nível de ambos, logo foram empregadas regressões quantílicas. Nesse caso, apresentam-se, a seguir, os modelos derivados do modelo clássico de Basu (1997):

Equação 1 – Modelo De Basu (1997):

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde i indexa a empresa. LPA_{it} é o resultado contábil do exercício (lucro/prejuízo) por ação da empresa i no ano t , P_{it-1} é o preço da ação da empresa i no ano $t-1$. R são os retornos (mensura as notícias), D_{it} é a variável *Dummy* igual a 1 quando $R < 0$ e igual a 0 em outras hipóteses, enquanto o ε_{it} corresponde aos resíduos. A variável $D_{it} R_{it}$ é a diferença entre o impacto dos retornos positivos e negativos. O conservadorismo contábil condicional implica que o coeficiente β_3 é positivo porque uma má notícia será reconhecida de forma mais tempestiva que a boa notícia. Se for significativo e positivo haverá evidências para não rejeitar que há um nível significativo de conservadorismo contábil, ou seja, reconhecimento oportuno dos retornos negativos na amostra estudada. O modelo de Basu (1997) capta se há efeito entre o conservadorismo contábil condicional e os contratos de remuneração dos executivos, como defendido na literatura (WATTS, 2003a; KHAN, WATTS, 2009). Entretanto para captar a relação entre conservadorismo contábil e os contratos de remuneração dos executivos foi preciso incorporar variáveis.

Equação 2 – Modelo de Basu (1997) adaptado para capturar a relação entre o conservadorismo contábil condicional e proxy da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos de Murphy e Sadino (2020).

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} R_{it} + \beta_4 \ln C_{it} + \beta_5 D_{it} R_{it} \ln C_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

O segundo modelo refere-se ao modelo de conservadorismo contábil adaptado nesse trabalho para verificar a relação entre o conservadorismo contábil condicional e a complexidade dos pacotes de remuneração dos executivos no aspecto de quantidade de métricas utilizadas no pacote de remuneração. O β_4 representa a complexidade dos pacotes de remuneração dos executivos, enquanto β_5 é o coeficiente que capta a relação entre o conservadorismo contábil condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos.

Para captar a relação estudada foram consideradas duas proxies. A primeira *proxy* publicada por Murphy e Sandino (2020) é calculada com base no logaritmo natural da soma dos componentes ($\ln C_{it}$) que integram os pacotes de remuneração dos executivos. Os números são extraídos dos respectivos formulários das empresas. O logaritmo natural de um número c , $c > 0$, é o logaritmo desse número a , na base e . Represento o log natural por \ln . Para fins desse estudo, c é o número que corresponde a soma dos componentes utilizados nos contratos de remuneração. Esse índice será utilizado como uma *proxy* da complexidade dos contratos de remuneração, pois capta a quantidade de métricas utilizadas no pacote de remuneração, de forma similar ao trabalho de Murphy e Sandino (2020).

3.3 Testes Adicionais

São aplicados testes adicionais complementarmente ao modelo de regressão do estudo. Foram consideradas as seguintes estratégias: Uso de outra *proxy* para complexidade dos contratos de remuneração dos executivos, utilização de modelo diferente de Khan Watts (2009) que é mais capta o conservadorismo contábil ao nível da firma, diferentemente de Basu (1997). adição de variáveis de controle.

A segunda *proxy* utilizada para complexidade dos contratos de remuneração é fundamentada no índice herfindahl-hirschman.e incorporada no modelo de Basu (1997). O

índice herfindahl-hirschman é contextualizado em pesquisas na área contábil sobre remuneração de executivos em trabalhos internacionais, por exemplo, Albuquerque (2013), Cardman, Carter e Peng (2021), Bennet et al. (2019) Albuquerque et al. (2022) e no Brasil, na área contábil foram feitos estudos por Silva, Machado e Silva (2019) que utilizaram o mesmo índice.

Equação 3- Modelo de conservadorismo contábil baseado em Basu (1997) com a incorporação do índice de complexidade baseado no índice *Herfindahl-Hirschman*.

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} R_{it} + \beta_4 CHH_{it} + \beta_5 D_{it} R_{it} CHH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

O modelo é similar ao modelo principal do estudo, entretanto valores mais significativos e positivos para β_5 indicam que uma menor complexidade dos contratos de remuneração aumenta o nível de conservadorismo contábil das empresas.

Equação 4 – Índice *Herfindahl-Hirschman* adaptado para remuneração de executivos semelhante a Albuquerque et al (2015) e Bennet et al. (2019).

$$CHH_{it} = \left(\frac{S_{it}}{TR_{it}}\right)^2 + \left(\frac{BDI_{it}}{TR_{it}}\right)^2 + \left(\frac{OF_{it}}{TR_{it}}\right)^2 + \left(\frac{B_{it}}{TR_{it}}\right)^2 + \left(\frac{PR_{it}}{TR_{it}}\right)^2 + \left(\frac{OV_{it}}{TR_{it}}\right)^2 + \left(\frac{BAO_{it}}{TR_{it}}\right)^2 \quad (4)$$

Semelhante ao cálculo do ExecuComp foi calculado um índice de Herfindahl com base na proporção do total da remuneração contabilizada por cada componente da remuneração. Altos valores para CHH_{it} indicam maior concentração ou menor complexidade nos contratos de compensação, já que os altos valores sugerem que um ou poucos componentes lideram o pagamento dos planos de remuneração dos executivos.

CHH_{it} é um índice utilizado como proxy da complexidade da remuneração dos executivos capturado ao contextualizar o índice *Herfindahl-Hirschman*.

TR_{it} é o total da remuneração dos executivos na empresa i no ano t .

S_{it} é a parcela da remuneração sob a forma de salário fixo dos executivos da empresa i no ano t .

BDI_{it} representa os benefícios diretos e indiretos dos executivos da empresa i no ano t .

OF_{it} são outras remunerações fixas dos executivos da empresa i no ano t .

B_{it} é a remuneração bônus correspondente aos executivos da empresa i no ano t .

PR_{it} é a parcela da remuneração dos executivos sob a forma de participação em resultados da empresa i no ano t .

OV_{it} são outras remunerações variáveis dos executivos da empresa i no ano t .

BAO_{it} é o componente de remuneração dos executivos baseada em ações e opções da empresa i no ano t .

Além dos modelos já apresentados, esse estudo ainda realizou testes adicionais com o modelo de Khan Watts (2009) para estimar com quais reflexos contábeis tanto as boas notícias quanto o conservadorismo contábil ao nível das empresas. Foram especificadas que ambas as oportunidades de reconhecimento de boas notícias (referenciados como G_SCORE) em cada ano e a velocidade incremental de reconhecimento de más notícias (referenciadas como C_SCORE) por ano são funções das características específicas das empresas e de cada ano. Foram utilizadas variáveis propostas pelo próprio autor em casos de estudos futuros. Beaver (1968) sustentou que o conteúdo informativo do lucro tem importância central e é objeto de controvérsias em questões acerca da mensuração desse componente das demonstrações. O modelo Khan Watts (2009) é explicado a partir da equação 5 até a 8:

Equação 5 - Modelo de Basu especificado em *cross-section* por Khan e Watts (2009)

$$X_{it} = \beta_1 + \beta_2 D_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 D_{it} R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde i indexa a empresa, X é lucro, R é retorno (medindo notícias), D é uma variável dummy igual a 1 quando $R < 0$ e igual a 0 caso contrário, e ε é o resíduo. A medida da pontualidade incremental para más notícias sobre boas notícias, ou conservadorismo, é o β_4 .

Equação 6 – G_SCORE :

$$G_SCORE = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 M/B_i + \mu_4 LEV_i \quad (6)$$

Equação 7 – C_SCORE :

$$C_SCORE = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 M/B_i + \lambda_4 LEV_i \quad (7)$$

Esse modelo, diferentemente do modelo de Basu (1997) e Wen (2009), possibilita a mensuração do conservadorismo individual ao nível da empresa com base em seu modelo geral, do qual são retirados os coeficientes e determinado a proxy do conservadorismo que é o C_Score com base no tamanho, market-to-book e alavancagem de cada empresa. Cabe, ainda,

ressaltar que tanto a equação 6 assim como a 7 não são regressões, mas equações utilizadas para substituições no modelo de Basu (1997) para resultar na regressão de Khan Watts (2009) que é descrita na equação 8.

Equação 8 – O modelo de Khan Watts (2009):

$$X_{it} = \beta_1 + \beta_2 D_i + R_i(\mu_1 + \mu_2 Size_i + \mu_3 M/B_i + \mu_4 LEV_i) + D_i R_i(\lambda_1 + \lambda_2 Size_i + \lambda_3 M/B_i + \lambda_4 LEV_i) + (\delta_1 Size_i + \delta_2 M/B_i + \delta_3 LEV_i + \delta_4 D_i Size_i + \delta_5 D_i M/B_i + \delta_6 D_i LEV_i) + \varepsilon_i \quad (8)$$

De acordo com a literatura revisada, os estimadores empíricos de μ e λ são constantes para as empresas, mas variam de acordo com o tempo, desde que sejam estimados por regressões em cortes transversais. Ressalta-se que as equações 6 e 7 não são regressões. Em vez disso, foram substituídas na equação 1 para obter a equação 8 com a finalidade da mensuração do conservadorismo contábil ao nível da firma e da unidade temporal. O C_SCORE é a mensuração da velocidade do conservadorismo, ou velocidade incremental de más notícias ao nível da empresa e ao nível do ano. O total da pontualidade das más notícias é a soma de ambos os escores e variam de acordo com os fatores contratuais, tamanho, oportunidade de crescimento e alavancagem, mais detalhes podem ser acompanhados conforme a explicação de Khan e Watts (2009).

A teoria sobre o conservadorismo contábil desenvolvida por Watts (2003a) sugere que o conservadorismo contábil varia conforme quatro fatores: contratos, litígio, taxaço e regulação. Khan Watts (2009) argumentaram que esses fatores variam conforme as oportunidades de investimentos e detalha o motivo de usar parcimoniosamente três variáveis para representar os quatro fatores, a variável *size* que é o log natural do valor de mercado do patrimônio líquido da empresa, a variável M/B é índice do valor de mercado dividido pelo valor contábil e o Lev é a alavancagem captada pelo passivo circulante mais o passivo não circulantes deflacionados pelo valor de mercado. Entretanto, Khan Watts (2009) ressaltam os problemas relacionados a oportunidades de investimentos ao haver menos contratos de remuneração baseados em números contábeis, além disso, a sugestão de estudos futuros com a utilização de do C_SCORE com outras variáveis que poderiam ser relevantes para estudo levaram a utilização da complexidade dos contratos de remuneração no presente estudo,

assim, o índice pode refletir um menor uso dos contratos de remuneração baseados em métricas contábeis.

Equação 9 – Teste adicional com C_SCORE e lnC.

$$C_SCORE_{it} = \beta_1 + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 M/B_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 lnC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Ao considerar a literatura teórica (WATTS 2003a, 2003b) e empírica Khan Watts (2009) foram feitos testes adicionais com modelo diferente do modelo de Basu (1997) também para testar a influência da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos na proxy do conservadorismo que é o C-SCORE.

Complementarmente, a literatura constatou que além do número de métricas utilizadas na composição dos pacotes de remuneração, o tipo de componente afeta a complexidade dos contratos de remuneração. Por exemplo, Kole (1997) já havia documentado que contratos baseados em ações e opções apresentam maior complexidade, além disso, a relação entre conservadorismo contábil é afetada pelo componente de remuneração, se mais baseada em números contábeis ou em se for mais baseada em *equity* estimulará correspondentemente um maior o nível de conservadorismo ou menor (WEN, 2007).

Ao considerar esse aspecto, optou-se por fazer testes com as fatias de componentes da remuneração, tais como a parte baseada em números contábeis, em ações e opções. A variável CASH é a compensação em dinheiro expressa como uma porcentagem da compensação total enquanto a variável EQUITY é a remuneração baseada em capital expresso como uma porcentagem do total compensação. BONUS é uma compensação de bônus baseada em lucros contábeis expressa como uma percentual de forma semelhante ao estudo de Wen (2007). Foram construídos modelos para captar a relação assimétrica entre ganhos e retornos e diferenças entre compensação em dinheiro e remuneração baseada em ações. Além da relação entre ganhos e retornos, incorporando a variável de bônus.

Equação 10 – Modelo semelhante ao de Wen (2007) para captar a relação entre conservadorismo condicional e remuneração baseada em *cash*:

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \alpha_2 R_{it} + \alpha_3 D_{it} R_{it} + \alpha_4 CASH_{it} + \alpha_5 D_{it} CASH_{it} + \alpha_6 R_{it} CASH_{it} + \alpha_7 D_{it} R_{it} CASH_{it} + \varepsilon \quad (10)$$

Equação 11 – Modelo semelhante ao de Wen (2007) para captar da relação entre ganhos e retornos, incorporando a variável de bônus:

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 D_{it} R_{it} + \beta_4 BONUS_{it} + \beta_5 D_{it} BONUS_{it} + \beta_6 R_{it} BONUS_{it} + \beta_7 D_{it} R_{it} BONUS_{it} + \varepsilon \quad (11)$$

Equação 12 - Modelo de Wen (2007) para captar a relação entre conservadorismo condicional e remuneração baseada em *equity*:

$$\frac{LPA_{it}}{P_{it-1}} = \lambda_0 + \lambda_1 D_{it} + \lambda_2 R_{it} + \lambda_3 D_{it} R_{it} + \lambda_4 EQUITY_{it} + \lambda_5 D_{it} EQUITY_{it} + \lambda_6 R_{it} EQUITY_{it} + \lambda_7 D_{it} R_{it} EQUITY_{it} + \varepsilon \quad (12)$$

Onde:

LPA_{it} são os lucros por ação.

P_{it-1} são o preço das ações do início do ano.

R_{it} é o retorno das ações da empresa i calculado do período fiscal $t-1$ até o final do ano fiscal t , o preço no final do ano fiscal t menos o preço no final do ano fiscal $t-1$ dividido pelo preço final do ano fiscal $t-1$

D_{it} é uma variável dummy que é igual a 1 no caso de más notícias (retornos de ações negativos) e 0 para outras situação;

$CASH_{it}$ é a remuneração em dinheiro dos executivos. Ressalta-se que não há dados específicos da remuneração dos CEOs. O numerador foi considerado o salário, bônus e participação nos resultados contábeis dos executivos extraídos do formulário de referência que foi dividida pela remuneração total dos executivos composta pelo salário, bônus, valor total das ações e opções, além de todos os outros componentes, sejam de curto ou longo prazo.

$EQUITY_{it}$ é a remuneração baseada em ações e opções dos executivos. O numerador é referente ao total da remuneração dos executivos baseada em ações e opções extraído do formulário de referência dividido pela remuneração total dos executivos composta pelo salário, bônus anual, valor total das ações e opções e todos os outros totais;

$BONUS_{it}$ é o valor em reais do bônus (em dinheiro e não em dinheiro) que foi considerada apenas a métrica bônus no formulário de referência, nesse caso, pelos executivos durante o ano fiscal pela remuneração em dinheiro do CEO composta por salário e bônus com adição das outras métricas que formam o total.

Diferentes componentes de remuneração assumem diferentes papéis. Essa dissertação tem como propósito examinar a relação entre o conservadorismo contábil a complexidade dos contratos de remuneração. Pode ser importante saber como os componentes de remuneração afetam o nível de conservadorismo contábil. Esse estudo verifica como os vários componentes dos pacotes de remuneração dos executivos afetam o conservadorismo contábil.

Wen (2007) sustentou que a remuneração dos executivos varia conforme os lucros são auferidos pela empresa porque a remuneração em dinheiro baseada nos lucros ou *earnings-based cash* é um dos elementos fundamentais nos contratos de remuneração. A verificabilidade assimétrica dos lucros e prejuízos econômicos exige diferentes propriedades dos números contábeis. Informações difíceis de verificar como os lucros contábeis não verificados podem levar a lucros mais baixos que são a base da remuneração dos executivos. Assim, a remuneração baseada em *cash* reflete as más notícias mais rapidamente que *equity-based*, em outras palavras, a parte da remuneração baseada em métricas contábeis reflete más notícias mais rapidamente que as baseadas em métricas de mercado (WEN, 2007). Ademais, Dechow et al. (1996) argumentaram que empresas com restrições financeiras tendem a usar remuneração baseada em *equity* para substituir a remuneração baseada em *cash*.

O conservadorismo contábil irá reconhecer de forma assimétrica lucros ainda não realizados. O termo de interação da *proxy* entre o conservadorismo com diferentes componentes da remuneração dos executivos nos modelos respectivo às equações 5, 6 e 7 podem ser usados para examinar a relação entre o conservadorismo contábil e a complexidade da remuneração dos executivos. Espera-se que o coeficiente α_5 seja significativo e positivo na equação cinco, e os coeficientes β_5 e λ_5 sejam significativos e negativos na sexta e na sétima equação. Os coeficientes de R_{it} são previstos para serem positivas em ambas as equações. Não há previsão para D_{it} . A interação entre a variável dummy e retornos das ações ($D_{it}R_{it}$) reflete a pontualidade incremental das más notícias. Logo, sob o conservadorismo contábil os resultados contábeis refletirão as más notícias mais rapidamente que as boas notícias. Daí, o

coeficiente de $D_{it}R_{it}$ deve ser positivo: Isso significa que as más notícias são refletidas de forma mais rápida que as boas notícias.

Wen (2007) sustentou que empresas com lucros robustos tendem a usar uma maior fatia da remuneração baseada em *cash*. Assim, a variável $CASH_{it}$ tem uma correlação com o lucro líquido, o que indica que a expansão dos lucros tem correlação com a remuneração baseada em dinheiro. Logo, o coeficiente de $BONUS_{it}$, assim como o coeficiente de $CASH_{it}$ tem o mesmo sinal porque é a remuneração baseada em bônus deriva da performance contábil. Entretanto, em comparação com a remuneração dos executivos baseada em dinheiro (*cash*), a remuneração dos executivos baseada em ações não é tão correlacionada com os lucros contábeis, pois, conforme a sua definição é mais provável de estar atrelada ao desempenho baseado no mercado. Assim, o coeficiente de $EQUITY_{it}$ deve ser significativo e negativo em oposição ao coeficiente $CASH_{it}$. Com a finalidade de controlar fatores relacionados ao tamanho, foram utilizadas as variáveis $CASH_{it}$, $EQUITY_{it}$ como percentuais da remuneração total e a variável $BONUS_{it}$ como percentual da remuneração baseada em caixa.

Estudos recentes sugerem que não foi encontrado nível de conservadorismo contábil condicional em nível significativo no contexto de amostras do mercado de ações do Brasil (ALVES; MARTINEZ, 2014; COELHO; LIMA, 2007; GOMES, 2018; SANTOS; SAMPAIO; FREITAS 2011; SANTANA JÚNIOR, 2020). Entretanto, essa relação não foi testada. Ao analisar quantis diferentes, com outras técnicas mais recentes e específicas como a regressão quantílica que pode ser usada para analisar variáveis assimétricas, com distribuição não normal, além de heterocedasticidade dos resíduos (SILVA, 2021). Também foi utilizado o estimador Driscoll-Kraay por ser considerado robusto a heterocedasticidade e autocorrelação entre os resíduos, problemas recorrentes em estudos na área de finanças, economia e regionais (DRISCOLL. KRAAY, 1998). Ao visitar a literatura, embora existam estudos sobre conservadorismo e contratos de remuneração, não foi investigada a relação entre conservadorismo contábil e o efeito da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos (WEN, 2007; WATTS 2003a, 2003b; RUCH; TAYLOR, 2015).

Outrossim, pesquisas constataram o uso de informações privilegiadas por parte de executivos que negociam ações (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2014), outros estudos apontaram falhas na legislação e possibilidade do uso de *insider trade* no período de 2002 até 2016 diante da instrução CVM nº 358 de 2002 (CHARÃO, RIBEIRO, 2019). Entretanto,

estudos recentes detectaram mudanças de jurisprudências da CVM, penalização de casos, surgimento do código de melhores práticas de 2017 (ZARDINO; GALDI, 2020; BOTTINO; GUERRA, 2019; EMOINGT; SZUSTER, 2019) e da lei 13506 de 2017 como importantes fatores. Assim, optou-se por incluir a DL que é uma variável dummy de controle para a legislação do período de 2017 e mudança de jurisprudência no modelo que analisa a relação entre conservadorismo contábil e remuneração baseada em ações e opções.

4. Resultados: Análise e Discussão

Esse capítulo evidencia os resultados alcançados nessa investigação empírica. Apresenta as estatísticas descritivas e análises dos dados. Expõe os resultados dos testes de hipótese, assim como testes de robustez com modelos alternativos, proxies alternativas e adição de outras variáveis para controle.

4.1 Estatísticas Descritivas

Inicialmente, foram identificadas as empresas negociadas no Brasil Bolsa Balcão (B3) em 2019. Em seguida, foram excluídas as empresas do setor financeiro, pois estas estão sujeitas a normas contábeis específicas. Assim como descartadas as empresas que não possuíam dados na base de dados Economatica®, para obtenção das variáveis pertinentes ao modelo de Basu (1997). Depois, foram selecionadas somente as empresas que apresentaram dados necessários sobre a remuneração dos executivos, seja baseada em dinheiro, ações ou bônus, pois esses dados são essenciais para obtenção das variáveis independentes. Logo, foram excluídas as observações por empresa quando houve ausência de dados ou erros que inviabilizassem o cálculo das variáveis. Depois de excluídas as empresas que não atenderam aos critérios de seleção, o plano amostral contou com 121 empresas e 1210 observações distribuídas durante os exercícios de 2010 até 2019.

A tabela 1- Resumo da descrição da amostra

Tratamento inicial da amostra	
Observações brutas	8960
Não mais listadas	4350
Dados ausentes e células vazias	3140
Número de observações válidas	1210

Fonte: Elaborado pelo autor.

A tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis consideradas para a especificação do modelo econométrico do teste das hipóteses e dos testes adicionais.

Tabela 2 – Estatísticas Descritivas das Variáveis

Estatísticas	Variáveis					
	R	LNCOMPLEX	CASH	BONUS	EQUITY	CHH
Média	-1,96074	1,213032	0,7740533	0,184784	0,088297	0,4938933
Mediana	0,125846	1,386294	0,7991661	0,166361	0	0,4408007
Desvio Padrão	23,21377	0,4689059	0,1905114	0,191367	0,157432	0,2142289
Máximo	204,2046	1,94591	1	1	0,998004	1
Mínimo	-426,32	0	0,001996	0	0	0,0431015
Percentil 25	-3,56374	1,098612	0,6535116	0	0	0,3401349
Percentil 50	0,125846	1,386294	0,7991661	0,166361	0	0,4408007
Percentil 75	3,506815	1,609438	0,9447139	0,32347	0,139119	0,5653347

Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se, ao analisar as medidas de tendência central dos dados, que as empresas da amostra tiveram um retorno médio negativos das ações (-1,96) e mediana de aproximadamente 0,12, o *Incomplex* média de aproximadamente 1,21 e mediana de 1,39. Enquanto a média da remuneração baseada em *Cash* de aproximadamente 0,77 e mediana de 0,79. A variável *Bonus* possui uma média aproximada de 0,18 e mediana de 0,17. *Equity* respectivamente de 0,08 e mediana 0. A complexidade baseada no índice herfindahl-hirschman apresentou média de 0,49 e mediana de 0,44.

Ao analisar a dispersão, o desvio padrão de 23,21 do retorno, mínimo de -426,32 e máximo de 204,20. Outras informações pertinentes podem ser os percentis dos componentes de remuneração: *CASH*, *BONUS* e *EQUITY*.

Tanto a diferença da média e mediana do retorno e outras variáveis, assim como a variação, podem ser reflexo de diferentes tamanhos, sejam *blue chips*, *small caps* ou *microcaps*. Diferentes setores e outras características de certas empresas que podem destoar das demais. Tanto a distribuição, como a variância e opção de estudo baseado na média ou mediana foram consideradas para escolha da metodologia e técnica estatística mais pertinentes.

A distribuição normal dos resíduos foi rejeitada ao nível de 5% conforme teste de Jarque-Bera e Shapiro-Wilk.

A tabela 3 apresenta o teste de correlação de Pearson:

Tabela 3: Coeficientes de correlação

	Y	R	DR	RDR	LNCOMPLEX	CASH	BONUS	EQUITY
Y	1,0000							
R	-0,0918	1,0000						
D	0,0100	-0,3654	1,0000					
DR	-0,0096	0,9205	-0,2622	1,0000				
LNCOMPLEX	0,1468	0,0573	-0,0751	0,0529	1,0000			
CASH	-0,0783	-0,0662	0,0753	-0,0693	-0,5304	1,0000		
BONUS	0,0958	0,0093	-0,0698	-0,0038	0,3347	0,0948	1,0000	
EQUITY	0,0571	0,0244	-0,0336	0,0320	0,2604	-0,6791	-0,0504	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Por um lado, percebe-se um nível alto de correlação entre a variável R e DR, talvez pelo fato da segunda ser uma interação com a primeira e a D o que poderia levantar dúvidas sobre a ausência da multicolinearidade. Entretanto, o coeficiente de correlação de Pearson requer que os escores computados em diferentes subamostras sejam semelhantes, ou seja, dados homocedásticos. Além disso, o coeficiente de Pearson é sensível a *outliers* (ANDRADE, TIRYAKI, 2017). Foi testada a hipótese de homoscedasticidade dos resíduos e a foi rejeitada ao nível de 5% pelo teste Breusch-Pagan-Godfrey.

Diante de algumas limitações do coeficiente de Pearson, foi utilizado o teste de inflação de variância (FIV), também conhecido como *variance inflation fator* (VIF) para avaliar a multicolinearidade no modelo de Basu (1997). Esse teste fornece e detecta multicolinearidade de ordem mais elevada diferentemente do teste de correlação.

O teste VIF apresentou 4,32 para a variável R, 1,1 para a D e 4,14 para a DR, portanto não apresentou indicação de problema potencial de multicolinearidade se fossemos considerar um VIF de 10, 9 ou 8 conforme o entendimento da literatura (ANDRADE, TIRYAKI, 2017) para os dados das variáveis do modelo de Basu (1997). Desse modo, há indicativos que o coeficiente de Pearson entre a variável R e RDR pode ter sido afetada por algum *outlier* ou heterocedasticidade, ademais a exclusão de algumas das variáveis principais poderia prejudicar a correta especificação do modelo (ANDRADE, TIRYAKI, 2017; GUJARATI, 2006).

4.2 Análise Dos Resultados

Para analisar a relação entre o conservadorismo contábil condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos foram estimadas regressões quantílicas, já que a hipótese de distribuição normal dos resíduos foi rejeitada ao considerar significância de 0,05 pelo teste de Jarque-Bera, assim como Shapiro-Wilk, o que poderia também prejudicar a inferência de alguns testes sensíveis a esse pressuposto. Decidiu-se não relaxar a hipótese da normalidade com base na lei dos grandes números e teorema central do limite. A estatística de Durbin-Watson encontrada pode prejudicar a ausência de autocorrelação entre os resíduos, também não foi detectado multicolinearidade perfeita ou quase perfeita no modelo clássico e no modelo adaptado encontrou-se uma variável com 0,9, valores acima desses poderiam acarretar multicolinearidade, entretanto, ao retirar alguma variável poderia incorrer em viés de especificação (GUJARATI, 2006). A hipótese de variância constante foi rejeitada conforme teste de Breusch-Pagan-Godfrey e White.

Dessa forma, o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) poderia não ser o melhor preditor linear não viesado e foi considerado o uso de outras técnicas (ANDRADE, TIRYAKI, 2017; GUJARATI, 2006). Foi utilizado o estimador Driscoll-Kraay por ser considerado robusto a heterocedasticidade e autocorrelação entre os resíduos e dependência de corte transversal. Problemas recorrentes em estudos na área de finanças, economia e regionais (DRISCOLL; KRAAY, 1998). A literatura documenta que pode ser adequado o uso de regressões quantílicas diante de descumprimento de premissas dos métodos dos mínimos quadrados ordinários, tendo em vista que a regressão quantílica também pode ser adequada ao tratar de problemas de assimetria e heterocedasticidade (SILVA, 2021). Dentre alguns pontos sobre a regressão quantílicas é que é robusta a outliers e pode ser usado quando a distribuição não é gaussiana (KOENKER; BASSET, 1978). Esse tipo de regressão foi utilizado de forma complementar, além disso, pode-se obter um mapeamento mais completo da relação entre o conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração, pois se consegue investigar ao utilizar a mediana e a possibilidade de investigar quantis diferentes, em vez de se ter somente uma reta de regressão para o caso da média (SILVA; JÚNIOR, 2006).

Foi utilizado o modelo de Basu (1997) para verificar o nível de conservadorismo condicional da amostra, assim como foram empregados modelos utilizados em outros estudos

e nesse estudo (WEN, 2007; KHAN; WATTS, 2009) com a finalidade de verificação da hipótese levantada e na realização de testes adicionais.

A tabela 4 apresenta os resultados de regressão via estimador Driscoll-Kraay obre a relação do conservadorismo contábil e uma proxy para a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos com técnica de winzORIZATION na variável dependente.

Tabela 4 – Resultados das Regressões com estimador Driscoll-Kraay sobre a relação entre conservadorismo condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos

Variáveis	Coefficientes	P-valor
$D_{it} \beta 1$	-0,042	0,005
$R_{it} \beta 2$	0,002	0,249
$D_{it}R_{it} \beta 3$	-0,005	0,002
$LnC_{it} \beta 4$	0,034	0,001
$D_{it}R_{it}LnC_{it} \beta 5$	0,001	0,001
Prob>F		0,000
Within R ²		0,1159
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de pesquisa. *** representa significância estatística ao nível de 1%. ** representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. LPA_{it} : Lucro por ação. P_{it-1} : o preço da ação no início do período. D_{it} : Variável *Dummy* que assume o valor de 1 quando $R_{it} < 0$ e 0 para demais situações. R_{it} : é o retorno da ação da empresa i no ano t . $D_{it}R_{it}$: É multiplicação entre a variável *dummy* e de retorno. LnC_{it} : A variável do log natural do número de métricas dos pacotes de remuneração. $D_{it}R_{it}LnC_{it}$ é a variável resultado da relação entre o nível de conservadorismo condicional e a complexidade. Foram utilizadas variáveis de setor e ano de apenas para fins de controle, mas os resultados não foram reportados.

Ocorreu sinal negativo e significativo no $\beta 1$, a magnitude do sinal também evidencia a defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias absorvidas pelo preço das ações assim como previsto na literatura. O coeficiente $\beta 2$ indicaria que a informação contábil é transmitida em tempo hábil para a qual apresentou sinal positivo como esperado, entretanto não foi significativa.

O coeficiente $\beta 3$ mede a pontualidade incremental dos ganhos em relação aos retornos negativos (más notícias). Representa o nível de conservadorismo contábil condicional para o qual é esperado sinal positivo e significativo, o coeficiente foi significado, mas é diferente do esperado pela literatura.

A variável de interesse $D_{it}R_{it}LnC_{it}$ é utilizada para capturar a relação entre o conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. O $\beta 5$ mensura o impacto da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos no nível

de conservadorismo contábil condicional. Paralelamente, valores mais significativos e negativos para β_5 indicariam que a complexidade dos contratos de remuneração reduziria o nível de conservadorismo contábil condicional dos lucros por ação. Entretanto, percebeu-se um nível significativo estatisticamente do β_5 e sinal positivo na regressão com estimador Driscoll-Kraay que utilizou controles para setores e anos. Ao considerar a direção do sinal, o nível de complexidade dos contratos tem uma relação positiva com o nível de conservadorismo contábil o que rejeita a hipótese nula e não confirma a hipótese de estudo. Os achados empíricos indicam que há uma relação positiva entre o nível de conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos o que pode ser concebido pela literatura também diante de peculiaridades e desenvolvimento de mercados emergentes que podem estar ligados a fatores institucionais. Além disso, os contratos de remuneração são uma das fontes do conservadorismo contábil em certas circunstâncias (Watts 2003a). Considera-se que esse fenômeno pode ser entendido ao constatar a predominância de poucas métricas no ambiente do Brasil, também pode ser relevante estudar esse comportamento com outras proxies para conservadorismo contábil e complexidade dos contratos e complementarmente ao nível dos quantis, assim como dos tipos de componentes de remuneração, por exemplo, boa parte dos contratos de remuneração no Brasil é baseada em números contábeis, simultaneamente, nos contratos de remuneração mais baseados em números contábeis deveria haver uma exigência por um nível de conservadorismo contábil mais alto (GOMES, 2018; IWASAKI et al., 2018).

Esses resultados convergem com a literatura de que existe uma relação entre o conservadorismo contábil e os contratos de remuneração dos executivos. O conservadorismo apresenta-se na literatura teórica como condutor de eficiência contratual e evita problemas de agência relacionados ao oportunismo gerencial seja por excesso de remuneração ou outros problemas de agência. Diante do conservadorismo contábil os executivos tendem a investir em projetos que irão gerar fluxos de caixas positivos, bem como evitar problemas de agência, tais como excesso de remuneração baseado em lucros contábeis não conservadores, outra proteção para os investidores é evitar a diluição patrimonial e a redução dos dividendos recebidos ao evitar projetos com fluxos de caixa menos verificáveis e excesso de remuneração baseado em ações, por outro lado, parte da literatura defende que o bloco baseado em ações e opções também podem ser instrumento de alinhamento de interesses entre executivos e acionistas, assim como bônus. Dessa forma, parte relevante da literatura revisada defende o

uso de contratos equilibrados e não uma pulverização e ofuscamento ao ponto de dificultar o monitoramento dos executivos. Outrossim, ao utilizar métricas contábeis nos contratos de remuneração dos executivos elas precisam ser conservadoras se houver objetivo de evitar oportunismo gerencial e promover contratos mais eficientes.

4.3 Testes Adicionais

Com a finalidade de testar a robustez dos resultados evidenciados também foram feitos testes adicionais ao adicionar regressões e outras proxies para complexidade dos contratos de remuneração dos executivos baseada no índice Herfindahl-Hirschman. Foi utilizado outro modelo de regressão baseado na proxy de conservadorismo condicional de Khan Watts (2009) e a *proxy* para capturar a relação entre o conservadorismo contábil condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. Também foi utilizado estimador da regressão quantílica em teste adicional. Além disso, foi analisado o comportamento do nível de conservadorismo contábil associado a cada grande bloco de remuneração, seja *cash*, *bonus* e *equity*. Por último, foi inserida uma variável de controle para a legislação e jurisprudência sobre *insider trade* vigente na época no modelo sobre a relação entre conservadorismo contábil e remuneração baseada em ações.

A tabela 5 diz respeito ao teste de robustez com variável alternativa da complexidade dos contratos e comparação dos resultados com o modelo principal.

Tabela 5 – Resultados das regressões com estimador Driscoll-Kraay para testar a relação entre o conservadorismo condicional e a proxy da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos derivada do índice Herfindahl-Hirschman

Variáveis	Coefficientes	P-valor
D_{it} β_1	-0,043	0,004
R_{it} β_2	0,002	0,246
$D_{it}R_{it}$ β_3	-0,002	0,230
CHH_{it} β_4	-0,092	0,003
$D_{it}R_{it}CHH_{it}$ β_5	-0,005	0,000
Prob>F		0,000
Within R ²		0,120
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de pesquisa. *** representa significância estatística ao nível de 1%. ** representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. LPA_{it} : Lucro por ação. P_{it-1} : o preço da ação no início do período. D_{it} : Variável *Dummy* que assume o valor de 1 quando $R_{it} < 0$ e 0 para demais situações. R_{it} : é o retorno da ação da empresa i no ano t . $D_{it}R_{it}$: É multiplicação entre a variável dummy e de retorno. CHH_{it} : É uma métrica para a complexidade dos contratos de remuneração que capta a concentração ou dispersão de métricas baseado no índice herfindahl-hirschman. $D_{it}R_{it}CHH_{it}$: Variável resultou da complexidade dos contratos baseado no índice herfindahl-hirschman e conservadorismo contábil condicional. A variável dependente sofreu winzORIZATION. Também foram inseridas variáveis adicionais de controle por setor e ano.

O β_1 foi significativo estatisticamente como previsto pela literatura. O β_2 não foi significativo. O β_3 além de apresentar baixo coeficiente não foi significativo. O coeficiente β_4 foi significativo estatisticamente. O coeficiente β_5 significativo o sinal negativo sugere que em média o nível de complexidade aumentou o nível de conservadorismo contábil ao levar em consideração a natureza dessa *proxy* para complexidade. Tendo em vista que quanto maior o índice de complexidade baseado no índice de concentração herfindahl-hirschman, menos métricas são utilizadas e a variável é mais próxima de 1, logo menos complexa. Faz sentido, de acordo com as constatações anteriores com a outra *proxy* para complexidade. Isso pode ocorrer diante da média de métricas usadas. Assim como da combinação de componentes na remuneração. O sinal confirma os achados empíricos derivados do modelo principal. Corroboram que há uma relação entre o nível de conservadorismo contábil e complexidade dos contratos de remuneração dos executivos.

A tabela 6 refere-se a um teste adicional com regressão que utilizou como variável dependente o C-SCORE. Essa *proxy* do conservadorismo contábil é derivada do modelo Khan Watts (2009) e foi testado se a complexidade dos contratos afeta o nível de conservadorismo contábil.

Tabela 6 – Regressão Driscoll-Kraay adicional com variável dependente C-SCORE derivada do modelo de Khan Watts (2007) que representa o nível de conservadorismo contábil condicional para testar se é afetada pela *proxy* da complexidade de remuneração utilizada por Morphy e Sandino (2020)

Variáveis	Coefficientes	P-valor
$Size_{it}$ β_1	-0,056	0,000
Lev_{it} β_2	0,001	0,009
M/B_{it} β_3	0,001	0,000
lnC_{it} β_4	0,003	0,078
Prob>F		0,000
Within R ²		0,678
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de pesquisa. *** representa significância estatística ao nível de 1%. ** representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. $Size_{it}$: Representa o tamanho da empresa i no ano t . Lev_{it} : Representa a alavancagem da empresa i no ano t . lnC_{it} : Esta *proxy* que representa a complexidade dos contratos de remuneração é baseada no log natural do número de métricas dos pacotes de remuneração. Foram inseridas variáveis de controle por setor e ano para fins econométricos. Foi aplicada winzORIZATION na variável dependente.

Foram empregadas variáveis que a literatura utiliza para formar o C-SCORE e adição da variável para testar a relação entre a complexidade dos contratos de remuneração e o conservadorismo contábil que pode ser analisado pelo β_4 . Os coeficiente das três variáveis utilizadas por Khan Watts (2009) foram significativas ao nível de 1%. A partir do β_1 pode ser entendido que o tamanho da empresa afeta o nível de conservadorismo condicional exigido, de forma que o mercado exige maior nível de conservadorismo para empresas menores, enquanto exige menos conservadorismo quanto maior for a empresa, isso pode ocorrer devido a outros meios que auxiliam empresas maiores na redução de assimetria informacional e na resolução de outros tipos problemas de agência. O β_2 positivo e significativo sinaliza que o nível de conservadorismo contábil é afetado positivamente pela alavancagem da empresa. O β_3 positivo e significativo também sinaliza como esperado que as oportunidades de investimento estão relacionadas aos custos de agência e o conservadorismo contábil é um mecanismo eficiente de governança para reduzir custos de agência. O β_4 apresentou sinal negativo e significativo apenas ao de nível 0,1 o que também evidencia que há uma relação entre a complexidade dos contratos de remuneração com o conservadorismo contábil. O alto R² pode ser explicado devido a utilização de variáveis que formam a variável dependente conforme investigação empírica de Khan Watts (2009) e explicação teórica de Watts (2003a, 2003b).

Cabe, ainda, ressaltar que esse comportamento que ocorre em média pode ter diferentes magnitudes e comportamentos ao analisar percentis de maior e menor complexidade. Essa

exploração pode ser feita de forma mais detalhada nas regressões quantílicas, entretanto como não é objeto principal desse estudo, não ocupou o centro das análises.

A tabela 7 apresenta os resultados de regressões quantílicas sobre a relação do conservadorismo contábil e uma proxy para a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos.

Tabela 7 – Resultados da Regressão quantílica sobre a relação entre conservadorismo condicional e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos:

Variáveis	Coeficientes	P-valor
D_{it} β_1	-0,037	0,000
R_{it} β_2	0,001	0,055
$D_{it}R_{it}$ β_3	0,001	0,004
LnC_{it} β_4	0,035	0,000
$D_{it}R_{it}LnC_{it}$ β_5	-0,001	0,000
Quantil		0,50
Pseudo R ²		0,054
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de pesquisa. *** representa significância estatística ao nível de 1%. ** representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. LPA_{it} : Lucro por ação. P_{it-1} : o preço da ação no início do período. D_{it} : Variável *Dummy* que assume o valor de 1 quando $R_{it} < 0$ e 0 para demais situações. R_{it} : é o retorno da ação da empresa i no ano t . $D_{it}R_{it}$: É multiplicação entre a variável dummy e de retorno. LnC_{it} : A variável do log natural do número de métricas dos pacotes de remuneração. $D_{it}R_{it}LnC_{it}$ é a variável resultado da relação entre o nível de conservadorismo condicional e a complexidade. Foi feita *winzorization* a 5% na variável dependente. Foram utilizadas variáveis de setor e ano de apenas para fins de controle, mas os resultados não foram reportados.

Ocorreu sinal negativo e significativo no β_1 na mediana, além disso a magnitude do sinal também evidencia a defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias absorvidas pelo preço das ações assim como previsto na literatura. O coeficiente β_2 indica que a informação contábil é transmitida em tempo hábil para a qual esperava-se sinal positivo, como ocorrido. É significativo na mediana apenas se considerar um nível de significância de 0,1.

O β_3 representa o nível de conservadorismo contábil condicional, para o qual era esperado e foi constatado sinal positivo e significativo. A magnitude do conservadorismo contábil foi significativa mesmo ao nível de 1% com o valor de 0,0013688. No ambiente de mercado brasileiro, foram encontrados valores até menores para os coeficientes e não significativos (BRITO; MARTINS, 2013). Mesmo sendo significativo, os valores são pequenos comparado a mercados mais desenvolvidos, por exemplo, o coeficiente em torno de 0,2 (BASU, 1997). A interpretação em face dos resultados é de que, no ambiente institucional

brasileiro, há baixa demanda por qualidade da informação contábil e isso restringe os benefícios gerados pelo conservadorismo contábil. O β_4 apresentou-se positivo e com significância ao nível de 0,01.

A variável de interesse $D_{it}R_{it}lnC_{it}$ é uma das proxies utilizadas para capturar a relação entre o conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. O β_5 mensura o impacto da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos no nível de conservadorismo contábil condicional. Valores mais significativos e negativos para β_5 indicariam que a complexidade dos contratos de remuneração reduz o nível de conservadorismo contábil condicional dos lucros por ação. Percebeu-se um nível significativo estatisticamente do β_5 e sinal negativo no quantil da mediana. Cabe, ainda ressaltar que ao analisar alguns quantis não reportados, por exemplo, no quantil 0,1 foram encontradas evidências empíricas estatisticamente significativas com uma relação positiva com coeficiente de 0,001 já em outros quantis como 0,75 foi encontrada significância estatística com um coeficiente de -0,002. Isso pode indicar que em acordo com quantil analisado nos lucros por ação por haver diferentes níveis de relação entre o conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração.

O pseudo R^2 apresenta valores em torno de 5% e não há uma comparabilidade com R^2 tratando-os como iguais. É preciso fazer comentários sobre pesquisas anteriores e considerar a literatura matemática e estatística sobre o R^2 . Foram observados os R^2 de Basu (1997) e de alguns estudos que utilizaram o modelo de Khan e Watts (2009), além de modelos adaptados. No estudo pioneiro de Basu (1997) sobre conservadorismo contábil, em uma nota do texto foi mencionado que em alguns testes não evidenciados ocorreram valores de R^2 ajustados em torno de 1%, apesar de ser evidenciado valores de cerca de 10% em outras regressões. Estudos em ambiente brasileiro apresentaram um R^2 ajustado pequeno (COELHO; LIMA, 2007; SANTOS et al, 2011). Cabe, ainda, ressaltar que modelos modificados que adicionaram variáveis explicativas ocorreu um R^2 maior (COELHO, LIMA, 2007; SILVA et al, 2019). Basu (1997) também justificou baixos R^2 ao considerar que mesmo com as medidas para redução de outliers, eles podem influenciar os coeficientes para cima e reduzirem o R^2 .

Além do mais, as diferenças que podem ocorrer entre os quantis podem ser relevantes, assim como as diferentes variâncias podem afetar técnicas baseadas na médias, diante das diferenças existentes entre as empresas, um dos motivos que contribuiram para a utilização de

regressões quantílicas. Conforme Basu (2009) a utilização de regressões quantílicas podem trazer resultados mais interessantes que outros modelos. Talvez o uso dessa técnica na amostra permitiu encontrar evidências empíricas significativas estatisticamente em alguns quantis sobre o nível de conservadorismo contábil o que é um achado diferente de alguns estudos realizados em ambiente brasileiro que utilizam técnicas estatísticas.

A tabela 8 apresenta os resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em dinheiro.

Tabela 8 - Resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em dinheiro

Variáveis	Coeficientes	P-valor
$D_{it} \alpha_1$	-0,028	0,327
$R_{it} \alpha_2$	-0,008	0,005
$D_{it}R_{it} \alpha_3$	0,010	0,003
$CASH_{it} \alpha_4$	-0,028	0,363
$D_{it}CASH_{it} \alpha_5$	-0,019	0,653
$R_{it}CASH_{it} \alpha_6$	0,011	0,002
$D_{it}R_{it}CASH_{it} \alpha_7$	-0,016	0,000
Prob>F		0,000
Within R ²		0,119
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados. *** representa significância estatística ao nível de 1% **, representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. LPA_{it} : Lucro por ação. P_{it-1} : o preço da ação no início do período. D_{it} : Variável *Dummy* que assume o valor de 1 quando $R_{it} < 0$ e 0 para demais situações. R_{it} : é o retorno da ação da empresa i no ano t . $D_{it}R_{it}$: É multiplicação entre a variável dummy e de retorno. $CASH_{it}$: Parte da remuneração baseada em cash, ou seja, dinheiro. $D_{it}R_{it}CASH_{it}$: Resultado da relação entre a remuneração baseada em *cash* e o conservadorismo contábil condicional. Foi utilizada winzoration na variável dependente. Além disso foram utilizadas variáveis de controle para setor e ano.

Não houve significância estatística no α_1 . O coeficiente α_2 significativo. Enquanto o coeficiente α_3 foi significativo e apresentou o sinal esperado pela literatura, há um nível significativo estatisticamente de conservadorismo contábil, entretanto com um nível menor que em outros estudos internacionais ao comparar os coeficientes (BASU, 1997).

O coeficiente α_5 não foi significativo. O coeficiente α_6 apresentou sinal significativo como aguardado pela literatura, portanto há evidências que o retorno está aumentando positivamente junto com a remuneração em *cash* como espero pela literatura. A variável de interesse $D_{it}R_{it}CASH_{it}$ é uma *proxy* para capturar a relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração baseada em *cash* dos executivos. O α_7 mensura o impacto da remuneração baseada em dinheiro dos contratos de remuneração dos executivos sobre o grau de

conservadorismo contábil condicional. Valores mais significativos e positivos para α_7 indicam que a remuneração baseada em *cash* aumenta o nível de conservadorismo do lucro contábil das empresas. O α_7 apresentou-se negativo e significativo, quer dizer que o aumento desse tipo de remuneração pode estimular uma diminuição do nível de conservadorismo contábil. A remuneração em *cash* aumentou em média junto com o retorno, entretanto este tipo de remuneração não esteve associado positivamente com o nível de conservadorismo contábil o que poderia reduzir a margem de oportunismos gerenciais, excesso de remuneração, além de estimular projetos mais verificáveis e positivos para os fluxos de caixa.

Esses achados empíricos em parte diferem dos encontrados na literatura internacional, embora a remuneração dos executivos no Brasil seja em grande medida paga em dinheiro, não foi encontrada uma exigência maior de conservadorismo contábil, pelo contrário, o que pode ser entendido em acordo com a hipótese do poder gerencial.

A tabela 9 apresenta os resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em *bonus*.

Tabela 9 - Resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em *bonus*

Variáveis	Coefficientes	P-valor
$D_{it} \beta_1$	-0,059	0,005
$R_{it} \beta_2$	0,001	0,751
$D_{it}R_{it} \beta_3$	0,004	0,168
$BONUS_{it} \beta_4$	-0,026	0,511
$D_{it}BONUS_{it} \beta_5$	0,082	0,073
$R_{it}BONUS_{it} \beta_6$	0,003	0,482
$D_{it}R_{it}BONUS_{it} \beta_7$	0,002	0,770
Prob>F		0,000
Within R ²		0,116
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de pesquisa. *** representa significância estatística ao nível de 1%. ** representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. LPA_{it} : Lucro por ação. P_{it-1} : o preço da ação no início do período. D_{it} : Variável *Dummy* que assume o valor de 1 quando $R_{it} < 0$ e 0 para demais situações. R_{it} : é o retorno da ação da empresa *i* no ano *t*. $D_{it}R_{it}$: É multiplicação entre a variável *dummy* e de retorno. $BONUS_{it}$ é a parte da remuneração baseada em bônus da empresa *i* no ano *t*. $D_{it}R_{it}BONUS_{it}$: A variável resultante da remuneração baseada em bônus e conservadorismo contábil condicional.

Era esperado que o coeficiente beta 4 apresentasse sinal positivo e significativo, não foi significativa. A variável de controle $D_{it} \times BONUS_{it}$ apresentou coeficiente significativo. Entretanto, não foram encontradas evidências de que o coeficiente da variável $R_{it} \times BONUS_{it}$ é significativo e positivo como era esperado pela literatura. A variável $D_{it} \times$

$R_{it} \times BONUS_{it}$ é uma proxy para capturar a relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração baseada em bônus dos executivos. O coeficiente β_7 apresentou sinal positivo como esperado pela literatura, mas não houve significância estatística. Em sintonia com a literatura da hipótese da maximização do bônus, não há evidência de aumento do nível de conservadorismo contábil o que pode deixar espaço para oportunismo gerencial.

A tabela 10 apresenta os resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em *equity*.

Tabela 10 - Resultados estimados por meio da regressões Driscoll-Kraay sobre a relação do conservadorismo contábil e a remuneração baseada em *equity*

Variáveis	Coefficientes	P-valor
$D_{it} \lambda_1$	-0,443	0,201
$R_{it} \lambda_2$	-0,088	0,208
$D_{it}R_{it} \lambda_3$	0,082	0,232
$EQUITY_{it} \lambda_4$	-2,864	0,082
$D_{it}EQUITY_{it} \lambda_5$	2,554	0,116
$R_{it}EQUITY_{it} \lambda_6$	0,644	0,057
$D_{it}R_{it}EQUITY_{it} \lambda_7$	-0,666	0,054
DL_{it}	0,186	0,071
Prob>F		0,000
Within R ²		0,1154
Observações		1210

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de pesquisa. *** representa significância estatística ao nível de 1%. ** representa significância estatística ao nível de 5% e * ao nível de 10%. LPA_{it} : Lucro por ação. P_{it-1} : o preço da ação no início do período. D_{it} : Variável *Dummy* que assume o valor de 1 quando $R_{it} < 0$ e 0 para demais situações. R_{it} : é o retorno da ação da empresa i no ano t . $D_{it}R_{it}$: É multiplicação entre a variável dummy e de retorno. $EQUITY_{it}$: variável relativa a parte da remuneração dos executivos baseada em ações e opções da empresa i no ano t . Foi usada winzoration na variável dependente.

O coeficiente γ_4 apresentou sinal negativo e significativo como esperado pela literatura. Os coeficiente γ_5 não foi significativo, assim não há evidências que a remuneração baseada em *equity* não incorpora as más notícias de forma mais rápida. O γ_6 pode ser considerado significativo ao nível de 0,1 e pode-se interpretar que remuneração em *equity* aumenta em associação com aumento do retorno.

Esperava-se sinal negativo e significativo de γ_7 como foi constatado. Isso pode sugerir que a remuneração baseada em *equity* reduz o nível de conservadorismo contábil condicional, conforme a literatura anterior (WEN, 2007).

Ao inserir no modelo a variável de controle *dummy* temporal para a nova jurisprudência e legislação de 2017 da CVM sobre *insider* trade associada a β_8 , percebeu-se que foi encontrada significância estatística, portanto uma variável de controle que pode ser considerada significativa ao nível de 0,1. Pode ser sugerido que diante possíveis práticas de operações que podem estar associadas ao poder gerencial a legislação pode ser uma variável de controle adicional com alguma relevância.

5. Considerações Finais

5.1 Conclusão

Ao considerar a literatura clássica sobre conservadorismo e contratos de remuneração dos executivos este trabalho adotou uma abordagem nova para investigar a relação entre conservadorismo contábil e a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos. Foi utilizada uma amostra de empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores em um período de dez anos para examinar se há influência da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos no nível de conservadorismo contábil condicional. Foi utilizada a *proxy* do modelo de Basu (1997) para medir o nível de conservadorismo contábil condicional e a *proxy* de Murphy e Sandino (2020) para mensurar a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos, além de utilizar testes adicionais com *proxy* do modelo Khan e Watts (2009) para conservadorismo contábil e foi utilizada outra *proxy* para a complexidade dos contratos de remuneração a fim de testar a robustez dos resultados encontrados na amostra. Adicionalmente, analisou-se o efeito dos blocos que compõem a remuneração, semelhante ao estudo foi feito por Wen (2007).

Diante desse quadro, ressalta-se a importância de desenhos adequados de contratos de remuneração harmônicos que levem em consideração o delicado equilíbrio (SCOTT, 2006). A literatura relata a existência e o aumento da complexidade dos contratos de remuneração. A complexidade está relacionada a fatores que capturam complexidade da empresa, bem como a inclusão de cláusulas contratuais para lidar com conflitos entre agente e principal. Kole (1997) estudou a forma de remuneração e a relação com as características das empresas. Murphy e Sandino (2020) reconheceram que o prêmio de pagamento associado aos consultores pode ser impulsionado por suas camadas e diferentes formas de remuneração (constructos para complexidade). Albuquerque et al. (2022) examinaram a complexidade dos contratos de remuneração em um nível mais amplo e não apenas suas implicações para o desempenho da empresa e afirmaram que a complexidade pode ser causada tanto por características das empresas, como problemas de agência e outros fatores associados a consultores. Conforme a literatura, um dos motivos do aumento da complexidade de remuneração é o aumento uso de diferentes métricas de desempenho. Diante das dificuldades de monitoramento dos contratos esses estudo diferiu dos anteriores por verificar a relação entre a complexidade dos contratos e o conservadorismo contábil condicional.

Os resultados das regressões via estimador Driscoll-Kraay das observações derivadas de empresas negociada na B3 do período de 2010-2019 sugerem na amostra examinada que há evidências significativas estatisticamente da relação entre a complexidade dos contratos de remuneração, ou seja, entre a estrutura dos contratos de remuneração e o conservadorismo contábil.

Em resumo, os resultados médios evidenciados na regressão principal baseada no modelo de Basu (1997) com estimador Driscoll-Kraay e testes adicionais com outros modelos para conservadorismo contábil (Khan; Watts, 2009) sugerem que a complexidade dos contratos de remuneração dos executivos tem efeito positivo no nível de conservadorismo contábil condicional, além de considerar proxie alternativa para complexidade dos contratos de remuneração o que faz sentido ao considerar a média. Na amostra de empresas estudadas, foram encontradas evidências de que a remuneração baseada em *cash* não reconhece as perdas econômicas mais tempestivamente que os contratos baseados em *equity*, nem exigem nível maior de conservadorismo contábil, enquanto a literatura recomenda um nível maior de conservadorismo contábil em contratos baseados em métricas contábeis. A remuneração baseada em *bônus* não esteve relacionada positivamente com o conservadorismo contábil o que faz sentido à luz da hipótese da maximização dos bônus por parte dos agentes.

A investigação sobre a relação entre conservadorismo contábil e remuneração dos executivos é consistente com alguns resultados de pesquisas anteriores (BASU, 1997; WATTS, 2003a; LEONE et al., 2006; WEN, 2007). Watts (2003a) resumiu quatro papéis do conservadorismo contábil, litígio, regulação, tributação e contratação e três atributos do conservadorismo contábil: Pontualidade incremental, verificabilidade e verificabilidade assimétrica.

Basu (1997) argumentou que o conservadorismo desempenha um papel de eficiência *ex ante* na contratação. O conservadorismo restringe as ações discricionárias dos executivos e protege o interesses das partes contratantes.

Leone et al. (2006) testaram os atributos de verificabilidade do conservadorismo contábil usando dados americanos. Eles encontraram que a remuneração baseada em dinheiro é duas vezes mais sensível a retornos de ações negativos em comparação com retornos de ações positivos. Eles argumentam que os contratos eficientes de compensação em dinheiro

devem ser conservadores devido à diferentes requisitos de perdas não realizadas e ganhos não realizados. Considera que a problemas de custos *ex post* são a razão para a explicação pela realização das propriedades dos números contábeis. Os componentes da remuneração dos executivos que se baseiam em desempenho baseado em lucros resultam em mais conservadorismo, entretanto conforme visto em estudos anteriores, no Brasil, não é observado alto nível de conservadorismo contábil ou compatível com alguns estudos internacionais.

Wen (2007) afirma que o conservadorismo contábil é um mecanismo mitigador de conflitos entre principal-agente. Esses conflitos incluem conflitos entre acionistas e gestor, bem como os conflitos entre devedores e gestores. Os relatórios usados para contratação são controlados pelo principal que de forma conservadora, liberal ou neutra desenham os contratos de remuneração. Para proteger os interesses das partes contratantes, acionistas e credores preferem o conservadorismo nos contratos. Diferente de outros trabalhos, Wen (2007) foca no conservadorismo contábil *ex post*. Quando recebem mais remuneração em dinheiro, os CEOs avessos ao risco preferem projetos de subinvestimento ou projetos seguros de VPL positivo. Comparado com compensação em dinheiro que podem reduzir o valor futuro da empresa, quando receber mais remuneração baseada em ações, os CEOs mudarão suas ações para projetos de investimento excessivos ou projetos de VPL negativos mais arriscados que o potencial de aumentar o risco para a empresa.

5.2 Limitações e pesquisas futuras

Há algumas limitações na presente pesquisa. Primeiro, foram utilizados dados secundários da base de dados Económica e outros exigidos pela CVM, ambos divulgados pelas empresas nos relatórios financeiros e formulários de referências. Não há obrigatoriedade de divulgação da remuneração dos CEOs nos formulários de referência, então houve apenas acesso a remuneração em conjunto dos executivos, diferentemente de pesquisas internacionais que tem acesso aos dados de CEOs. Ainda, inconsistências nos dados ou falta de acurácia foram detectados, tais como mudanças de remuneração de valores reportados em formulários subsequentes, falta de valores, somas incompatíveis e mais raramente certos componentes negativos e outros tipos de limitações sobre pesquisas dessa natureza. Tais aspectos podem afetar os resultados.

Para a mensuração da complexidade dos contratos de remuneração dos executivos foram utilizadas proxies já empregadas pela literatura contábil referentes às diferentes formas

de remuneração, entretanto, a complexidade dos contratos de remuneração pode ser estudada por outros aspectos, tais como na linguagem e sob aspectos temporais. A literatura reconhece que contratos de remuneração de CEOs são cada vez mais complexos, pouco se sabe sobre, o que impulsiona essa complexidade e suas implicações para a eficiência ou oportunismo gerencial. Devido a falta de disponibilidade de alguns dados para testes adicionais algumas variáveis foram adaptadas. São necessárias futuras pesquisas no campo que envolve o conservadorismo contábil e os contratos de remuneração de executivos e sobre a complexidade dos contratos de remuneração. Ainda, o desenho ótimo da estrutura de remuneração executiva está sujeito a outros mecanismos, como governança corporativa, comitê de auditoria e a fatores institucionais.

A consideração de que os resultados para conservadorismo contábil obtiveram níveis mais baixos em comparação a pesquisas internacionais não compromete os resultados. Ao saber do baixo nível de conservadorismo contábil encontrado por outras pesquisas em ambiente brasileiro que explicam esse fenômeno relacionados a fatores institucionais, e parte da literatura relata ser característica de um mercado ainda em desenvolvimento com baixa demanda por esse tipo de característica na informação.

Cabe, ainda, destacar que os pacotes de remuneração dos executivos e o conservadorismo contábil apresentam relevância temática, particularidades e premissas próprias, dignas de estudos futuros. Há um campo fértil para pesquisa que envolve o tema da complexidade dos contratos de remuneração, ao considerar as discussões da literatura sob diferentes campos, seja da eficiência contratual, poder gerencial ou motivos institucionais, assim como estudos sobre conservadorismo contábil, neutralidade das informações contábeis, e uso de técnicas que possibilitem análises em quantis diferentes. Em uma exploração inicial, constatou-se a oportunidade de pesquisas futuras que levem em conta o conservadorismo contábil em quantis diferentes. Ao detalhar a relação entre conservadorismo contábil e complexidade dos contratos de remuneração em diferentes quantis, percebe-se que nos quantis mais elevados, como no 0,75 ocorre uma relação negativa entre a complexidade dos contratos e conservadorismo contábil e no quantil 0,1, por exemplo, há uma relação positiva. Esse ponto não é objeto dessa dissertação, mas pode motivar estudos futuros. As explicações para esse comportamento ao considerar quantis com níveis maiores ou menores de lucros por ações poderiam estar relacionadas a alguns temas, por exemplo, gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

ABOODY, D., KASZNIK, R. Executive Compensation and Financial Accounting. **Foundations and Trends in Accounting**, v. 4, n. 2, p. 113-198, 2009.

AGGARWAL, R. Executive compensation and incentives: **Handbook of empirical corporate finance**, v.2, p.497-538, 2008.

AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545-568, Julho/Agosto, 2017.

AHMED, A. S.; DUELLMAN, S. Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions. **Accounting and Finance**, v. 51, n. 3, p. 609-633, Jun., 2011.

ALBUQUERQUE, A. M. Do Growth-Option Firms Use Less Relative Performance Evaluation? **The Accounting Review**, v. 89, n. 1, p. 27–60, jan., 2014.

ALBUQUERQUE, A.; CARTER, M. E.; LYNCH L. J. Complexity of CEO Compensation Packages. 2015. Disponível em <<https://belkcollegeofbusiness.charlotte.edu/khong5/wp-content/uploads/sites/857/2016/01/Jan-2016.pdf>> Acesso em: 03 de agosto de 2020.

ALBUQUERQUE, A. et al. Complexity of CEO Compensation Packages. Darden Business School Working Paper No. 4066889, 2022. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4066889>> Acesso em 29 de maio de 2022.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs, and Economic Organization. **American Economic Review**, v. 62, n.5, p. 777-795, Dec., 1972.

ALLEN, F. Corporate governance in emerging economies. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 21, n. 2, p. 164-177, Feb. 2005.

ALVES, J. S.; MARTINEZ, A. L. Efeitos da adoção das IFRS no conservadorismo contábil das sociedades de grande porte. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.7, n.2, p. 224-243, Mai- Ago. 2014.

AMARAL, J. V.; RICCIO, E. L.; SAKATA, M. C. G. Conservadorismo Contábil Ainda É Discutido? **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 1, p. 70-85, Jan- Mar. 2012.

ANDRADE, C. S. M.; TIRYAKI, G. F. **Econometria na Prática**. Rio de Janeiro: Alta Books. 2017.

ARMSTRONG, C. S.; VASHISHTHA, R. Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 70-88, Apr., 2012.

BAKER, T.; COLLINS, D; REITENGA, A. Stock Option Compensation and Earnings Management. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v.18, n. 4, p. 557 -582, Oct., 2003.

BANDYOPADHYAY, S. P. et al. Accounting Conservatism and the Temporal Trends in Current Earnings' Ability to Predict Future Cash Flows versus Future Earnings: Evidence on the Trade-off between Relevance and Reliability. **Contemporary Accounting Research**, v.27, n.2, p. 413-460, Jun, 2010.

BANKER, R. D. et al. The Value of Precontract Information About an Agent's Ability in the Presence of Moral Hazard and Adverse Selection. **Journal of Accounting Research**, v. 57, n. 5, p. 1201-124, Dec., 2019

BALL, R., BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**. v. 6, n. 2, p. 159-178, Autumn, 1968.

BALL, R.; KOTHARI; S. P.; NIKOLAEV, V. V. "Econometrics of the Basu Asymmetric Timeliness Coefficient and Accounting Conservatism." **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 3, p. 1071–1097. Jan., 2013a.

BALL, R.; KOTHARI; S. P.; NIKOLAEV, V. V. "On Estimating Conditional Conservatism." **The Accounting Review**, v. 88, n. 2, p.755–87, Maio, 2013b.

BALL, R., ROBIN, A., WU, J. S. Accounting standards, the institutional environment and issuer incentives: effect on timely loss recognition in China. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 2, p. 71-96, Out. 2000.

BALL, R., L. SHIVAKUMAR. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. **Journal of Accounting Research**. v. 44, n. 2, p. 207-242, May. 2006.
 BALL, R.; L. SHIVAKUMAR. Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. **Journal of Accounting & Economics**, v. 39, n.1, p.83–128, Feb. 2005.

BALL, R.; WATTS, R. Some time series properties of accounting income. **Journal of Finance**, v. 27, n. 3, p. 663-682, Jun., 1972.

BAO, S. R.; LEWELLYN, K. B. Ownership structure and earnings management in emerging markets—An institutionalized agency perspective. **International Business Review**, v. 26, n. 5, p. 828-838, Oct. 2017.

BASU, S. Conservatism Research: Historical Development and Future Prospects. **China Journal of Accounting Research**. v. 77, n. 1, p. 1-20, Jun. 2009.

BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, Dec. 1997.

BEAVER, W. H. The Information Content of Annual Earnings Announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67- 92, 1968.

BEAVER, W.H.; RYAN, S. G. Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. **Review of Accounting Studies**, v. 10, n. 2, p. 269-309, Jan., 2005.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; SPAMANN, H. The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. **Yale Journal Regulation**, v. 27, n. 2, p. 256-282, Nov. 2010.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M; WALKER, D. I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. **The University of Chicago Law Review**. v. 69, n. 3, p. 751-846, Summer. 2002.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Pay Without Performance: Overview of the Issues. **Journal of Applied Corporate Finance**. v.17, n.4, p. 8-23, Fall, 2005.

BENNETT, B. et al. **Do Informative Stock Prices Simplify Executive Compensation?** Fisher College of Business Working Paper No. 2019-03-007, Ohio State University:

Columbus, 2019. Disponível em: < <https://ssrn.com/abstract=3347955>>. Acesso em: 03 de Agosto de 2020.

BENNETT, B., GARVEY, G., MILBOURN, T. & WANG, W. **Why Do Firms Use Equity-based Pay? Managerial Compensation and Stock Price Informativeness**. (Fisher College of Business Working Paper Series 2019-12). Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3125875.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. 2ª ed. New Brunswick and London: Transaction Publishers, 1932.

BETTIS, J. C. et al. Performance-vesting provisions in executive compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v.66, n.1, p. 194-221, Aug., 2018.

BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, p. 8-25, Abr.-Jun, 2014.

BLACK, D. E.; DIKOLLI, S. S.; DYRENG, S. D. Pay-for-Complexity and the Risk of Managerial Diversion from Multinational Diversification. **Contemporary Accounting Research**, v. 31, n.1, p. 103–135, Spring. 2014.

BLISS, J.H. **Management through accounts**. New York: The Ronald Press Company, 1924

BOTINO, T.; GUERRA, L. R. C. O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria Geral do Banco Central**, v. 13, n.1, p. 135-150, jun., 2019.

BRANDAO, I. de F. et al . Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 30, n. 79, p. 28-41, Mar. 2019.

BRATTON, W. The Academic Tournament over Executive Compensation. **California Law Review**. v. 93, n. 5, p. 1557-1584, Oct, 2005.

BRITO, G. A. S.; MARTINS, E. Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 27-48, 2013.

BRYAN, S.; HWANG, L.; LILIEN, S. CEO stock-based compensation: an empirical analysis of incentive mix, and economic determinants. **Journal of Business**, v. 73, n. 4, 661-693, Oct. 2000.

BURKE, Q. L.; EATON, T. V.; WANG, M. Trade liberalization and conditional accounting conservatism: evidence from import competition. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 53, n. 3, p. 811–844, Oct. 2018.

CADMAN, B; CARTER, M.; HILLEGEIST, S. The incentives of compensation consultants and CEO pay. **Journal of Accounting and Economics**, v.49, n.3, p.263-280, Apr. 2010.

CADMAN, B; CARTER, M. E. ; PENG, X. The Participation Constraint and CEO Equity Grants. **The Accounting Review**, v. 96, n. 1, p.67–89, Jan., 2021.

CHAIGNEAU, P.; SAHUGUET, N. The Effect of Monitoring on CEO Compensation in a Matching Equilibrium. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.53, n. 3, p. 1297-1339, Jun., 2018.

CHAN, A. L. C.; LIN, S. W. J.; STRONG, N. Accounting conservatism and the cost of equity capital: UK evidence. **Managerial Finance**, v. 35, p. 325-345, Mar., 2009.

CHARÃO, A. P.; RIBEIRO, M. C. P. A (In)Eficiência da Punição do Insider Trading à Luz da Análise Econômica do Direito e da Jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review**, v. 10, n. 1, p.142-157, Jan-Abr, 2019.

CHEN, H. et al. Association Between Borrower and Lender State Ownership and Accounting Conservatism **Journal of Accounting Research**, v. 48, n.5 p. 973-1014, Dec., 2010.

CHEN, L. H. et al. Accounting Conservatism, Earnings Persistence, and Pricing Multiples on Earnings. **Accounting Horizons**, v.28, n. 2, p. 233-260, Jun, 2014.

CHYCHYLAA, R.; LEONE, A. J.; MINUTTI-MEZAC, M. Complexity of financial reporting standards and accounting expertise. **Journal of Accounting and Economics**, v. 67, n. 1, p. 226–253, Fev. 2019.

CHRISTENSEN, J.; DEMSKI, J. **Accounting Theory: An Information Content Perspective**. Ithaca: McGraw-Hill/Irwin, 2003.

COELHO, A. C.; LIMA, I. Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 45, p. 38-49, Dec. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM, nº 358. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 29 de Maio de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM, nº 480. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 03 de agosto de 2020.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 10 (R1) - Pagamento Baseado em Ações. Brasília-DF: CPC, 2010. Disponível em: < <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=41>>. Acesso em: 03 de agosto de 2020.

CONYON, M. J. et al. The Structure of Executive Compensation Contracts: UK Evidence. **Long Range Planning**, v.33, n. 4, p. 478-503, Aug., 2000.

CORE, J.; GUAY, W. Stock option plans for non-executive employees. **Journal of Financial Economics**, v. 61, n. 2, p. 253-287, Aug., 2001.

CUNHA, M.P; REGO, A. Complexity, simplicity, simplexity. **European Management Journal**, v.28, n. 2, p. 85-94, Apr., 2010.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants, and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, Dec., 2010.

DECHOW, P. M., HUTTON, A., SLOAN, R. G. Economic consequences of accounting for stock-based compensation. **Journal of Accounting Research**, n. 34, 1-20, 1996.

DEFUSCO, R. A. ; JOHNSON, R. R.; ZORN, T. S. The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. **Journal of Finance**. v. 45, n. 2, p. 617-627, Jun., 1990.

DEGENHART, L.; BECKHAUSER, S. P. R.; KLANN, R. C. Remuneração de Executivos e Conservadorismo Condicional de Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 2, p. 160-177, Jul. 2018.

DENG, X.; GAO, H. Nonmonetary Benefits, Quality of Life, and Executive Compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, n. 1, p. 197-218, Feb., 2013.

DEVERS, C. et al. Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. **Journal of Management**. v. 33, n. 6, p. 1016-1072, Dec., 2007.

DRISCOLL, J. C.; KRAAY, A. C. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. **The Review of Economics and Statistics**, v. 80, n. 4, p. 549-560, Nov. 1998.

EDMANS A, GABAIX X, JENTER D. Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence. In: **Handbook of the Economics of Corporate Governance**, Amsterdam, Netherlands: North Holland, 2017, p. 383-539.

EMOINGT, B. G.; SZUSTER, N. Uso Indevido de Informação Privilegiada: Como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem se Posicionado em Seus Julgamentos. In: **Anais do XIX USP International Conference in Accounting**. São Paulo: USP. 2019. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1369.pdf>. Acesso em: 29 de Maio de 2022.

FERNANDES, F. C.; MAZZIONI, S. A Correlação entre a Remuneração dos Executivos e o Desempenho de Empresas Brasileiras do Setor Financeiro. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 26, n. 2, p. 41-64, Maio- Ago., 2015.

FRANCIS, B.; HASAN, I.; WU, Q. The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis. **Accounting Horizons**., v. 27, n. 2, p. 319-346, Jun. 2013.

FRYDMAN, C., JENTER, D. CEO Compensation, **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, p. 75-102, 2010.

FUNCHAL, J. A. **Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas**, 2005. 175f. Dissertação (Mestrado em ciências contábeis) - Universidade do Vale do Rio Sinos- UNISINOS, Porto Alegre, 2005.

GARCÍA LARA, J. M.; GARCÍA OSMA, B. ; PENALVA, F. Conditional conservatism and cost of capital, **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 2, p. 247–271, Jun., 2011.

GIGLER, F. et al. Accounting Conservatism and the Efficiency of Debt Contracts. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n.3 p. 767-797, Jun., 2009.

GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Administração** (São Paulo) [online], v. 49, n. 3 , p. 462-475, 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.5700/rausp1161>>. Acesso 29 Maio 2022.

GOH, L.; GUPTA, A. Executive compensation, compensation consultants, and shopping for opinion: Evidence from the UK. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 25, n. 4, 607-643, Oct., 2010.

GOH, B. W.; LI, D. Internal Controls and Conditional Conservatism. **The Accounting Review**, v. 86, n. 3, p. 975-1005, May.,2011.

GOMES, P. F. A. A. A relação entre Conservadorismo Contábil e Pay-Performance Sensitivity: evidências do mercado brasileiro. Salvador, BA: UFBA, 2018. Disponível em:< <https://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/25809#:~:text=As%20evid%C3%A2ncias%20de%20fortes%20correla%C3%A7%C3%B5es,gerencial%20e%20o%20gerenciamento%20de>>. Acesso em: 03 de agosto de 2020.

GONZAGA, R. P. COSTA, F. M. da. A Relação entre o Conservadorismo Contábil e os Conflitos entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre As Políticas De Dividendos Nas Empresas Brasileiras Listadas Na Bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 95-109, Aug. 2009.

GUAY,W.; KEPLER, J. D.; TSUI, D. The Role of Executive Cash Bonuses in Providing Individual and Team Incentives. **Journal of Financial Economics**, v. 133, n. 2, p. 441-471, Aug., 2019.

GLOVER, J. C.; LIN, H. H. Accounting Conservatism and Incentives: Intertemporal Considerations. **The Accounting Review**, v. 93, n. 6, p. 181-201, Nov. 2018.

GRAHAM, B. **O Investidor Inteligente**. 4 ed. Rev. Rio de Janeiro: Harper Collins. 2020.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5ª ed. New Yorkk: AMGH. 2011.

HALL, B. J. ; MURPHY, K. Stock options for undiversified executives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-42, Feb., 2002.

HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional Investors and Executive Compensation. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 6, p. 2351-2374, Dec. 2003

HARTZELL, J.; OFEK, E.; YERMACK, D. What's In It For Me? CEOs Whose Firms Are Acquired. **Review of Financial Studies**, v. 17, n. 1, p. 37-61, Fev., 2004.

HELLMAN, N. Accounting Conservatism under IFRS. **Accounting in Europe**, v.5, n. 2, p. 71-100, Dez. 2008.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOSKISSON, R. E. et al., M. Strategy in emerging economies. **Academy of Management Journal**, v.43, n. 3, p. 249–267, Jun. 2000.

HUI, K. W., MATSUNAGA, S., MORSE, D. The impact of conservatism on management earnings forecasts. **Journal of Accounting & Economics**, v. 47, n. 3, p 192-207, Jun, 2009.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS. IFRS 2 Share-based Payment. London: IFRS, 2004. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-2-share-based-payment/>. Acesso em: 03 de agosto de 2020.

IYENGAR, R. J.; ZAMPELLI, E. M. Does accounting conservatism pay? **Accounting and Finance**, v.50, n. 1, p. 121–142, Mar. 2010.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior: agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p. 305–360, Oct. 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How. **Journal Applied Corporate Finance**, V.22, n. 1, p. 64- 76, Winter,2010.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, Apr. 1990a.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How. 1990b. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146148>Acesso em Março 2022.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J.; WRUCK, E. **Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them**. Harvard NOM Working Paper No. 04-28. Harvard Business School. Boston, MA. 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305>. Acesso em :03 de agosto de 2020.

IWASAKI, T et al. The role of accounting conservatism in executive compensation contracts. **Journal of Business Finance and Accounting**. v.45, n.9-10, p.1139–1163, Jul. 2018.

KAPLAN, R. S.; ATKINSON, A. A. **Advanced Management Accounting**. [S. l.] Prentice Hall. 1998.

KANAGARETNAM, K.; LIM, C. Y.; LOBO, G. J. Influence of National Culture on Accounting Conservatism and Risk Taking in the Banking Industry. **The Accounting Review**, v. 89, n. 3, p. 1115-1149, May. 2014.

KHURANA, I. K.; WANG, W. International Mergers and Acquisitions Laws, the Market for Corporate Control, and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**, v. 57, n. 1, p. 241-290, Mar. 2019.

KHAN, M; WATTS, R. L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. **Journal of Accounting and Economics**. v. 48, n 2–3, p.132-150, Dez., 2009.

KNECHEL, W.; NIEMI, L.; ZERNI, M. Empirical Evidence on the Implicit Determinants of Compensation in Big 4 Audit Partnerships. **Journal of Accounting Research**, [S.l.], v. 51, n. 2, p. 349–387, Feb. 2013.

KOENKER, R.; BASSETT, G. Regression quantiles. **Econometrica**, v.71, n. 1, p. 33-50, 1978.

KOLE, S. R. The complexity of compensation contracts. **Journal of financial economics**, v. 43, n. 1, p. 79-104, Jan. 1997.

KOTHARI, S. P.; SHU, S.; WYSOCKI, P. D. Do Managers Withhold Bad News? **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 1, p. 241-276, Mar., 2009.

KOTHARI, S. P.; WASLEY, C. Commemorating the 50-Year Anniversary of Ball and Brown (1968): The Evolution of Capital Market Research over the Past 50 Years. **Journal of Accounting Research**, v. 57, n. 5, p. 117-1159, Jul. 2019.

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, jul./set. 2013.

KWON, Y. K. Accounting Conservatism and Managerial Incentives. **Management Science**, v. 51, n. 11, p. 1626-1632, Nov. 2005.

KWON, Y. K.; NEWMAN, D. P.; SUH, Y. S. The demand for accounting conservatism for management control. **Review of Accounting Studies**, v. 6, n. 1, p. 29-52, Mar. 2001.

LAFOND, R; ROYCHOWDHURY, S. Managerial Ownership and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 1, p. 101-135, Mar. 2008.

LAFOND, R; WATTS, R, L. The Information Role of Conservatism. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 447-478, Apr. 2008.

LARCKER, D. F. et al. 2015 Investor Survey: Deconstructing Proxy Statements — What Matters to Investors. Graduate School of Stanford Business, Rock Center for Corporate Governance, BoardSource, and GuideStar. Apr., 2015. Disponível em: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/2015-investor-survey-deconstructing-proxy-statements-what-matters>. Acesso em: 03 de agosto de 2020.

LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 3-87, Dec., 2001.

LEONE, A. J.; WU, J. S.; ZIMMERMAN, J. L. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1-2, p. 167-192, Oct. 2006.

LOPES, A.B. Teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: LOPES, A.B. **Teoria avançada da contabilidade**. 2º ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 173-187.

LOUIS, H., LYS, T.; SUN, A. Conservatism, Analyst Ability, and Forecast Error: Evidence on Financial Statement Users' Ability to Account for Conservatism. Oct, 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1031981>>. Acesso em: 25 de Novembro de 2021.

LYNCH, L. J.; PERRY, S. E. An overview of management compensation. **Journal of Accounting Education**, v.21, n. 1, p. 43-60, 1st Quarter, 2003.lar

ANDRADE, C. M.; TIRYAKI, G. F. **Econometria na Prática**. Alta Books. 2017.

MACHADO, D. G. **Influência da Política de Remuneração dos Executivos no Nível De Gerenciamento de Resultados em Empresas Industriais Brasileiras, Estadunidenses e Inglesas**. 2012. Tese (Doutorado)- Universidade Regional de Blumenau. Blumenau, 2012.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163-184, Jun, 1995.

MESNARD, L. de. Executive Compensation: The Teachings of Game Theory. 2018. Disponível em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2584600> Acesso em Março de 2022.

MITRA, S.; JAGGI, B.; HOSSAIN, M. Internal Control Weaknesses and Accounting Conservatism: Evidence From the Post–Sarbanes–Oxley Period. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 28, n. 2, p. 152-191, Apr., 2013.

MURPHY, K. J. Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M; STULZ, R. M. **Handbook of the Economics of Finance**, Elsevier, vol 2, 2013, chapter 4, p.211-356.

MURPHY, K. J. Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options. **University Of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 847-869, June., 2002.

MURPHY, K. J.; SANDINO, T. Compensation Consultants and the Level, Composition, and Complexity of CEO Pay. **The Accounting Review**, v. 95, n. 1, p. 311-341, Jan. 2020.

NARAYANAN, M. P. Form of Compensation and Managerial Decision Horizon. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 31, n. 4, p. 467-491, Dec. 1996.

NASH, J.F. Equilibrium Points in N-Person Games. **Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America**, v.36, n.1. 48-49, Jan.1950.

NGUYEN, T. H.; SOOBAROYEN, T. To what extent do governance, government funding and chief executive officer characteristics influence executive compensation in U.K. charities? Insights from the social theory of agency. **Financial Accountability & Management**, v. 38, n. 1, p. 56-76, Feb. 2022.

O'CONNELL, V. The Impact of Accounting Conservatism on the Compensation Relevance of UK Earnings. **European Accounting Review**, v.15, n. 4, p. 627-649, Dez. 2006.

O'CONNOR, N. G.; VERA-MUÑOZ, S. C.; CHAN, F. Competitive forces and the importance of management control systems in emerging-economy firms: The moderating effect of international market orientation. **Accounting, Organizations and Society**, v. 36, n. 4-5, p. 246–266, May-July. 2011.

O'REILLY III, C. A. et al. Narcissistic CEOs and executive compensation. **The Leadership Quarterly**, v. 25, n. 2, p. 218-231, Apr. 2014.

OYADOMARI, J. C. T. et al. Influências da remuneração de executivos na congruência de metas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 6, n. 12, p. 53-74, fev. 2009.

PAULO, E.; ANTUNES, M. T. P.; FORMIGONI, H. Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. RAE. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 3, p. 46-60, Set. 2008.

PEPPER, A.; GORE, J. Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. **Journal of Management**, v. 41, n. 4, p. 1045–1068, May, 2015.

QIANG, X. The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: cross-sectional evidence at the firm level. **The Accounting Review**, v.82, n. 3, p. 759-796, Maio. 2007.

RYAN, H. E.; WIGGINS, R.A. The influence of firm- and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 2 101-123, Jun., 2001.

RUCH, G. W.; TAYLOR, G. Accounting conservatism: A review of the Literature. **Journal of Accounting Literature**. v. 34, p. 17-38, Fev. 2015.

SANTANA JUNIOR, J. L. **Conservadorismo Condicional e Estrutura de Capital: Evidências de Empresas Negociadas na B3**. Salvador,BA: UFBA, 2020. Disponível em: <http://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/32465>. Acesso em 16 Novembro 2016.

SANTOS, B. R. dos. **Modelos de regressão quantílica**. 2012. Dissertação (Mestrado em Estatística) - Instituto de Matemática e Estatística, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. doi:10.11606/D.45.2012.tde-12042012-154333. Acesso em: 2022-05-29.

SANTOS, L. P. G. Comparando o Uso de Mensuração Forward-Looking e Contemporânea de Desempenho na Formulação de Contratos de Incentivo Quando Existe o Problema do Horizonte: Uma Análise Experimental. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 195-207, mai./ago. 2015

SANTOS, L.; LIMA, G.; FREITAS, S.; LIMA, I. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 56, p. 174-188, 1 ago. 2011.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. Fourth edition. Waterloo,Canada: PrenticeHall International, 2006.

SILVA, A.. **Regressão quantílica com distribuições assimétricas**. 2020. 88 f., il. Dissertação (Mestrado em Estatística)—Universidade de Brasília, Brasília, 2020.

SILVA, J. L. DOS S., MACHADO, M. J. C.; SILVA, J. E. Remuneração de Executivos em Companhias de Capital Aberto Brasileiras. Uma Análise dos Artigos Nacionais Publicados de 2010 a 2018. In: **Anais do XIX USP International Conference in Accounting**. São Paulo: USP. 2019. Disponível em:

<https://congressosp.fipecafi.org/anais/Anais2019_NEW/ArtigosDownload/1642.pdf> .
Acesso em: 03 de agosto de 2020

SLOAN, R. G. Accounting earnings and top executive compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v.16, n. 1-3, p. 55-100, Jan-July, 1993.

SMITH, C.W.; R.L. WATTS, R. L. Incentive and tax effects of executive compensation plans. **Australian Journal of Management**, v. 7, n. 2, p.139-157, Dez.

SMITH, C.W.; WATTS, R.L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. **Journal of Financial Economics**, v. 32, n. 3, p. 263-292, Dec. 1992.

TIAN, Y.S. Too much of a good incentive? The case of executive stock options. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, n. 6, p. 1225-1245, Jun. 2004.

TINOCO, P. P.; ROSSI, G. A. S.; PORTUGAL, G. T. Remuneração dos Executivos das Companhias Estatais e Privadas de Energia Elétrica com Maiores Ativos Listadas na BM&FBOVESPA. **Contabilidade, Gestão e Governança** – Brasília. v. 18, n. 3, p. 142-161, set./dez. 2015.

VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. A Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Registro Contábil**, – Ufal – Maceió/AL, v.4, n. 1, p. 1-17, Jan.- Abr. 2013.

VASSOLER, A. P. R. **Relação entre a Remuneração de Executivos e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. 49p, 2010. (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis) Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças–FUCAPE.2010.

VICHITSARAWONG, T.; ENG, L. L.; MEEK, G. K. The impact of the Asian financial crisis on conservatism and timeliness of earnings: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Thailand. **Journal of International Financial Management & Accounting**, 21(1), 32-61, Dec. 2009.

VYAS, D. The Timeliness of Accounting Write-Downs by U.S. Financial Institutions During the Financial Crisis of 2007–2008. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 3, p. 823- 860, June. 2011.

WATTS, R. L. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. **Accounting Horizons**: v. 17, n. 3, p. 207-221, Set. 2003.a

WATTS, R. L. Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 4, p. 287-301, Dez.2003 b

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1986.

WEN, Y. **Accounting conservatism and the structure of CEO compensation**. 131, 2007. Tese (Master of Philosophy) - The Hong Kong Polytechnic University - School of Accounting and Finance, 2007.

WIDNER, S. K. Human capital, pay structure, and the use of performance measures in bonus compensation. **Management Accounting Research**, v. 17, n. 2, p.198-221, Jun, 2006.

YANG, Z. Determinants of Compensation Disclosure: Evidence From Reg. S-K 402(b). **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, p. 1-24, May, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177/0148558X19846735>>. Acesso em 28 de Novembro 2019.

YERMACK, D. Deductio Ad Absurdum: CEOs Donating Their Own Stock to Their Own Family Foundations, **Journal of Financial Economics**, v. 94, n. 1, p. 107-123 · Out. 2009.

YERMACK, D. Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns, **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 1, p. 211-242, Abr. 2006a.

YERMACK, D. Golden Handshakes: Separation Pay for Retired and Dismissed CEOs, **Journal of Accounting and Economics**, v.41, n. 3, p. 237-256, Set., 2006b.

YERMACK, D. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 449-476, Jun. 1997.

YOUNG, M. N. et al. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p.196-220, Jan. 2008.

ZARDINI, R. P, GALDI, F. C. INSIDER TRADING: Verificação de Insider Trading após a Alteração da Lei n. 13.506, de 2017. In: **XIV Congresso ANPCONT**. Foz do Iguaçu, PR: Associação de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. 2020. Disponível em: <https://www.anpcont.org.br/pdf/2020_TEC186.pdf> Acesso em: 29 de Maio de 2022.

ZHANG, X.; GAO, S., ZENG, Y. An empirical study of the relationship between accounting conservatism and executive compensation-performance sensitivity. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 27, n. 1, p. 130-150, Mar. 2019.