



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

**PAULA FLORÊNCIA ALMEIDA DE AMORIM GOMES**

**A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E**  
***PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY*: evidências do mercado brasileiro**

Salvador  
2018

**PAULA FLORÊNCIA ALMEIDA DE AMORIM GOMES**

**A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E  
*PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY*: evidências do mercado brasileiro**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação (*Stricto Sensu*) em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira.

Orientador: Prof.º Dr. Luís Paulo Guimarães dos Santos

Salvador  
2018

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema Universitário de Bibliotecas (SIBI/UFBA), com os dados fornecidos pelo (a) autor (a).

Gomes, Paula Florência Almeida de Amorim  
A relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity*: evidências do mercado brasileiro / Paula Florência Almeida de Amorim Gomes. -- Salvador, 2018.  
84 f.

Orientador: Luís Paulo Guimarães dos Santos.  
Dissertação (Mestrado – Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Ciências Contábeis, 2018.

1. Teoria da Agência. 2. Remuneração de Executivos. 3. Contratos de Incentivo. 4. *Pay-Performance Sensitivity*. I. Santos, Luís Paulo Guimarães dos. II. Título.


Paula Florência Almeida de Amorim Gomes

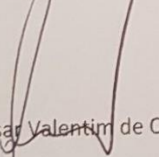
**A RELAÇÃO ENTRE CONSERVADORISMO CONTÁBIL E PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY: EVIDÊNCIAS DO MERCADO  
BRASILEIRO**

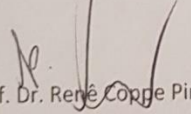
Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Aprovada em 20 de março de 2018.

**BANCA EXAMINADORA:**

  
Prof. Dr. Luis Paulo Guimarães dos Santos - Orientador (a)  
UFBA - FCC

  
Prof. Dr. Cesar Valentin de Oliveira Carvalho Junior

  
Prof. Dr. René Coppe Pimentel

*Dedico esta dissertação ao meu esposo Danilo, aos meus pais, Amorenildo e Terezinha e aos meus irmãos: Érica, Simone, João e Marília.*

## AGRADECIMENTOS

O desafio de se fazer um mestrado acadêmico é uma jornada que não se percorre sozinho. Portanto, gostaria de tecer alguns agradecimentos a aqueles que contribuíram de alguma forma para a concretização deste trabalho.

Agradeço a Deus, pelo dom da vida e da sabedoria e por me conceder a graça de realizar mais este sonho.

Agradeço imensamente ao meu esposo Danilo, por fazer parte deste projeto de vida comigo. Pelo incentivo, paciência, conselhos, apoio e pelo amor que sempre me dedicou.

Quero agradecer à minha família, pelo apoio e incentivo fundamentais para que eu pudesse lograr êxito nesta jornada. Especialmente à minha querida mãe Terezinha, pelas palavras de carinho e pela preocupação e cuidado que teve comigo durante todo o percurso. Aos meus irmãos Érica, Simone, João e Marília, por sempre acreditarem no meu potencial. À minha querida avó Carmelita (*in memoriam*), que mesmo não estando mais entre nós, nunca esquecerei das suas palavras de conforto e fé.

Gostaria de tecer meus agradecimentos ao meu orientador, Prof.º Dr. Luís Paulo Guimarães dos Santos, pela paciência, pela colaboração e pelas orientações valiosas dadas ao longo das etapas da pesquisa, as quais foram imprescindíveis para o desenvolvimento desta dissertação.

Agradeço também ao Prof.º Dr. Cesar Valentim de Oliveira Carvalho Júnior e ao Prof.º Dr. Renê Coppe Pimentel, pelas recomendações pertinentes sugeridas no exame de qualificação.

Aos demais professores de mestrado do Programa de Pós-Graduação da FCC/UFBA, meus sinceros agradecimentos pelo conhecimento compartilhado, pelos desafios propostos e pelo incentivo ao desenvolvimento científico. Incluo também meu agradecimento à Fundação de Apoio a Pesquisa da Bahia (FAPESB) pelo apoio financeiro concedido para a realização desta pesquisa.

Aos meus colegas de mestrado, especialmente Marília Rosa, Gerlaine Reis e José Ronaldo Bezerra, agradeço pela amizade, convivência, conhecimento e experiências compartilhados.

Agradeço a todos aqueles que contribuíram de alguma forma para a realização deste trabalho.

Compartilho com todos vocês esta vitória!

*“Bem-aventurado o homem que acha sabedoria,  
e o homem que adquire o conhecimento”.*  
*(Bíblia, Provérbios 3:13).*

*“Conhecereis a verdade, e a verdade vos  
libertará”.* *(Bíblia, João 8:32).*

## RESUMO

Um conjunto de estudos recentes aponta a relevância do conservadorismo contábil na formulação de contratos de incentivo aos executivos. As evidências de fortes correlações entre conservadorismo contábil e os indicadores de *pay-performance sensitivity* corroboram com a ideia de que o conservadorismo contábil é demandado pelas empresas como um meio de lidar com problemas de conflitos de agência, tais como a miopia gerencial e o gerenciamento de resultados. Neste sentido, o presente estudo investiga a correlação entre o conservadorismo contábil condicional e a *pay-performance sensitivity* nas empresas que vinculam formalmente a remuneração variável de seus executivos ao desempenho contábil. A amostra contém 474 observações referentes a 131 empresas listadas na BMF&Bovespa, no período de 2011 a 2016. Para atingir o objetivo proposto, foi empregada uma regressão com dados em painel por meio de um modelo empírico que captura a relação entre o conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity*. As variáveis do estudo foram extraídas dos dados da remuneração de executivos e das demonstrações contábeis destas empresas que são divulgados no Formulário de Referência e no Economática®, respectivamente. Os resultados da pesquisa indicam que as empresas brasileiras que fornecem incentivos de curto prazo aos seus executivos não apresentam relação entre o conservadorismo contábil condicional e a *pay-performance sensitivity*. Complementarmente, foram realizados testes adicionais empregando-se outras medidas de desempenho contábil no modelo de regressão, uma análise da *pay-performance sensitivity* por meio do modelo de Jensen e Murphy (1990) e uma análise do conservadorismo condicional da amostra, através do modelo de Basu (1997). Os resultados são robustos para diferentes indicadores de desempenho contábil, como retorno sobre os ativos – ROA e retorno sobre o patrimônio líquido - ROE, mesmo submetendo-os a diversas variáveis de controle. Com a análise da *pay-performance sensitivity* das empresas pode-se verificar que a remuneração dos executivos não apresentou sensibilidade tanto em relação às medidas de desempenho contábil, quanto ao retorno das ações. Os resultados mostram que quanto maiores os índices de MTB (*market-to-book*) maior é a remuneração dos executivos. No entanto, a remuneração mostrou uma relação inversa com a alavancagem financeira e governança corporativa. Também não foi detectado nível de conservadorismo contábil que indique sua presença nas demonstrações contábeis da amostra, o que sustenta os resultados encontrados para a hipótese do estudo. Portanto, pode-se perceber que mesmo com o uso generalizado de pagamento de bônus e participações e das evidências de gerenciamento de resultados, as empresas brasileiras não apresentam o conservadorismo contábil como mecanismo de monitoramento de seus contratos de incentivo, expondo-as aos riscos de oportunismo gerencial, contabilidade agressiva, e redução da qualidade da informação dos relatórios financeiros. Diante deste ambiente institucional, estas evidências podem indicar um alerta para os órgãos reguladores de normas contábeis e para as empresas do mercado brasileiro com relação à necessidade de se implantar mecanismos de eficiência contratual, como o conservadorismo contábil, no desenho de contratos de incentivo mais eficientes e equilibrados.

**Palavras-chave:** Teoria da Agência; Remuneração de Executivos; Contratos de Incentivo; *Pay-Performance Sensitivity*.



## ABSTRACT

A number of recent studies point to the relevance of accounting conservatism in the formulation of incentive contracts to executives. Evidence of strong correlations between accounting conservatism and pay-performance sensitivity indicators corroborates the idea that accounting conservatism is demanded by firms as a means of dealing with problems of agency conflicts such as *ex post* settling up problem and management earnings. In this sense, the present study investigates the correlation between conditional accounting conservatism and pay-performance sensitivity for companies that formally based variable remuneration of their executives to accounting performance. The sample contains 474 observations referring to 131 companies listed on the BMF & Bovespa between 2011 and 2016. To achieve the proposed objective, a regression with panel data was employed through an empirical model that captures the relationship between accounting conservatism and pay-performance sensitivity. The study variables were extracted from the executive compensation data and the financial statements of these companies that are disclosed in the Form 20F and Economática®, respectively. The results of the research indicate that Brazilian companies that provide short-term incentives plans to their executives have no relation between conditional accounting conservatism and pay-performance sensitivity. In addition, additional tests were performed using other measures of accounting performance in the regression model, a performance-based pay-sensitivity analysis using the model of Jensen and Murphy (1990) and an analysis of conditional conservatism of the sample, using the model of Basu (1997). The results are robust for different accounting performance indicators, such as return on assets - ROA and return on equity - ROE, even by subjecting them to several control variables. With the analysis of the pay-performance sensitivity of the companies, it can be verified that the executives' compensation was not sensitive both to the measures of accounting performance and to the return of shares. The results show that the higher the MTB (market-to-book) indices the higher the executive compensation. However, the remuneration showed an inverse relationship with financial leverage and corporate governance. We also did not detect degrees of accounting conservatism that indicate its presence in the financial statements of the sample, which supports the results found for the hypothesis of the study. Therefore, it can be seen that, even with the generalized use of bonuses and participations and evidence of results management, Brazilian companies do not present accounting conservatism as a mechanism for monitoring their incentive contracts, exposing them to risks managerial opportunism, aggressive accounting, and reduced quality of financial reporting. In view of this institutional environment, this evidence may indicate an alert for accounting standards regulators and companies in the Brazilian market, regarding the need to implement contractual efficiency mechanisms, such as accounting conservatism, for the design of incentive contracts more efficient and balanced.

**Keywords:** Agency Theory; Executive Compensation; Incentives Contracts; Pay-Performance Sensitivity.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Pesquisas sobre a relação entre conservadorismo contábil e remuneração de executivos .....	38
Quadro 2 - Descrição dos parâmetros do modelo empírico .....	46

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Elaboração da base de dados .....	54
Tabela 2 - Estatísticas descritivas .....	54
Tabela 3 - Coeficientes de correlação.....	55
Tabela 4 - Testes para seleção da abordagem de dados em painel.....	56
Tabela 5 - Análise de regressão de dados em painel .....	57
Tabela 6 - Regressão de dados em painel com variáveis de controle.....	60
Tabela 7 - Regressão de dados em painel para medida de desempenho ROA.....	61
Tabela 8 - Regressão de dados em painel para medida de desempenho ROE .....	62
Tabela 9 - Regressão de dados em painel para a análise da <i>pay-performance sensitivity</i> .....	64
Tabela 10 - Regressão de dados em painel para teste de conservadorismo contábil .....	65
Tabela 11 - Análise de regressão de dados para todos os painéis .....	81
Tabela 12 - Regressão de dados para todos os painéis com variáveis de controle.....	81
Tabela 13 - Regressão de dados para todos os painéis - ROA .....	82
Tabela 14 - Regressão de dados para todos os painéis - ROE .....	83
Tabela 15 - Regressão de dados para todos os painéis - teste de conservadorismo contábil ..	84

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BMF&BOVESPA – Bolsa de Mercadoria e Futuros & Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - *Chief Executive Officer*

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

LPA – Lucro patrimonial por ação

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

MTB – *Market-to-book*

PPS – *Pay-performance sensitivity*

ROA – Retorno sobre os ativos

ROE – Retorno sobre o patrimônio líquido

SFAC - *O Statements of Financial Accounting Concepts*

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Componentes de um típico plano anual de incentivos .....	22
---	----

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
1.1 OBJETIVOS E PROBLEMA DE PESQUISA .....	17
1.2 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS .....	17
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>21</b>
2.1 O CONFLITO PRINCIPAL X AGENTE E OS CONTRATOS DE INCENTIVO.....	21
2.2 RELAÇÃO <i>PAY-PERFORMANCE SENSIBILITY</i> .....	23
2.3 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO BRASIL .....	27
2.4 CONSERVADORISMO CONTÁBIL E OS CONTRATOS DE INCENTIVO .....	32
2.5 HIPÓTESES.....	42
<b>3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>44</b>
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS.....	44
3.2 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO EMPÍRICO PARA O TESTE DE HIPÓTESE.....	44
3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE .....	47
3.4 TESTES ADICIONAIS .....	48
3.4.1 Mensuração da <i>Pay-Performance Sensitivity</i> .....	48
3.4.2 Mensuração do Conservadorismo Contábil Condicional .....	49
3.5 PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS .....	51
<b>4. ANÁLISE E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS</b> .....	<b>53</b>
4.1 RELAÇÃO ENTRE O CONSERVADORISMO CONTÁBIL E <i>PAY-PERFORMANCE SENSIBILITY</i> .....	53
4.1.1 Estatísticas Descritivas .....	53
4.1.2 Análise da relação entre conservadorismo contábil e <i>pay-performance sensitivity</i> .....	56
4.2 TESTES ADICIONAIS .....	59
4.2.1 Transformação das variáveis do modelo principal em seu logaritmo natural.....	60
4.2.2 Outros Indicadores de Desempenho Contábil.....	61
4.2.3 Análise da <i>Pay-Performance sensitivity</i> .....	64
4.2.4 Teste de Conservadorismo Contábil .....	65
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>68</b>
5.1 CONCLUSÕES .....	68
5.2 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES .....	71
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>73</b>
<b>APÊNDICE</b> .....	<b>81</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, as companhias abertas em todo o mundo têm contemplado em seus pacotes de remuneração contratos de incentivo que atrelam um componente variável ao desempenho contábil e/ou preço das ações. De acordo com a teoria da agência, esta prática busca vincular a remuneração do executivo ao desempenho da empresa com o objetivo de incentivá-lo a implementar ações que aumentem a riqueza do acionista e mitigar o clássico problema de conflito de interesses entre agente (executivos) e principal (acionistas).

Na medida em que esta relação incentiva o executivo a criar mais valor para a empresa, com conseqüente aumento de sua remuneração, ambos querem obter uma melhor *pay-performance sensitivity*. Esta é uma medida que indica como a riqueza do executivo varia de acordo com o desempenho da empresa ou, especificamente, como a variação da remuneração depende da variação do desempenho da empresa. Seu coeficiente representa o grau de compromisso que a empresa tem em vincular a remuneração de seus executivos ao desempenho contábil e de mercado (JENSEN; MURPHY, 1990).

Neste cenário, as medidas de desempenho contábeis têm assumido um papel de destaque na formulação de contratos de incentivo. Este papel é corroborado por diversos estudos que evidenciam fortes correlações entre lucros contábeis e remuneração de executivos (LAMBERT; LARCKER, 1987; JENSEN; MURPHY, 1990; BABER et al., 1996). Por outro lado, as empresas que têm sistemas de incentivos mais fortemente baseados em métricas de desempenho contábil também podem induzir os gestores ao gerenciamento de resultados para maximizar seus bônus (HEALY, 1985; BUSHMAN et. al., 2006).

Este problema ocorre porque as ações dos altos executivos das empresas, em função dos cargos que ocupam, não podem ser diretamente observadas pelo proprietário. Isso abre precedentes para comportamentos oportunistas que busquem elevar seus níveis de remuneração que são baseados no desempenho contábil. Por exemplo, os executivos podem dispor do seu poder discricionário para manipular *accruals* contábeis que aumentem os resultados atuais em detrimento de resultados futuros (DECHOW; SKINNER, 2000).

Além disso, o foco excessivo nos resultados de curto prazo, conhecido como miopia gerencial, pode levar o gestor a tomar decisões de investimentos subótimas. Essas decisões sacrificam o valor da firma no longo prazo em troca do desempenho atual e faz com que os executivos sejam pagos por fluxos de caixa futuros esperados que não se concretizam

(DECHOW et al., 1991; BABER et al., 1998; GRAHAM et al., 2005). Caso a administração afira remuneração indevidamente através do comportamento oportunista, é difícil para a empresa reaver esses valores porque a responsabilidade do gestor é limitada e o seu tempo de permanência na empresa é uma variável incontrolável (WATTS, 2003).

A remuneração dos executivos é uma questão bastante recorrente para as empresas, principalmente com a prática de pagamento de altos salários aos CEOs (*Chief Executive Officer*). Os diversos escândalos financeiros envolvendo executivos e diretores de empresas multinacionais, como os casos da Enron e WorldCom nos Estados Unidos, Parmalat e Shell na Europa, Banco Panamericano no Brasil, dentre outros inúmeros casos colocam em cheque a eficiência dos contratos de incentivo. Este cenário ressalta a importância de as empresas desenvolverem meios de lidar com o comportamento oportunista com relação às medidas de desempenho empregadas nos contratos. Portanto, a forma com que são mensuradas é um importante fator de influência no desenho de contratos de incentivo mais eficientes.

Neste aspecto, existe um conjunto de estudos na literatura que tem investigado o papel do conservadorismo contábil condicional<sup>1</sup> nos contratos de incentivo. A ideia central destes estudos é que o conservadorismo contábil condicional, devido as suas características, pode afetar a forma como medidas de desempenho contábil são empregadas nestes contratos. O conservadorismo contábil condicional caracteriza-se pelo maior nível de exigência de padrões de verificabilidade para o reconhecimento de ganhos do que para perdas. Decorrente disso, faz com que as demonstrações contábeis apresentem um padrão assimétrico entre o reconhecimento de informações favoráveis e desfavoráveis. Este reconhecimento assimétrico de perdas econômicas é um indicativo de que o lucro reflete as más notícias mais rapidamente do que as boas notícias, aumentando assim a oportunidade do lucro na divulgação de más notícias em relação às boas (BASU, 1997; BALL et al., 2000).

Watts (2003) explica que ao impor um maior grau de verificabilidade para o reconhecimento dos ganhos do que para as perdas, o conservadorismo contábil condicional restringe a distribuição de lucros e limita o comportamento oportunista. Por estes aspectos, o

---

<sup>1</sup> A literatura especializada apresenta dois tipos de conservadorismo contábil: condicional e incondicional. De acordo com autores como Basu (1997), Watts (2003), Ball e Shivalkumar (2005), entre outros, apenas o conservadorismo do tipo condicional relaciona-se com a demanda por conservadorismo para fins de contratos de incentivo. Portanto, para o contexto deste estudo o conservadorismo contábil refere-se ao tipo condicional. Uma diferenciação mais detalhada entre os tipos de conservadorismo contábil é feita da seção 2.4 da revisão de literatura.



conservadorismo funciona como uma resposta à demanda por mecanismos que mitiguem os conflitos entre as diversas partes interessadas nos ativos líquidos de uma empresa. Por estabelecer maiores restrições na distribuição desses ativos e limitar o comportamento oportunista dos gestores, existe uma demanda por conservadorismo contábil para atender a questões que envolvem *covenants* de dívida, governança corporativa e contratos de incentivo.

Bushman e Indjejikian (1993) acrescentam que o papel dos lucros para fins de incentivo é geralmente avaliado em termos de seu incremento informacional em relação às informações já representadas nos retornos das ações. Este incremento informacional nos lucros é significativamente reforçado quando a correlação entre o lucro contábil e os retornos contemporâneos das ações é menor. O lucro reflete parte da informação do valor da empresa no preço da ação que faz reforçar seu papel como mecanismo de redução do ruído das medidas de desempenho baseadas em retornos econômicos empregada em diversos pacotes de incentivos.

Estes aspectos do conservadorismo contábil condicional também o caracterizam como um importante atributo da qualidade dos lucros. O lucro contábil é um parâmetro utilizado para avaliar os relatórios financeiros em geral, porque modificações em seus componentes fluem através da demonstração de resultados. Como o conservadorismo contábil implica em uma revisão de todas as variáveis das demonstrações financeiras e de todos os *rácios* financeiros baseados nestas variáveis, confere maior transparência e utilidade às demonstrações contábeis (BASU, 1997; BALL; SHIVAKUMAR, 2005).

Nesta linha, um conjunto de evidências na literatura sobre conservadorismo contábil condicional amplificam seu papel para fins de incentivo. Alguns destes estudos têm analisado especificamente sua relação com a remuneração variável dos executivos, através da análise dos indicadores de *pay-performance sensitivity* das empresas.

Por exemplo, a pesquisa de Iyengar e Zampelli (2010) analisa a ligação entre o conservadorismo contábil e a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho contábil. O estudo mostra que empresas com maiores indicadores de *pay-performance sensitivity* apresentam lucros contábeis mais conservadores. Os autores inferem que o conservadorismo contábil, ao limitar as oportunidades de gerenciamento de resultados e melhorar a confiabilidade das medidas de desempenho contábil, permite que as empresas formulem contratos que vinculem mais a remuneração dos executivos ao desempenho contábil.

Iwasaki et al., (2012) evidenciam uma relação entre conservadorismo contábil e o grau de dependência da remuneração variável de executivos de empresas japonesas ao lucro contábil. Os resultados mostram que ambientes onde predominam os contratos implícitos de remuneração de executivos, tem uma maior demanda por conservadorismo contábil, principalmente para as empresas que possuem um ambiente de baixa qualidade da informação.

Leone et al., (2004) constata que remuneração em dinheiro de executivos de países britânicos mostra-se mais sensível aos retornos das ações negativos do que aos retornos positivos. Esta evidência sugere que os conselhos de remuneração, ao basearem a remuneração em demonstrações contábeis conservadoras, não só evitam remunerar seus executivos por ganhos não realizados, mas também os penalizam por perdas esperadas. Esta medida torna os contratos de incentivo mais eficientes com relação aos possíveis problemas de miopia gerencial.

Ao analisar a sensibilidade da remuneração em dinheiro dos executivos ao desempenho contábil, O'Connell (2006) identifica uma forte associação com os resultados contábeis quando há conservadorismo contábil. Segundo o autor, como o conservadorismo contábil caracteriza-se pela baixa correlação contemporânea entre ganhos e retornos nos períodos onde o retorno da ação é positivo (boas notícias), os comitês de remuneração das empresas optam por remunerar seus executivos com base em lucros contábeis. Desse modo, os acionistas evitam ter que recuperar a remuneração em dinheiro paga aos executivos por ganhos não realizados que não se concretizem no futuro e ainda os incentivam a tomar decisões de investimento que maximizem o valor da empresa.

Este conjunto de evidências também demonstra que mesmo em tempos de exigências de neutralidade da informação contábil e fortes debates sobre a contabilidade baseada no “*fair value*”, tal como preconizam atualmente órgãos regulamentadores como o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e o *International Accounting Standards Board* (IASB), o conservadorismo contábil mostra-se ainda persistente (WATTS, 2003; MORA; WALKER, 2015). Além disso, existem discussões sobre a possibilidade destas novas práticas levarem a um aumento no exercício da discricionariedade para fins de gerenciamento oportunista dos números contábeis. Ball (2001) explica que na ausência de conservadorismo contábil os executivos podem enviar estimativas de fluxos de caixa futuros, lucros e ativos líquidos. Os lucros conservadores resolvem estes problemas porque reduzem a probabilidade de o gestor distribuir ativos líquidos das empresas para si através dessas estimativas e agregam utilidade ao lucro contábil para fins de incentivo nos pacotes de remuneração.

## 1.1 OBJETIVOS E PROBLEMA DE PESQUISA

Estudos recentes na literatura sugerem que existe uma maior demanda por conservadorismo contábil condicional para as empresas que vinculam a remuneração variável de seus executivos ao desempenho contábil. Este fenômeno é evidenciado nos indicadores de *pay-performance sensitivity*, que apresentam forte relação com o desempenho contábil quando as empresas apresentam maiores níveis de conservadorismo contábil. Tal comportamento é característico em cenários onde há alta assimetria de informação, onde os acionistas e demais partes interessadas tem menor capacidade de controle e monitoramento dos agentes. Portanto, as evidências apresentadas na literatura podem ser entendidas como uma resposta das empresas, que sabem do papel do conservadorismo contábil em mitigar os problemas decorrentes dos conflitos entre agente e principal, tais como o gerenciamento de resultados e o problema de miopia gerencial.

Portanto, o objetivo principal desta pesquisa é analisar a correlação entre o conservadorismo contábil e a sensibilidade da remuneração ao desempenho contábil. Para tanto, esta pesquisa busca responder à seguinte questão:

**Existe correlação entre o conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity* nas situações em que as empresas vinculam formalmente a remuneração variável dos seus executivos ao desempenho contábil?**

## 1.2 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS

De forma geral, os estudos têm afirmado que o conservadorismo contábil condicional mitiga o comportamento oportunista dos executivos, evitando sua remuneração excessiva decorrente do gerenciamento de resultados. Como consequência, reduz a assimetria de informação, o conflito de agentes e os custos de transação. Estas seriam justificativas plausíveis para sua demanda na elaboração de contratos de incentivo.

Alguns aspectos institucionais elevam a necessidade de aprofundamento dos estudos sobre a relação entre remuneração de executivos e conservadorismo contábil no Brasil. Estas características institucionais decorrem de fatores que influenciaram a estrutura do mercado acionário e a contabilidade no Brasil. Tais aspectos levam o Brasil a ter um fraco sistema de governança corporativa, encadeando possíveis conflitos entre os acionistas majoritários e minoritários e consequentemente fragilizam o mercado acionário brasileiro e tornam os contratos de incentivo ineficientes.

Andrade e Rosseti (2006), em um estudo amplo sobre o mercado acionário brasileiro, destacam alguns destas características: (i) baixa expressividade do mercado, com maioria das sociedades anônimas com capital fechado e poucas empresas listadas na bolsa de valores; (ii) participação expressiva de capital estrangeiro e de grupos financeiros (iii) empresas privadas nacionais, geralmente formadas por grupos familiares (iv) propriedade acionária concentrada, com elevado envolvimento dos acionistas controladores com a gestão das empresas e sobreposição de cargos, (v) conselhos de administração fracos, com pouca independência, (vi) baixa proteção legal ao acionista minoritário. Outros fatores relevantes são o ordenamento jurídico e regulamentar específicos do país, marcado pelo sistema *code law*, onde a contabilidade é mais voltada para as demandas fiscais e o *financial reporting* tende a ser pouco relevante para fins de tomada de decisão nas empresas (NIYAMA, 2008).

Especificamente sobre os pacotes de remuneração no Brasil, a literatura de modo geral (Funchal, 2005; Vassoler et al., 2010; Machado, 2012; Ferreira, 2012; IBGC, 2015) evidencia que a remuneração variável de executivos de empresas brasileiras é predominantemente composta por pagamento de bônus e pela participação em resultados contábeis. Além disso, o mercado brasileiro apresenta evidências de uma forte associação entre remuneração da diretoria e o gerenciamento de resultados (VASSOLER et al., 2010; MACHADO, 2012).

A remuneração de executivos no Brasil também mostra-se em desequilíbrio com o desempenho em períodos de resultados financeiros das empresas. Mais recentemente, no estudo realizado pela PricewaterhouseCoopers (PwC) e Fundação Getúlio Vargas (FGV) em 2016, com 134 companhias de capital aberto mostrou que 76% das empresas brasileiras, mesmo com queda no seu lucro líquido, apresentaram um aumento da remuneração fixa e variável de seus altos executivos. Para estas empresas, 52% das empresas que possuem comitê de remuneração de executivos é composta por membros da administração, não possuindo em sua maioria, conselhos de remuneração ou conselhos de remuneração independentes.

Segundo Iwasaki et al., (2012), os contratos de incentivo onde predominam pagamentos de bônus em dinheiro e participação em resultados contábeis são característicos de contratos de remuneração do tipo implícitos. Estes tipos de contratos abrem brechas para o gerenciamento de resultados para aumento de bônus e participações e conduzem a uma maior demanda por conservadorismo contábil. Portanto, é possível que exista demanda contratual por conservadorismo contábil condicional nas empresas brasileiras, tendo em vista que estas também remuneram seus executivos com base no desempenho contábil.

Outro aspecto relevante que justifica este estudo é a convergência das normas contábeis brasileiras aos padrões de contabilidade internacional por meio da vigência da Lei nº 11.638/2007 e, a partir de 2010, da Lei 11.941/2009. Os novos padrões contábeis preconizam a neutralidade da informação contábil e a contabilidade baseada no “*fair value*”, em detrimento do conservadorismo contábil, seguindo a tendência do *International Financial Reporting Standards – IFRS*. Neste aspecto, as discussões sobre o tema colocam em cheque esta prática devido à flexibilidade concedida pelas normas do IFRS conferirem maior discricionariedade ao gestor sobre a política contábil das empresas e, desse modo, abrirem brechas para a gestão oportunista.

Além disso, no Brasil foi somente através da Instrução Normativa nº 480/2009, emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que se instaurou maiores níveis de exigência de transparência nas informações sobre a composição da remuneração de seus administradores. Portanto, tratam-se de informações acessíveis somente recentemente, tornando o tema um campo fértil e oportuno de investigação sobre os aspectos da remuneração de executivos de empresas brasileiras.

O presente estudo contribui para a literatura acadêmica por ampliar as discussões acerca da relação entre conservadorismo contábil e remuneração de executivos. Trata-se do primeiro trabalho a tratar a relação entre conservadorismo contábil e a remuneração de executivos, explorando os indicadores de *pay-performance sensitivity* das empresas brasileiras. Neste aspecto, o estudo pode preencher uma lacuna relevante na literatura e estimular novas pesquisas sobre o tema. Conseqüentemente, esta pesquisa pode ajudar a fornecer novas evidências empíricas para os estudos sobre o papel do conservadorismo contábil nos contratos de incentivo, uma vez que as pesquisas sobre o tema, até mesmo em âmbito internacional, ainda são bastante escassas.

Assim, este estudo pode preencher uma lacuna de interesse dos diversos usuários da informação contábil, bem como das várias partes interessadas na empresa. O estudo pode trazer informações relevantes que facilitem o desenho de contratos de incentivo mais eficientes, que atendam à demanda dos acionistas e dos gestores, por meio de uma relação contratual mais equilibrada entre as partes.

O trabalho segue a seguinte estrutura: a seção 2 fornece a revisão de literatura que fundamenta as principais ideias sobre composição da remuneração de executivos e *pay-performance sensitivity*, bem como sua relação com o conservadorismo contábil e propõe a

hipótese do estudo; a seção 3 descreve a metodologia de análise de dados e os modelos econométricos empregados na pesquisa; a seção 4 apresenta os principais resultados; e a seção 5 dispõe as considerações finais.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 O CONFLITO PRINCIPAL X AGENTE E OS CONTRATOS DE INCENTIVO

O ponto de partida para a compreensão da relevância dos contratos de incentivo nos pacotes de remuneração está no clássico problema de agência. Segundo Berle e Means (1932) a divisão entre controle e propriedade culminou no conflito de objetivos entre o acionista (proprietário) e o executivo (agente). A assimetria informacional e os custos de agência decorrentes destes conflitos trouxeram à necessidade de adoção de mecanismos que promovam o alinhamento de utilidade do agente ao principal (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Jensen e Meckling (1976) salientam que para promover este alinhamento de interesses, a empresa pode optar por remunerar seus gestores a partir de um plano de incentivos. Nesta linha, Ross (1972) entende que a agência é essencialmente um problema de incentivos contratuais que centraliza-se na seleção de sistemas de compensação e na orientação da distribuição de incentivos e riscos que melhor impactem no comportamento dos agentes. Assim, o fornecimento de incentivos no sistema de compensação, com regras e processos bem definidos, ajuda a garantir que os conselhos de administração cumpram seus deveres fiduciários com os acionistas e reduz o conflito de agência (JENSEN et al., 2004).

Jensen e Murphy (1990) ressaltam que para que um pacote de remuneração seja bem estruturado deve, simultaneamente, atrair os melhores executivos ao menor custo, motivá-los a criar valor para o acionista e evitar a desvalorização das ações. Estes mecanismos de alinhamento, em suma, podem se dar através de compensação vinculada ao lucro contábil ou às medidas de mercado como a participação de ações, as opções de ações e os contratos que contenham cláusulas prevendo a demissão de administradores por baixo desempenho.

Portanto, a remuneração dentro do programa de incentivos é um meio de tentar alinhar interesses, equacionando de forma mais equilibrada o desempenho, a remuneração e a assunção de riscos (LAMBERT, 2001; HORNGREN et al., 2004). Dessa forma, a partir da teoria da agência, são discutidas estruturas ideais de contratos de incentivo que busquem alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas das empresas.

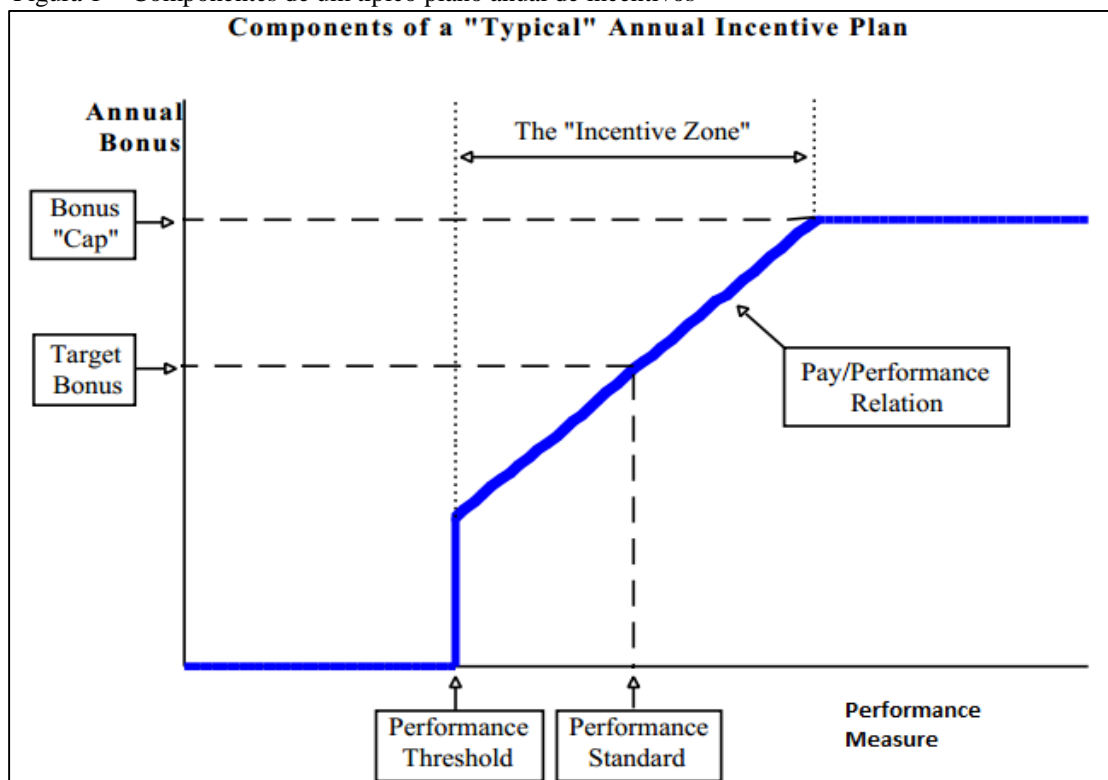
Quanto aos componentes da remuneração, apesar das diversas modalidades existentes, a maior parte dos pacotes de remuneração de executivos é composta por salário base mais uma parcela de remuneração variável, geralmente constituída de incentivos de curto e longo prazos. Além disso, outros componentes podem ser incluídos no pacote como plano de benefícios a

empregados, seguro de vida, aposentadoria complementar entre outros componentes que dependem da política de remuneração de cada empresa.

Os incentivos de curto prazo são atrelados às metas de desempenho de curto prazo e se dão sob a forma de pagamento de bônus e participação nos resultados, geralmente baseados em indicadores de desempenho do exercício em curso, como lucro e vendas. Os incentivos de longo prazo se estendem a períodos que ultrapassam um exercício, como a remuneração baseada em ações e opções. A remuneração baseada em ações vincula os ganhos do executivo ao valor das ações, tornando o executivo um acionista da empresa; a remuneração baseada em opções concede o direito de comprar ações com data e preço futuro pré-determinados (MURPHY, 1999; AGGARWAL, 2008).

Segundo Murphy (1999), a remuneração variável é composta por três itens: medida de desempenho, padrão estabelecido e estrutura da relação *pay-for-performance*, conforme figura 1 a seguir:

Figura 1 - Componentes de um típico plano anual de incentivos



Fonte: Murphy (1999, p. 80).

De acordo com a figura acima, num plano típico de remuneração variável, nenhum bônus pode ser pago até que seja atingido determinado nível de desempenho. Um bônus mínimo pode ser pago quando se alcança uma meta mínima de desempenho. Ao se atingir a meta de



desempenho padrão, o bônus-meta pode ser pago, no entanto é fixado um limite. A zona de incentivo indicada consiste num intervalo entre desempenho mínimo e máximo.

Jensen et al., (2004) explicam que existem três dimensões fundamentais na concepção de qualquer política de remuneração: (i) benefícios totais esperados associados ao cargo - referem-se aos benefícios totais esperados que atraem e mantêm os executivos ou os estimulam a sair da empresa; (ii) composição do pacote de remuneração – refere-se aos elementos individuais do pacote de remuneração, como salário em dinheiro, o montante de dinheiro em risco relacionado com o desempenho, ações, ações restritas ou opções, benefícios de aposentadoria e também benefícios não pecuniários, como prestígio e reputação e (iii) a relação *pay-for-performance* – refere-se a quais ações e resultados são recompensados ou penalizados. Uma boa política de remuneração deve atender a estas três dimensões simultaneamente se deseja melhor alinhar os interesses nas relações de agência.

No entanto, há dúvidas sobre o que determina a composição dos pacotes de remuneração de executivos. Para Frydman e Jenter (2010) pode ser decorrente da aplicação de modelos de contratos ideais para atrair e manter os executivos mais talentosos ou pode ser simplesmente resultado da influência do executivo na organização, que o faz determinar seu próprio salário. Outras características específicas da empresa e do CEO podem influenciar o nível e a estrutura da remuneração tais como o tamanho da empresa (Aggarwal, 2008; Conyon e Murphy, 2000), idade do CEO (Hallock et al., 2008), estrutura de propriedade (Lippert e Porter, 1997) e o risco (JENSEN; MURPHY, 1990; CORE; LARCKER, 2002). De acordo com Murphy (1985), estas características podem entrar na discussão sobre a relação *pay-for-performance* que, se mal geridas, podem levar a elaboração de pacotes de remuneração ineficientes.

## 2.2 RELAÇÃO PAY-PERFORMANCE SENSIBILITY

A exploração da relação *pay-performance* é resultado das mudanças das estruturas de remuneração de executivos que passaram a vincular o pagamento de salários do CEO ao desempenho da empresa (LIPPERT; PORTER, 1997). Esta relação tem seus pressupostos assentados na Teoria da Agência que prediz que os contratos de incentivo nos pacotes de remuneração são feitos para alinhar interesses entre os executivos e os acionistas. Desse modo, a medida da relação entre *pay-for-performance* é um importante balizador do impacto das métricas de desempenho na remuneração (HALL; LIEBMAN, 1998).

Jensen e Murphy (1990) mensuram esta relação denominando-a de *pay-performance sensitivity* (PPS). Segundo estes autores, a PPS representa a variação do dólar na riqueza do executivo, associada à variação de um dólar na riqueza dos acionistas. É uma medida mais abrangente de como a riqueza do CEO varia de acordo com o desempenho da empresa. Seu coeficiente representa o nível de alinhamento dos interesses entre o CEO e os acionistas e o grau de compromisso da empresa em vincular a remuneração ao desempenho (HOLMSTRÖM, 1979; LIPPERT; PORTER, 1997).

Murphy (1999) faz uma diferenciação entre as relações explícitas e implícitas da riqueza do executivo e a criação de riqueza do acionista. A riqueza do CEO possui uma relação explícita e mecânica com a criação de riqueza do acionista, sob a forma de participações de ações, ações restritas e opções de ações. A relação implícita da riqueza do CEO com o desempenho dos preços de ações ocorre por meio de bônus baseados em métricas contábeis, dos ajustes anuais de salários, do desempenho no cumprimento de metas e dos bônus.

Quanto à escolha do critério de mensuração desta riqueza, entre métricas contábeis e métricas de mercado, existem diferentes considerações que amparam o uso de ambas. O uso de métricas contábeis, como o lucro, são criticadas por não refletirem de modo oportuno informações para fins contratuais (BALL; BROWN, 1968; BEAVER, 1968). Por outro lado, as medidas de desempenho baseadas no preço das ações nem sempre agregam informação ideal para resolver questões que envolvem a remuneração de executivos, demandando assim o uso de medidas contábeis (SLOAN, 1993).

A composição da remuneração de executivos tem exibido um uso generalizado de incentivos baseados em desempenho contábil. Holmstrom (1979) sugere que o aumento do emprego de medida de desempenho utilizada no contrato de compensação é uma função crescente da relação “sinal-ruído” em relação às ações do agente. Por isso, na medida em que os incentivos são fornecidos no pacote de remuneração do CEO, o peso de medidas contábeis aumenta para fixação de contratos de incentivo, pois limita a sensibilidade da riqueza do CEO ao ruído do desempenho dos preços de ações.

Corroborando com esta ideia, Bushman e Indjejikian (1993) explicam que o preço das ações absorve todas as informações disponíveis, incluindo os lucros contábeis. Contudo, o preço das ações é gerado por decisões de avaliação, que geralmente não é capaz de fornecer incentivos eficientes. Neste âmbito há um crescimento da relevância da informação dos resultados contábeis em finalidades contratuais, como um meio de minimizar o conflito entre

agente e principal. Apesar de a empresa remunerar o executivo tanto com base no desempenho contábil quanto no desempenho das ações, quando os lucros e o preço das ações refletem diferentes conjuntos de informações, o papel dos lucros contábeis aumenta. Os lucros contábeis passam a funcionar como um mecanismo de redução do ruído na avaliação de desempenho e proporciona o equilíbrio dos incentivos. Assim, as variações no conteúdo informativo dos lucros influenciam a intensidade com que os lucros e os preços das ações são empregados em contratos de incentivo.

Jensen e Murphy (1990) afirmam que apesar de a remuneração baseada em ações representar grande parte da variação da riqueza do executivo, isso não implica que os incentivos do executivo sejam impulsionados mais pelo desempenho das ações do que pelo desempenho contábil. Eles explicam que os CEOs entendem como suas ações afetam os lucros contábeis, mas não entendem como afetam o valor para os acionistas, levando-os a se concentrarem mais em aumentar os seus bônus baseados em medidas de desempenho contábil.

Quanto à mensuração da sensibilidade da remuneração ao desempenho, o modelo empírico mais empregado é o de Jensen e Murphy (1990). No modelo, a *pay-performance sensitivity* é entendida como a variação do dólar na riqueza do CEO associada a uma mudança de um dólar na riqueza dos acionistas. Os coeficientes de sensibilidade mais próximos de 1 (um) indicam um maior alinhamento entre os interesses do executivo e dos acionistas. Jensen e Murphy (1990) explicam que a *pay-performance sensitivity* é dada pela seguinte equação:

$$\Delta(\text{CEO salary} + \text{bônus})_t = a + b\Delta(\text{shareholderwealth})_t$$

Onde, a variável  $\Delta(\text{CEO salary} + \text{bônus})$  indica a variação da riqueza do executivo, cujo valor é o somatório da composição de sua remuneração (salário + bônus). A variação da variável riqueza do acionista [ $b\Delta(\text{shareholderwealth})_t$ ] é definida como  $rtV_{t-1}$ , onde  $rt$  é a taxa de retorno ajustada pela inflação de ações ordinárias realizada no exercício  $t$  e  $V_{t-1}$  é o valor da empresa no final do ano anterior.

No estudo realizado por Jensen e Murphy (1990), onde os autores empregam este modelo, foram utilizados dados de empresas americanas divulgados pela Forbes, durante o período de 1974 a 1986. Os resultados indicam uma PPS total de US \$ 3,25 por US \$ 1.000,00 de mudança na riqueza acionista. Na análise, a riqueza do CEO corresponde à remuneração total paga em *cash*, composta pelo somatório da parcela fixa e variável da remuneração, bônus, ações, *stock options*, entre outros. Os autores concluem que a *pay-performance sensitivity*,

apesar de crescente, é fraca para proporcionar incentivos significativos aos gestores. O tamanho da empresa também foi apontado como um determinante importante, porque as pequenas empresas tendem a fornecer mais pacotes de remuneração baseados em incentivos.

O modelo de Jensen e Murphy (1990) passou a ser o mais empregado nos estudos que mensuram o coeficiente da relação entre remuneração e desempenho. Seu modelo de estimativa tem sofrido adaptações em termos econométricos e teóricos em diversos estudos. Baker e Hall (2004) empregam um modelo para explicar as enormes diferenças de sensibilidade entre executivos de empresas grandes e pequenas. O elemento de maior impacto segundo o estudo, é a elasticidade da produtividade do CEO, que aumenta com o tamanho da empresa.

Explorando outras estimativas de desempenho, Hall e Liebman (1998) apontam uma forte relação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa, gerada principalmente por mudanças no valor das participações de CEOs em ações e opções de compra de ações. No estudo, foi mensurada a PPS sobre as participações de CEOs em ações e opções de ações das maiores empresas de capital aberto da União Europeia, no período de 1980 a 1994. Os autores explicam que as estimativas de estudos anteriores ignoraram as mudanças no valor das ações e opções de ações, que representam parte significativa da sensibilidade.

Alguns estudos sobre a mensuração da PPS focam principalmente no método estatístico a ser empregado. Schaefer (1998) por exemplo, incrementa o modelo de Jensen e Murphy (1990) fazendo uma análise da relação entre a *pay-performance sensitivity* e o tamanho da empresa por meio de regressão não-linear. Os resultados revelam que a *pay-performance sensitivity* do CEO é inversamente relacionada com a raiz quadrada do tamanho da empresa. O autor explica que uma vez que a variância da riqueza dos acionistas está aumentando com o tamanho, uma empresa maior que aumenta esta sensibilidade, reduz a certeza total mais do que uma pequena empresa.

Hallock et al., (2008) empregam a regressão quantílica para investigar a heterogeneidade na relação *pay-performance* na distribuição entre altos e baixos salários de gerentes de empresas americanas, no período de 1992 a 2004. A distribuição dos salários evidencia uma considerável heterogeneidade nos indicadores de sensibilidade ao desempenho das empresas, decorrentes principalmente de fatores como capacidade gerencial, aversão ao risco e idade.

Outros estudos também exploram as diversas estruturas de remuneração e as diferentes métricas de desempenho que podem impactar os níveis de sensibilidade. Lambert e Larcker (1987) examinam a sensibilidade da remuneração em dinheiro dos CEOs em relação ao desempenho baseados em lucros contábeis e nos preços das ações. Os resultados contábeis nos pacotes de remuneração mostram-se mais úteis quando contêm menos "ruído" do que os retornos das ações.

Lippert e Porter (1997) questionam o uso inadequado de alguns componentes de remuneração empregados nos estudos, que geralmente considera apenas o salário e o bônus e ignora parte substancial do salário total representada por ações e opções de ações, que ocorre sob o argumento de dificuldades na mensuração. Para mensurar a sensibilidade da remuneração total, além de mensurarem a sensibilidade do salário mais bônus em dinheiro, os autores incluem ações restritas, opções de ações, remuneração em dinheiro e prêmios de desempenho de longo prazo. Os resultados mostram uma relação negativa e baixa sensibilidade.

Aduda (2011) analisa a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas entre os bancos comerciais listados na Bolsa de Valores de Nairobi, no Quênia. Os resultados mostram que as medidas contábeis de desempenho não são fundamentais para determinar a remuneração dos executivos e que o tamanho da empresa apresenta-se negativamente relacionado com a remuneração. O autor sugere que há uma limitação da remuneração dos executivos como um incentivo para assegurar a maximização da riqueza aos acionistas.

### 2.3 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS NO BRASIL

A remuneração de executivos no Brasil é marcada por uma elevada heterogeneidade de práticas entre empresas. De modo geral, é composta por salário fixo (com benefícios indiretos como assistência médica, alimentação, etc.), remuneração variável de curto prazo (bônus e participações em resultados) e de longo prazo (ações, *stock options*) e benefícios pós-emprego.

Segundo dados do ano de 2015 do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), dos pacotes de remuneração dos executivos de empresas brasileiras 20,6% das empresas pagam seus conselheiros com remuneração variável e/ou por ações, além da parcela fixa. Entre essas empresas, a composição média da remuneração dos conselheiros corresponde a 61,8% de parcela fixa, 21,4% de parcela variável de curto prazo e 16,8% de remuneração por ações.

Com relação à divulgação destas informações por parte das empresas, somente com a emissão da Instrução Normativa 480/2009, vigente a partir de 2010, é que se tornou obrigatória a evidenciação de informações mais detalhadas sobre a política de remuneração dos executivos. Estas informações devem ser prestadas no Formulário de Referência, no qual a empresa deverá evidenciar separadamente os valores pagos referentes aos componentes fixos e variáveis, de curto e de longo prazos, a remuneração baseada em ações e também os benefícios pós-emprego ou por cessação do exercício do cargo. Desse modo, as empresas passaram a ser submetidas a regras mais rígidas com relação à evidenciação, proporcionando maior transparência ao mercado financeiro.

Com a obrigatoriedade da divulgação, as pesquisas sobre remuneração de executivos no Brasil cresceram significativamente nos últimos anos. Os estudos sobre o tema se apresentam de forma bastante diversificada na literatura, mas é possível apontar algumas abordagens principais que apresentam aspectos relevantes ao presente estudo.

Um dos primeiros trabalhos realizados foi o de Funchal (2005), que examina fatores os determinantes da remuneração de executivos de empresas emissoras de *American Depositary Receipts* (ADR's) do Brasil, Argentina, Chile e México. O estudo se baseou em indicadores de desempenho, tamanho, setor e país e características de governança corporativa das empresas, como conselho, diretoria executiva e estrutura de propriedade. Os resultados sugerem que tamanho, setor e país são fatores determinantes da remuneração. No entanto, desempenho e governança corporativa não apresentam relação com a remuneração. Segundo os autores, esse resultado pode ser decorrente da baixa qualidade da informação e nível de transparência das informações sobre remuneração e da concentração de propriedade, que limita as ações de executivos em seu próprio benefício.

Outros estudos evidenciam uma relação entre remuneração e gerenciamento de resultados. Como exemplo temos o trabalho de Vassoler et al., (2010) que analisa a remuneração da diretoria executiva e do conselho de administração de empresas brasileiras emissoras de ADRs, no período de 2002 a 2008. Os resultados apontam uma forte relação entre o volume total de remuneração paga aos executivos e o gerenciamento de resultados. Nesta mesma linha, Machado (2012) estuda a influência da política de remuneração de empresas brasileiras, americanas e inglesas do setor industrial no nível de gerenciamento de resultados. Também identificou que a política de remuneração influencia o nível de gerenciamento de resultados. Esta influência ocorre por meio de atividades operacionais e *accruals*

discricionários, que ocorre sobretudo no Brasil. A idade e *expertise* do executivo e características da empresa como o segmento, desempenho e tamanho reforçam esta relação.

Há também um trabalho experimental. O estudo realizado por Santos (2012) explora o uso do lucro econômico como uma medida de desempenho *forward-looking* em contratos de incentivo contingentes e sua capacidade de mitigar o problema de horizonte. Os resultados da pesquisa indicam que a incorporação do lucro econômico como uma medida de desempenho contábil alternativa ao lucro contábil, gera incentivos de ações que se alinham aos objetivos de longo prazo da empresa, atenuando assim o problema de miopia gerencial.

Nota-se que entre os estudos sobre o tema destaca-se uma frequência maior para as pesquisas que buscam estabelecer relações entre remuneração de executivos e o desempenho, tanto contábil quanto de mercado. No entanto, pela heterogeneidade de abordagens empregadas nos estudos, não há um consenso sobre os resultados. Por exemplo, os resultados dos estudos que buscam identificar o impacto da remuneração dos executivos no desempenho das empresas são controversos.

Alguns estudos corroboram no sentido de não ter encontrado relação entre a estrutura de remuneração paga aos executivos e o aumento de desempenho financeiro. A pesquisa de Alves e Krauter (2014), indica uma relação negativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro de empresas do setor industrial. O estudo investiga se a estrutura de remuneração oferecida aos gestores, na forma de salário fixo, remuneração variável e pacote de benefícios converte-se em melhor desempenho financeiro para estas empresas. Na mesma direção, Silva e Chien (2013) sugerem que não existe uma relação significativa entre remuneração executiva e o valor da empresa (*price-to-book* e Q de Tobin) e também não há evidências de associação com melhora do desempenho operacional.

Há outro conjunto de estudos que busca verificar a influência das métricas de desempenho na remuneração dos executivos. Dependendo da variável de desempenho empregada, alguns estudos ou não encontraram relação ou encontraram relação inversa. Os estudos de Beuren, Silva e Mazzioni (2015) e Krauter (2013), por exemplo, apontam uma relação negativa e significativa do salário médio mensal com o tamanho da empresa e os indicadores de desempenho financeiro, encontrando relação da remuneração apenas com o desempenho de mercado. Nos estudos de Krauter e Souza (2013) e Tannuri et al., (2013) também não identificam relação positiva entre incentivos de curto prazo, incluindo o salário

fixo, bônus e a participação nos lucros, gratificações pagas no mesmo ano, e desempenho financeiro.

Por outro lado, alguns estudos apontam uma relação positiva, no entanto as abordagens metodológicas empregadas são bastante diversificadas. Alguns estudos que empregam a remuneração total média, controlando informações acerca do grupo de executivos para empresas do setor financeiro ou analisam anos e indicadores de desempenho específicos, encontrando relações tanto com o desempenho financeiro quanto com o desempenho contábil (KRAUTER, 2013; BEUREN et al., 2014; FERNANDES; MAZZIONI, 2015).

O trabalho de Gonzaga, Yochinaga e Júnior (2013) sugere a existência de relação entre incentivos gerenciais oferecidos aos gestores e o desempenho econômico das empresas, dadas pelo retorno de mercado e retorno patrimonial da ação. Para ROE encontram relação negativa e significativa. Já o estudo de Anjos et al., (2015) mostra que o controle acionário possui relação negativa e estatisticamente significativa com a remuneração. No entanto, para os indicadores ROE e lucro por ação, assim como o EBITDA, apontam uma relação positiva. Machado e Rogers (2016) encontram relação significativa entre a remuneração dos executivos e o retorno sobre o patrimônio líquido, o ativo total e os níveis de governança corporativa. Por outro lado, alavancagem financeira, ROA e ao lucro por ação não apresentam nenhuma associação com a remuneração.

Os trabalhos de Merofa (2014) e Lopes et al., (2016) investigam a relação entre remuneração dos executivos e endividamento de empresas brasileiras. Os resultados confirmam uma relação negativa entre endividamento e remuneração dos executivos. A análise isolada dos componentes de remuneração variável mostra que os bônus apresentam uma relação negativa com o endividamento geral. As empresas com maior alavancagem financeira implementam planos de compensação aos executivos com menor sensibilidade ao desempenho, ao contrário das empresas menos alavancadas. Estes resultados, segundo os autores, estão de acordo com as suposições da Teoria da Agência de que o endividamento é empregado pelas empresas como um mecanismo disciplinador do comportamento dos executivos, para incentivá-los a um maior comprometimento e assim mitigar conflitos.

Chien (2012) analisa se a remuneração dos executivos afeta o valor e o desempenho das empresas. Com base nos dados das companhias abertas brasileiras, os resultados indicam que existe uma relação positiva e significativa entre remuneração de executivos e valor da empresa (*price-to-book*). O autor infere que as empresas que pagam maior remuneração a seus



executivos possuem maior valor de mercado. Por outro lado, não foi evidenciada relação significativa entre remuneração e indicadores de desempenho operacional (retorno sobre ativos e crescimento de vendas).

Em estudo mais recente, Aguiar e Pimentel (2017) verificam a relação entre a remuneração de executivos e desempenho contemporâneo e defasado de empresas brasileiras entre os anos de 2011 e 2015, tendo como base a teoria da motivação e a teoria da agência. Os resultados indicam que a relação entre remuneração e desempenho ocorre tanto com desempenho financeiro, quanto com desempenho de mercado, dado tanto por incentivos de curto prazo, quanto de longo prazo. Os autores também sugerem evidências de existência de problema de horizonte no mercado brasileiro ao indicarem que a remuneração de curto prazo (bônus e participação nos resultados) está positivamente associada com o desempenho de curto prazo.

Benini et al., (2017) analisam a relação entre remuneração de executivos e características do sistema de governança corporativa das empresas do mercado acionário brasileiro, como tamanho do conselho de administração e fiscal, tamanho da empresa e nível de governança, entre os anos de 2013 e 2015. Os resultados apontam uma associação significativa, porém inversa da remuneração executiva com os níveis de governança corporativa. Os autores inferem que empresas que aplicam as recomendações de governança de acordo com o nível aderido, apresentam valores menores de remuneração pagas aos seus executivos.

Nota-se que as diversas pesquisas sobre remuneração de executivos no Brasil empregaram diferentes metodologias para analisar amostras e períodos distintos e testando diferentes variáveis de desempenho, em alguns casos para setores específicos. Os resultados de falta de sensibilidade da remuneração às diversas medidas de desempenho, sugerem que a remuneração dos executivos não esteja associada ao desempenho dessas variáveis, para os casos analisados. No entanto, é importante lembrar que as políticas de remuneração podem divergir entre as empresas. Além disso, apesar da evolução no *disclosure*, ainda existem evidências de superficialidade, inconsistências ou omissões nas informações acerca dos componentes de remuneração variável de empresas brasileiras (BEUREN; SILVA, 2015).

Assim, com a falta de convergência dos resultados dos estudos, até pela diversidade de abordagens para investigar esta relação, não se tem certeza da magnitude da relação entre

remuneração de executivos e desempenho de empresas brasileiras. Estes podem ser fatores relevantes para a discrepância entre os resultados das pesquisas.

#### 2.4 CONSERVADORISMO CONTÁBIL E OS CONTRATOS DE INCENTIVO

O conservadorismo contábil caracteriza-se por ser associado a ambientes de incerteza, nos quais os valores de itens patrimoniais são fortemente influenciados por eventos futuros e sujeitos à mensuração que dependam de estimativas, que poderão impactar na posição patrimonial e financeira da entidade. Ao se deparar com alternativas de mensuração igualmente prováveis, a empresa opta por escolher aquela que implique no menor valor para os ativos e receitas e no maior valor para passivos e para as despesas.

Watts (2003) define o conservadorismo contábil como o requisito de verificação assimétrica entre ganhos e perdas, que confere um maior grau de exigência de verificabilidade para o reconhecimento de ganhos do que para o reconhecimento de perdas. Para Basu (1997) o conservadorismo contábil é a tendência dos contadores em exigir maior verificabilidade para o reconhecimento de boas notícias do que para as más notícias nos relatórios contábeis. Givoly e Hayn (2000) explicam que o conservadorismo é um critério de seleção entre os princípios contábeis que leva à minimização dos lucros acumulados reportados por um reconhecimento mais lento da receita, um reconhecimento mais rápido das despesas, uma menor avaliação dos ativos e uma maior avaliação do passivo.

Como um princípio, o conservadorismo contábil pode ser definido como o reconhecimento mais prudente e oportuno das perdas não realizadas em relação aos ganhos não realizados. Nas estruturas conceituais do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e o *International Accounting Standards Board* (IASB), o conservadorismo é tratado como um dos atributos da confiabilidade. É alinhado ao princípio da prudência, que estabelece que entre duas alternativas igualmente prováveis, deve-se escolher a que implique em maior valor para as perdas do que para os ganhos.

Segundo o IASB (2001, p.84), “trata-se do emprego de um grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários à realização de estimativas em condições de incerteza, onde ativos e receitas não sejam superestimados e os passivos ou despesas não sejam subestimados”. O *Statements of Financial Accounting Concepts* (SFAC) nº 2/1980 do FASB, que trata das características qualitativas da informação contábil, destaca o conservadorismo (prudência) como um atributo que confere confiabilidade para a informação contábil. Este

atributo caracteriza-se principalmente por constituir uma reação prudente perante os riscos e as incertezas a que as empresas estão expostas.

No Brasil, o conservadorismo contábil já era tratado em normativos emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como na Deliberação nº 29/86, que trata da estrutura conceitual básica da contabilidade. O Conselho Federal de Contabilidade (CFC), há um alinhamento de entendimento entre o conservadorismo contábil e o princípio da prudência desde a Resolução nº 750/93 e que, posteriormente, se solidificou após a harmonização com as normas internacionais de contabilidade.

O conservadorismo contábil é classificado em dois tipos: condicional e incondicional. O conservadorismo incondicional refere-se à redução sistemática de um número contábil sem considerar a informação ou um evento (BEAVER; RYAN, 2000). Trata-se de um processo onde os valores de patrimônio líquido são diminuídos, independente de indicativos de possíveis perdas econômicas. Mora e Walker (2015) explicam que o conservadorismo incondicional, ou conservadorismo de balanço, tem natureza *ex-ante*, ou seja, a escolha contábil ocorre antes do fluxo de notícias sobre o desempenho de um ativo. Este tipo de conservadorismo afeta principalmente o balanço patrimonial, porque consiste numa subavaliação persistente dos ativos líquidos.

Ahmed (2002) afirma que no conservadorismo incondicional, recorre-se aos componentes não discricionários, aqueles decorrentes da aplicação das normas e princípios contábeis que impliquem em procedimentos de mensuração mais prudentes. Por isso, este apenas reflete a avaliação prudente e sistemática dos itens patrimoniais, mas não incorpora novas informações que impactam no valor econômico da empresa. Neste caso, por exemplo, opta-se por não reconhecer certos tipos de despesas como investimentos, mesmo havendo a perspectiva de geração de uma taxa de retorno, como é o caso de despesas com pesquisa e desenvolvimento. Outro exemplo é a preferência pelo uso da depreciação acelerada e da avaliação de estoques pelo método UEPS (último a entrar e primeiro a sair).

Basu (1997) lançou as bases para o que se entende como conservadorismo condicional. Neste tipo de conservadorismo, o reconhecimento de ganhos e perdas está atrelado à velocidade com que boas e más notícias sobre o desempenho dos itens patrimoniais são refletidas nas demonstrações financeiras. Ball e Shivakumar (2005) explicam que o conservadorismo condicional é um fenômeno onde a antecipação do registro está ligada a possíveis perdas econômicas. Ou seja, diante de eventos desfavoráveis, as perdas estimadas são reconhecidas

tempestivamente, mas o mesmo não ocorre diante de eventos mais favoráveis, que só serão reconhecidos quando realizados.

No conservadorismo condicional predominam os componentes discricionários, aqueles que decorrem das escolhas contábeis feitas voluntariamente pelos gestores (AHMED, 2002). Como tem efeito primário nas contas de resultado, é também conhecido como conservadorismo *ex-post* ou conservadorismo de informação. Como exemplo, têm-se o registro de estoques pelo menor valor entre custo e mercado, baixa por *impairment* de ativos fixos e intangíveis e o reconhecimento assimétrico entre perdas e ganhos (RYAN, 2006).

Diversos estudos, tais como os de Beaver (1968), Hayn (1995) e Basu (1997), evidenciam o impacto do conservadorismo condicional nos resultados contábeis. Como consequência, os lucros contábeis mostram uma associação muito mais forte com os retornos contemporâneos quando o retorno das ações é negativo (más notícias) em comparação com o retorno positivo das ações (boas notícias). Estes são indicativos de que os lucros são mais oportunos no reconhecimento de más notícias do que de boas notícias.

A distinção entre os tipos de conservadorismo, em condicional e incondicional, é uma questão central para entender o papel do conservadorismo como mecanismo de eficiência contratual. Para Basu (1997) o conservadorismo incondicional surgiu de demandas ligadas a incentivos fiscais e regulação, já o conservadorismo condicional está mais relacionado a concepção de contratos, pois apenas o conservadorismo condicional fornece novas informações que poderiam gerar respostas para as demandas contratuais. Ball e Shivalkumar (2005) afirmam que é difícil ver como o conservadorismo incondicional pode afetar as relações contratuais, por parecer ineficiente ou, na melhor das hipóteses, neutro para fins contratuais.

Neste aspecto, existem importantes argumentos para explicar a demanda por conservadorismo contábil condicional para fins contratuais. Em um estudo bastante amplo sobre o assunto, Watts (2003a, 2003b) explora os aspectos teóricos e os estudos empíricos de diversos autores que indicam as razões que justificam a demanda por conservadorismo contábil condicional. O autor explica que, ao impor restrições na distribuição dos ativos, o conservadorismo contábil condicional limita o comportamento oportunista em ambientes onde há assimetria de informação. Estes aspectos tornam o conservadorismo contábil condicional um mecanismo eficiente para lidar com os problemas de risco moral e seleção adversa, decorrentes do conflito entre principal e agente. Por estas razões, Watts (2003) argumenta que existe uma

forte demanda por conservadorismo contábil condicional para atender questões que envolvem os *convenants* de dívida, a governança corporativa e os contratos de incentivo de executivos.

Com relação aos *convenants* de dívida, presume-se que os detentores de dívida exigem uma contabilidade conservadora para evitar a liquidação de dividendos, monitorar o valor de liquidação de uma empresa de forma mais eficiente e exercer seus direitos contratuais em tempo hábil. Ahmed et al., (2002) apontam evidências nesta direção, mostrando que os detentores de bônus aceitam uma taxa de retorno menor em função da redução de risco de pagamento excessivo de dividendos para empresas com maiores níveis de conservadorismo. Dado o nível de financiamento necessário para implementar as oportunidades de investimento e para minimizar o custo da dívida, as empresas aceitam restrições mais rígidas sobre sua capacidade de pagar dividendos. Essa relação destaca-se principalmente quando há conflitos mais graves entre obrigacionistas e acionistas sobre a política de dividendos. Desse modo, a contabilidade conservadora diminui a possibilidade de que os acionistas recebam dividendos de lucros relatados que nunca se materializam no futuro.

Sob o aspecto da governança, entende-se que o reconhecimento assimétrico dos ganhos ajuda os acionistas a monitorarem os gerentes de forma mais eficaz. O estudo de Ahmed e Duellman (2007), por exemplo, mostra que a oportunidade assimétrica dos ganhos ajuda os acionistas a monitorar gestores de forma mais eficaz, pois o reconhecimento oportuno de más notícias oferece aos acionistas mais tempo para mudar o comportamento dos gestores ou substituí-los em tempo hábil. Assim, empresas que apresentam governança corporativa de maior qualidade, apresentam demonstrações financeiras com maiores níveis de conservadorismo para aumentar o monitoramento das ações do conselho.

O conjunto de características do conservadorismo contábil também o leva a ter um elo com as questões que envolvem os contratos de incentivo. A teoria da agência explica que os contratos de incentivo são empregados com o propósito de alinhar interesses entre o acionista e o executivo, na criação de riqueza da empresa. No entanto, a empresa depara-se com o problema de viés oportunista do gestor, que visa aumentar seus bônus baseados em métricas de desempenho contábil. Como o gestor tem poder discricionário nas escolhas contábeis, pode utilizá-lo para alterar o resultado apurado e induzir a um melhor desempenho que eleve seus prêmios de bônus.

Para sistematizar as escolhas dos gestores em face da presença de contratos de incentivo, a perspectiva oportunística da teoria positiva da contabilidade prevê a hipótese do plano de

incentivos. Esta hipótese prediz que os administradores que tem sua remuneração ligada a um plano de remuneração em função do desempenho contábil (lucro, faturamento, retorno de ativos etc.), tenderão a escolhas contábeis que antecipem resultados de períodos futuros para o período corrente, para aumentar seus bônus (WATTS; ZIMMERMAN, 1985).

Healy e Wahlen (1999) explicam que nestes casos, os gerentes usam de sua liberdade de julgamento e escolha de políticas contábeis em relatórios financeiros e na estruturação de transações para enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da companhia ou para influenciar os resultados aos quais os contratos de incentivo estejam vinculados. O gestor maneja artificialmente os resultados com intenções definidas previamente; intenções estas que não estão comprometidas necessariamente em expressar a realidade do negócio. Ou seja, esta prática está estreitamente relacionada com interesses particulares dos gestores, que para alcança-los mais facilmente, manejam as informações contábeis.

Este comportamento é marcado pela prática de manejo de *accruals* contábeis para inflar os resultados atuais, gerando maiores bônus e participações para o gestor (DECHOW; SKINNER, 2000). Em termos práticos, na apuração dos resultados os denominados *accruals* podem ser utilizados para tentar manipular os valores e induzir a um resultado diferente do que seria apurado normalmente. Segundo Martinez (2000), devido ao princípio da competência, nas operações usuais da empresa espera-se frequentemente lançamentos que terão a natureza de acumulações (*accruals*). Estes *accruals* discricionários são os ajustes do regime de competência permitidos pela legislação contábil, ou seja, os ajustes que o gestor tem liberdade para realizar entre as opções previstas nas normas contábeis, mas que podem impactar na apuração do lucro.

Outro problema bastante recorrente ocorre quando o executivo opta por concentrar esforços em ações de curto prazo, em detrimento de ações que foquem nos resultados do longo prazo e que seriam mais interessantes para a empresa. Este comportamento decorre do problema de horizonte, também conhecido como miopia gerencial. O problema de miopia gerencial caracteriza-se pelo foco excessivo dos gestores nos resultados de curto prazo, levando-os a tomarem decisões subótimas de investimentos, que reduzem o valor da empresa (BABER et al., 1998).

Por estas razões, a contabilidade conservadora é demandada como parte da estratégia de uma empresa para mitigar estes problemas. Isso se deve ao fato de que os métodos contábeis conservadores impõem restrições na distribuição dos ativos líquidos, limita o comportamento oportunista e reduz a vulnerabilidade de manipulação das medidas de desempenho contábil. O

conservadorismo reduz a probabilidade de os executivos dedicarem esforços para superestimar os ativos líquidos e os ganhos acumulados, a fim de distribuí-los para si próprios, uma vez que os retornos de um gestor estão estreitamente ligados ao desempenho da empresa, através de contratos de incentivo (CHEN et al., 2007).

Encontram-se na literatura alguns estudos recentes que investigam a relação entre o conservadorismo contábil e a sensibilidade da remuneração do executivo ao desempenho contábil. Leone et al., (2004) testam a sensibilidade assimétrica da remuneração ao retorno das ações e ao desempenho contábil de empresas britânicas, no período de 1994 a 2000. Os autores acreditam que, pelo fato de os retornos das ações incluírem ganhos não realizados e perdas não realizadas, a remuneração em dinheiro do executivo pode ser menos sensível aos retornos das ações quando estes retornos refletem ganhos não realizados (boas notícias) do que quando os retornos contêm perdas não realizadas (más notícias). Ou seja, a sensibilidade da remuneração em dinheiro do CEO ao retorno das ações é maior para retornos negativos de ações do que para retornos positivos. Para testar esta hipótese, incluem no modelo de mensuração da *pay-performance sensitivity* de Jensen e Murphy (1990) uma variável *dummy* para refletir as perdas não realizadas, a mesma que foi empregada no modelo de Basu (1997). Este estudo sugere que os pacotes de remuneração eficientes devem vincular-se a resultados contábeis conservadores para excluir os ganhos não realizados e incluir as perdas não realizadas na remuneração em dinheiro do CEO. Esta seria uma forma de reduzir o problema de miopia gerencial.

O estudo de O'Connell (2006) estende as análises de Leone et al., (2004) e mensura a sensibilidade assimétrica da remuneração do CEO aos lucros contábeis. Neste estudo, o autor analisa a relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração de executivos das companhias abertas do Reino Unido que estão listadas na Bolsa de Valores de Londres, no período de 1983 a 1997. Os resultados mostram que a remuneração de curto prazo pagas em dinheiro ao CEO, na forma de salário fixo e bônus, apresenta uma associação significativamente mais forte com os resultados contábeis para o período de boas notícias (retorno positivo da ação), do que para o período de más notícias (retorno negativo da ação). Como resultado adicional, este estudo evidencia presença de conservadorismo contábil das demonstrações contábeis das empresas da amostra. Segundo o autor, este é um indicativo de que os comitês de remuneração sabem do impacto do conservadorismo contábil quando empregam medidas de desempenho contábil nos seus pacotes de incentivo, por isso apresentam fortes correções entre conservadorismo contábil e remuneração.

Iyengar e Zampelli (2010) evidenciam uma correlação entre o conservadorismo contábil e os indicadores de *pay-performance sensitivity*. Os autores estimam um modelo econométrico para incorporar a interação entre conservadorismo contábil e métricas de desempenho contábil para uma amostra de 4508 observações, no período de 1994 a 2003. Os resultados mostram que há uma maior sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho contábil em empresas que apresentam maiores níveis de conservadorismo contábil.

O estudo recente de Iwasaki et al., (2012) mostra que o conservadorismo contábil apresenta uma correlação positiva com a elasticidade da remuneração de executivos ao desempenho contábil, onde predominam os contratos implícitos de remuneração. Esta correlação ainda é maior para as empresas com ambientes de baixa qualidade da informação. Os autores ainda fazem um comparativo entre a remuneração de executivos japoneses e americanos e concluem que há uma maior demanda por conservadorismo contábil nas empresas do Japão, justificada pela predominância de contratos de remuneração baseados em resultados contábeis e devido à ausência de contratos de remuneração explícitos no Japão. Segundo os autores, o conservadorismo contábil nos lucros supre a impossibilidade de os contratos implícitos serem modificados para monitorar o comportamento oportunista.

No quadro abaixo é apresentado um resumo dos trabalhos que relacionam o conservadorismo contábil e a remuneração de executivos:

Quadro 1: Pesquisas sobre a relação entre Conservadorismo Contábil e Remuneração de Executivos

AUTOR/ANO	OBJETIVO	CONCLUSÕES
Ahmed et al., (2002)	Verificar se empresas que enfrentam conflitos mais fortes entre obrigacionistas e acionistas sobre política de dividendos, apresentam maiores níveis de conservadorismo contábil nas suas demonstrações financeiras.	O conservadorismo contábil mitiga conflitos entre acionistas titulares de bônus sobre a política de dividendos e reduz os custos da dívida das empresas.
Leone et al., (2004)	Verificar se quando os resultados contábeis são conservadores, a remuneração em dinheiro do CEO reage assimetricamente aos retornos das ações.	A compensação em dinheiro do CEO é duas vezes mais sensível a retornos de ações negativos do que a retornos de ações positivos.
O'Connel (2006)	Verificar se a compensação em dinheiro do executivo apresenta maior (ou menor) sensibilidade em relação aos lucros contábeis quando o retorno das ações é positivo (negativo).	A remuneração em dinheiro do CEO do Reino Unido exibe uma sensibilidade mais forte ao lucro contábil, quando há níveis de conservadorismo contábil.
Iyengar e Zampelli (2010)	Investigar a relação entre conservadorismo contábil e os indicadores de <i>pay-performance sensitivity</i> .	Empresas com maiores níveis de conservadorismo contábil nas demonstrações financeiras apresentam uma maior sensibilidade da remuneração ao desempenho contábil.



Iwasaki et al., (2012)	Investigar a relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração variável dos executivos de empresas japonesas, a partir da análise da elasticidade da remuneração.	O conservadorismo contábil reduz a possibilidade de os gerentes receberem remuneração em excesso. A demanda por conservadorismo contábil é maior quando o problema de miopia gerencial é mais grave.
---------------------------	--	--

Fonte: Elaborada pela autora, 2018.

No Brasil, existe uma ampla discussão acerca do conservadorismo contábil. De modo geral, as pesquisas apontam baixos níveis de conservadorismo contábil nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. Também há diversidade nas relações encontradas, tais como relação com o tamanho da empresa, governança corporativa, setor de atividade e período analisado.

Coelho e Lima (2010), examinam a presença de conservadorismo condicional e de antecipação assimétrica de perdas econômicas, como atributos para a qualidade da informação contábil de companhias brasileiras emissoras de ADR. Os resultados não apontam diferenças nos níveis de conservadorismo contábil, mesmo analisando as empresas fechadas e abertas de forma segregada. Para os autores, este é um sinal de que as regras de listagem no mercado americano não são suficientes para incentivar maiores níveis de conservadorismo contábil na divulgação de resultados contábeis, como um meio de elevar a eficiência informacional na monitoração de contratos.

Brito e Martins (2013) investigam a possível contribuição do conservadorismo contábil para a redução do custo de crédito no Brasil, no período de 2000 a 2009. Mesmo empregando diversas métricas de conservadorismo contábil, com variáveis de controle como tamanho da empresa, índices de rentabilidade e endividamento, níveis de risco e de governança corporativa, o estudo não detectou nenhuma relação com as taxas de juros das operações crédito. Este resultado sugere que o ambiente institucional, com fraca proteção legal dos credores e baixa qualidade da informação contábil, pode limitar os benefícios gerados pelo conservadorismo contábil, desestimulando sua adoção pelas empresas.

Santos et al., (2011) analisam se a promulgação da Lei 11.638/2007 alterou o grau de conservadorismo contábil condicional das companhias abertas listadas na BM&FBovespa. Para tanto, empregam o modelo de regressão reversa entre retorno e lucros de Basu (1997). Também não encontram presença de conservadorismo condicional na amostra, nem antes e nem após adoção da lei. Os resultados são considerados preliminares, tendo em vista a incipiência da nova lei em relação ao período analisado e também pelas características do ambiente institucional brasileiro não serem favoráveis à prática de conservadorismo contábil.

Outros estudos testam a hipótese de relação entre conservadorismo contábil e governança corporativa. A ideia central nestes estudos é de que empresas com maiores níveis de governança, apresentam melhora na qualidade da informação, oportunidade do lucro e relevância da informação contábil; atributos mensurados por meio de métricas de conservadorismo contábil. Neste sentido, as pesquisas de Antunes e Costa (2007) e Antunes et al., (2010) não encontram relação e nem maior grau de conservadorismo contábil nas demonstrações contábeis das empresas, nem mesmo considerando os diferentes níveis de governança.

No entanto podemos citar evidências que apontam outras direções. O estudo de Gonzaga e Costa (2009) sugere que o grau de conservadorismo contábil se relaciona com os conflitos entre acionistas majoritários e minoritário na definição da política de dividendos. Este estudo replica o de Ahmed (2006) citado anteriormente, que discute o papel contratual do conservadorismo e sua demanda por empresas que sofrem maiores conflitos entre acionistas majoritários e minoritários. O conservadorismo contábil nestes casos, reduz os lucros e os dividendos, minimizando os conflitos de agência.

Outros estudos também detectam conservadorismo contábil nas demonstrações contábeis, como os estudos de Almeida et al., (2008), Lopes e Walker (2008) e Gonzaga e Costa (2009) e as pesquisas de Brito e Martins (2013) e Kaiser et al., (2009) que constaram maiores graus de conservadorismo contábil para as instituições financeiras públicas e empresas do setor elétrico, respectivamente.

Em estudo mais recente, Santana e Klann (2016) empregam o modelo de Ball e Shivakumar (2005) para medir a influência da convergência das normas internacionais nos níveis de conservadorismo condicional de empresas familiares e não familiares no Brasil. Os resultados apontam influência da norma nos níveis de conservadorismo contábil de empresas familiares. Estes resultados divergem de pesquisas anteriores que não encontraram esta relação.

Com relação às pesquisas sobre conservadorismo contábil e remuneração de executivos, são poucos os estudos identificados no Brasil. Temos o estudo de Silva et al., (2012), que analisa os dados de 297 companhias abertas brasileiras para verificar se a remuneração variável dos gestores suaviza o conservadorismo contábil. Por meio do modelo de Basu (1997), os resultados não permitem confirmar a hipótese de que empresas que pagam remuneração variável possuem demonstrações contábeis menos conservadoras.

No mesmo ano, o estudo de Sartorelli et al., (2012) com dados do ano de 2010 de 300 empresas brasileiras de capital aberto, verifica a influência da concessão de *stock options* sobre o grau de conservadorismo contábil. Através de uma adaptação do modelo de Basu (1997), os resultados indicam que empresas onde se oferece *stock options* apresentam menores graus de conservadorismo contábil, sugerindo que o incentivo concedido contribui para a suavização do conservadorismo contábil das empresas analisadas.

Em suma, nota-se que as pesquisas sobre o tema mostram baixos níveis de conservadorismo contábil no Brasil, com algumas exceções em situações específicas. A divergência dos resultados destas pesquisas geralmente é atribuída aos fatores institucionais do mercado acionário brasileiro. Entre os aspectos mais relevantes destacados temos a baixa qualidade da informação contábil, o baixo número de empresas com adesões ao Novo Mercado, a elevada concentração acionária e o grande número de empresas familiares. Outro aspecto relevante é o ordenamento jurídico e regulamentar específicos do país, onde a contabilidade é mais voltada para as demandas fiscais e o lucro tende a ser pouco relevante para fins de tomada de decisão.

## 2.5 HIPÓTESES

Um conjunto de estudos têm discutido que uma das formas de mitigar os problemas decorrentes de conflito entre o agente e o principal é o conservadorismo contábil. Devido à sua capacidade de redução da assimetria de informação e dos custos de transação e seu poder em aumentar a eficiência de alocação de recursos, autores como Watts (2003); Ball (2001); Ball e Shivalkumar (2005) tem afirmado que o conservadorismo contábil condicional funciona como um importante mecanismo para lidar com problemas como a miopia gerencial e o gerenciamento de resultados.

Corroborando com estas ideias, alguns estudos sugerem a existência de relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração de executivos, por meio dos contratos de incentivo. Um conjunto de evidências mostram fortes correlações entre conservadorismo contábil e os indicadores de *pay-performance sensitivity* das empresas. Tal como evidenciam Iyengar e Zampelli (2010), as empresas com maiores níveis de conservadorismo contábil apresentam maior sensibilidade da remuneração em relação ao desempenho contábil. O conservadorismo, ao limitar as oportunidades de gerenciamento de resultados e ao melhorar a confiabilidade das medidas de desempenho contábil, permite que as empresas formulem contratos que vinculem, com maior segurança, estas medidas à remuneração dos seus executivos.

De acordo com Iwasaki et al., (2012) as empresas que apresentam maiores índices de *pay-performance sensitivity*, demandam mais conservadorismo contábil porque os altos níveis de incentivo dados aos executivos, podem estimular práticas oportunistas para aumentar sua remuneração variável baseada em lucros. O conservadorismo contábil seria uma resposta para limitar as ações oportunistas e melhorar a confiabilidade e utilidade das medidas de desempenho contábil. Estas inferências baseiam-se em fortes correlações entre os indicadores de *pay-performance sensitivity* e os altos níveis de conservadorismo contábil evidenciados nas demonstrações contábeis das empresas estudadas.

O'Connel (2006) também constata que a remuneração em *cash* do CEO apresenta uma sensibilidade mais forte aos resultados contábeis quando há conservadorismo contábil. Segundo o autor, essas evidências indicam que os próprios comitês de compensação sabem do impacto do conservadorismo quando remuneram seus executivos com base em lucros contábeis. O autor infere que com o conservadorismo contábil, a vinculação da remuneração ao lucro contábil aumenta.

Este conjunto de evidências sugerem que existe uma maior demanda por conservadorismo contábil para as empresas com remuneração variável vinculada ao desempenho contábil. Esta demanda é maior em cenários de alta assimetria de informação, onde os acionistas e demais partes interessadas tem menor capacidade de monitoramento. Nestas situações, os gestores têm uma maior abertura para gerenciar os resultados contábeis ou tomar decisões oportunistas que visem aumentar seus bônus, mesmo em detrimento do valor da empresa. Portanto, o conservadorismo contábil permite que as empresas possam vincular a remuneração variável de seus executivos ao desempenho contábil de forma mais confiável.

Em linha com estas ideias e considerando o cenário brasileiro, alguns estudos mostram que a remuneração variável de executivos no Brasil é predominantemente composta por pagamento de bônus e pela participação nos resultados contábeis. Estes estudos mostram uma falta de alinhamento entre remuneração dos executivos e os resultados das empresas, pouca representatividade, baixa independência dos comitês de remuneração e forte associação entre remuneração da diretoria e o gerenciamento de resultados (FUNCHAL, 2005; VASSOLER et al., 2010; MACHADO, 2012; FERREIRA, 2012; IBGC, 2015; FGV, 2016). Para o contexto desta pesquisa, estes são indícios que sugerem uma demanda por conservadorismo contábil nas empresas brasileiras que fornecem contratos de incentivo aos seus executivos.

Assim, considerando as constatações encontradas na literatura, a ideia é que como o conservadorismo contábil caracteriza-se pela baixa correlação dos lucros com os retornos positivos das ações (boas notícias), a remuneração em dinheiro do executivo pode apresentar maior sensibilidade ao lucro contábil nestas situações. A justificativa para tal comportamento é que o conservadorismo contábil limita as ações oportunistas, mitiga o problema de horizonte do gestor e a prática de gerenciamento de resultados contábeis. Na ausência de conservadorismo contábil, o emprego de contratos de incentivo vinculados ao desempenho contábil nos pacotes de remuneração de executivos está exposto aos riscos de oportunismo gerencial, da contabilidade agressiva e comprometimento da qualidade da informação dos relatórios financeiros. Por conseguinte, uma empresa que apresente maiores níveis de conservadorismo contábil, a remuneração pode apresentar maior sensibilidade ao lucro contábil. Assim, com base nas considerações anteriores, apresenta-se abaixo a seguinte hipótese desta pesquisa:

**H<sub>1</sub>: Nas empresas que vinculam a remuneração variável dos seus executivos ao desempenho contábil a *pay-performance sensitivity* apresenta uma correlação negativa e significativa com o nível de conservadorismo contábil.**

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, estão descritos a amostra selecionada, as variáveis e os modelos empíricos a serem aplicados para o teste de hipóteses, bem como quais foram os critérios utilizados para a coleta e seleção de dados e o método de análise dos resultados empregado na pesquisa.

#### 3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

A população desta pesquisa é composta pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BMF&Bovespa no ano de 2017. A composição da amostra se deu em função da disponibilidade de acesso às variáveis necessárias para o estudo. O estudo limitou-se em analisar os dados sobre a remuneração publicados no período de 2010 a 2016, período de vigência da Instrução CVM nº 480, de 2009. Já com relação aos dados sobre o conservadorismo contábil, estes ficaram limitados à disponibilização das variáveis pelo programa Economática®.

Com relação às empresas que apresentavam mais de um tipo ou classe de ação foi escolhida a ação que apresentou maior liquidez. Por serem submetidas a legislação contábil específica, foram excluídas da base de dados as empresas classificadas no setor financeiro. Outro critério adotado foi o de excluir da amostra as empresas que não apresentaram dados que permitissem o cálculo das variáveis no período de pelo menos dois anos.

Desse modo, foram consultados os dados secundários sobre a Remuneração de Executivos, obtidos no Formulário de Referência divulgados pelas empresas e disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e nos sites das respectivas empresas. Com relação aos dados das Demonstrações Financeiras das empresas, estes foram obtidos no banco de dados Economática®, que permitiu a deflação automática dos valores com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do período. Os dados referentes à remuneração de executivos coletados também foram deflacionados com base no IPCA do período.

#### 3.2 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO EMPÍRICO PARA O TESTE DE HIPÓTESE

Para testar a hipótese da pesquisa é necessário empregar uma estratégia econométrica que capte a interação entre a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho e o conservadorismo contábil. Para tanto, é aplicado nesta pesquisa o modelo empregado por O'Connell (2006), em seu estudo sobre a relação entre o conservadorismo contábil e a sensibilidade da remuneração em dinheiro ao desempenho contábil, conforme descrito a seguir:

$$\Delta\text{REM}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{D}_{it} + \beta_2\text{R}_{it} + \beta_3\text{R}_{it}\text{D}_{it} + \beta_4\Delta\text{L}_{it} + \beta_5\Delta\text{L}_{it}\text{D}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde,

$\Delta\text{REM}_{it}$ : é a variação percentual da remuneração dos executivos no período. Conforme O'Connell (2006), a variação percentual controla fatores específicos da empresa que podem influenciar a remuneração, mas que exibem muito pouca ou nenhuma variação ao longo do tempo. Assim como empregado em diversos estudos na área (Lambert e Larcker, 1987; Sloan, 1993; Natarajan, 1996; Bushman et al., 2006), a pesquisa proposta foca especificamente na remuneração paga em dinheiro, não incluindo os componentes variáveis referentes à ações e opções de ações. A remuneração em dinheiro é medida como a soma do salário fixo, bônus e participação nos resultados de toda a diretoria executiva, como uma *proxy* para a remuneração dos executivos.

$\text{D}_{it}$ : é a variável *dummy* que assume o valor 1, se  $\text{R}_{it} < 0$ , e 0, nos demais casos;

$\text{R}_{it}$ : é o desempenho de mercado, medido pelo retorno das ações no período. Conforme Lambert e Larcker (1987) os retornos das ações geralmente são empregados como *proxy* para desempenho de mercado nas pesquisas sobre remuneração de executivos.

$\Delta\text{L}_{it}$ : é a variação percentual do desempenho contábil no período, mensurado com base no lucro líquido por ação. Conforme Lambert e Larcker (1987), a relevância de métricas contábeis de desempenho na remuneração de executivos é geralmente entendida como conteúdo de informação incremental, além da agregação de informações já representadas nos retornos.

$\beta_2$ : representa o coeficiente de sensibilidades da remuneração (*Pay-Performance Sensitivity*) ao desempenho das ações, para retornos positivos das ações (boas notícias).

$\beta_3$ : representa o coeficiente da sensibilidade da remuneração (*Pay-Performance Sensitivity*) à métrica de desempenho das ações, quando o retorno da ação for negativo (más notícias).

$\beta_4$ : representa a sensibilidade da remuneração (*Pay-Performance Sensitivity*) aos lucros contábeis, para retornos positivos das ações (boas notícias).

$\beta_5$ : representa o coeficiente da sensibilidade da remuneração (*Pay-Performance Sensitivity*) à métrica de desempenho contábil, quando o retorno da ação for negativo (más notícias).

$\varepsilon_{it}$ : é o erro de regressão.

Iwasaki et al., (2012) explica que os indicadores de *pay-performance sensitivity* são relevantes nas pesquisas que investigam a relação entre conservadorismo contábil e remuneração de executivos porque seu coeficiente reflete o grau de dependência dos contratos de incentivo às medidas de desempenho, por isso são empregadas como uma *proxy* para remuneração de executivos. Segundo Leone et al., (2004) e O’Connel (2006), os coeficientes  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  e  $\beta_4$  devem ser positivos e estatisticamente significativos ( $\beta_2 > 0$ ,  $\beta_3 > 0$  e  $\beta_4 > 0$ ). Leone et al., (2004) explicam que a remuneração do executivo será menos sensível aos retornos de ações quando os retornos contêm ganhos não realizados (boas notícias) do que quando os retornos contêm perdas não realizadas (más notícias). Segundo os autores, isso ocorre porque é custoso recuperar a remuneração em dinheiro paga aos executivos por ganhos não realizados (refletidos no preço das ações) que não são realizados no futuro. Por isso os coeficientes  $\beta_4$  devem ser positivos e significativos ( $\beta_4 > 0$ ).

Espera-se coeficientes  $\beta_5 < 0$ , indicando que níveis maiores de conservadorismo contábil são decorrentes das necessidades vinculadas aos contratos de incentivo (hipótese da pesquisa). Conforme O’Connel (2006) as evidências da literatura demonstram que quando os resultados contábeis exibem uma correlação menor com os retornos de ações contemporâneos, os lucros podem aumentar sua importância nos contratos de incentivo. Por isso, a remuneração do executivo deve apresentar maior sensibilidade à métrica de desempenho contábil.

Desse modo, pode-se resumir o comportamento esperado para as variáveis do modelo acima esplanadas, conforme quadro abaixo:

Quadro 2: Descrição dos parâmetros do modelo

Coeficientes	Sinal Esperado	Resultado Esperado
$\beta_2$	+	Espera-se que o sinal seja positivo, indicando que as variações na remuneração dos executivos estão positivamente relacionadas ao desempenho das ações. Espera-se $\beta_2 > 0$ .
$\beta_3$	+	Espera-se que o sinal seja positivo, indicando que a remuneração do executivo é menos sensível aos retornos de ações quando os retornos contêm ganhos não realizados (boas notícias) em relação aos retornos que contêm perdas não realizadas (más notícias). Espera-se $\beta_3 > 0$ .
$\beta_4$	+	Espera-se que o sinal seja positivo, indicando que as variações na remuneração dos executivos estão positivamente relacionadas ao desempenho contábil. Espera-se $\beta_4 > 0$ .
$\beta_5$	(-)	Espera-se sinal negativo <sup>2</sup> e significativo, indicando que maiores níveis de conservadorismo contábil são decorrentes das necessidades vinculadas aos contratos de incentivo. Espera-se $\beta_5 < 0$ .

Fonte: Baseado em Leone et al., (2004) e O’Connel (2006).

<sup>2</sup> Conforme Leone et al., (2004) e O’Connel (2006), que se basearam no modelo de Basu (1997), a defasagem temporal entre reconhecimento de ganhos e perdas é representada por sinal negativo e significativo da variável *dummy*, indicando maior nível de conservadorismo contábil condicional.



### 3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Alguns fatores característicos das empresas e do seu ambiente institucional podem afetar as variáveis empregadas neste estudo. Já existem evidências de que o tamanho da empresa afeta a composição e dimensão da remuneração de executivos (SCHAEFER, 1998). Caso a contabilidade seja projetada exclusivamente para uso em contratos de incentivo, então a remuneração seria igualmente sensível aos resultados contábeis como os retornos das ações (LEONE et al., 2004).

Watts (2003) explica que características institucionais de uma determinada empresa como, tamanho, dívida e governança corporativa podem ter diferentes pesos nos níveis de conservadorismo contábil, além de motivos ligados a constituição de contratos de incentivo. Portanto, para investigar se os resultados do estudo podem estar correlacionados a estas características específicas das empresas, são empregadas as seguintes variáveis de controle:

**TAM<sub>*i,t*</sub>**: Tamanho da empresa, obtido através do logaritmo natural do ativo total da empresa *i* no ano *t*. LaFond e Watts (2008) explicam que o tamanho da empresa está relacionado com os aspectos que influenciam a demanda por conservadorismo contábil. Diversos estudos sobre conservadorismo contábil, como os de Ball e Shivalkumar (2005) e Givoly e Hayn (2000) empregaram esta variável de controle. Além disso, alguns estudos sobre remuneração de executivos, como os de Schaefer (1998) e Baker e Hall (2004), demonstram que a sensibilidade da remuneração ao desempenho é inversamente relacionada com a raiz quadrada do tamanho da empresa.

**AL\_FIN<sub>*i,t*</sub>**: Alavancagem financeira da empresa *i*, ano *t*. Esta medida foi escolhida porque ela pode controlar as demandas dos detentores de dívida por conservadorismo contábil, visto que as empresas com alta alavancagem tendem a ter conflitos mais graves entre acionistas e obrigacionistas, demandando um maior grau de conservadorismo contábil para atenuar estes conflitos. Watts (2003), Ahmed et al., (2002) e Zhang (2008) explicam que os credores podem se beneficiar do conservadorismo, para que os acionistas não sejam remunerados em detrimentos deles.

**GOV<sub>*i,t*</sub>**: Governança da empresa *i*, no ano *t*. São utilizados controles para o nível de governança corporativa, sendo empregada uma variável *dummy* que assume 1 para empresas listadas nos níveis de governança da BM&FBovespa e 0 para as demais empresas que não possuem classificação. Segundo Jensen e Murphy (1990), políticas de remuneração bem concebidas não

podem unicamente resolver todos os conflitos de interesse e problemas de agência entre os executivos e a empresa, requerendo, portanto, outras medidas como os sistemas de governança corporativa. De tal modo, a governança corporativa pode levar a uma demanda por conservadorismo contábil para resolver os conflitos que não podem ser tratados por políticas de remuneração. Segundo Watts (2003) o conservadorismo contábil, neste caso, apresenta sinais tempestivos sobre projetos com valor presente líquido negativo e permite que os acionistas não ligados à gestão ou ao bloco de controle tomem decisões com base nessas informações, os protegendo.

**MTB**  $_{i,t}$ : Índice *market-to-book*. O MTB é obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa "i" no período "t".

Estas variáveis de controle foram empregadas em diversos estudos sobre a relação entre conservadorismo contábil e remuneração de executivos, tais como os estudos de Ahmed et al., (2002); Leone et al., (2004), O'Connell (2006), Blunck e Rego (2007), Iyancar e Zampelli (2010) e Ivazaki et al., (2012).

### 3.4 TESTES ADICIONAIS

São aplicados testes adicionais complementarmente ao modelo de regressão do estudo, adotando-se as seguintes estratégias: (i) emprego de outros indicadores de desempenho contábil, (ii) análise da *pay-performance sensitivity* e, (iii) teste de conservadorismo contábil na amostra. Empregou-se nas análises adicionais a transformação das variáveis em seu logaritmo natural, a fim de adotar outra medida de redução dos efeitos de escala e o impacto de possíveis *outliers*.

#### 3.4.1 Mensuração da *Pay-Performance Sensitivity*

O modelo amplamente empregado em pesquisas sobre remuneração de executivos é o modelo de Murphy (1998). Neste modelo, a remuneração de executivos é baseada tanto em métricas contábeis quanto em medidas de mercado. Diversos autores o empregaram ou o adaptaram a fim de verificar a sensibilidade da remuneração ao desempenho contábil e ao desempenho dos preços das ações tais como Jensen e Murphy (1990), Lambert e Larcker (1987), Sloan (1993), Baber et al., (1998), Core et al., (2003), Leone et al., (2004), Iyengar e

Zampelli (2010) e O'Connell (2006). Nesta pesquisa, o referido modelo será empregado conforme apresentado abaixo:

$$\Delta\text{COMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1\Delta\text{DESEMP}_{it} + \beta_2R_{it} \quad (2)$$

Onde,

$\Delta\text{COMP}_{it}$ : é a variação no logaritmo natural da remuneração dos executivos no período. Assim como empregado em diversos estudos na área (Lambert e Larcker, 1987; Sloan, 1993; Natarajan, 1996; Bushman et al., 2006), este estudo foca especificamente na remuneração de curto prazo paga em dinheiro, não incluindo os componentes variáveis de longo prazo pagos sob a forma de ações e opções de ações. Conforme Baber et al., (1996) as relações entre lucros contábeis e remuneração em dinheiro apresentam maior magnitude do que as relações entre lucros contábeis e remuneração baseada em ações. Desse modo, a remuneração em dinheiro é medida como a soma do salário fixo, bônus e participação nos resultados de toda a diretoria executiva, como um *proxy* para a remuneração dos executivos.

$\Delta\text{DESEMP}_{it}$ : é a variação do desempenho contábil no período, mensurado com base no lucro líquido por ação (LPA), retorno sobre os ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

$R_{it}$ : é o desempenho do mercado, medido pelo retorno da ação no período.

$\beta_1$ : representa o coeficiente da sensibilidade da remuneração (*pay-performance sensitivity*) ao desempenho contábil;

$\beta_2$ : representa o coeficiente de sensibilidade da remuneração (*pay-performance sensitivity*) ao desempenho das ações.

#### 3.4.2 Mensuração do Conservadorismo Contábil Condicional

O modelo de Basu (1997) pressupõe que as empresas que se deparam com más notícias tendem a reconhecer as perdas em seus resultados de modo mais tempestivo do que o reconhecimento de ganhos (boas notícias). Desse modo, o referido modelo considera a existência de assimetria entre a velocidade de reconhecimento de boas e más notícias. O intercepto do modelo representa o nível de conservadorismo no qual os ganhos são mais sensíveis às más notícias, se comparado com boas notícias, conforme ilustrado na equação 2:

$$LPA_{i,t} / P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 R_{i,t} + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

$LPA_{i,t}$ : É o resultado contábil (lucro/prejuízo) por ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;

$P_{i,t-1}$  = Preço por ação da empresa  $i$ , referente ao ano  $t-1$ ;

$R_{i,t}$  = Retorno da ação da empresa  $i$ , referente ao ano  $t$ ;

$D_{i,t}$  = Variável *dummy*, assumindo-se o valor 1 se  $R_{i,t} < 0$ , e 0, nos demais casos;

$\varepsilon_{i,t}$  = termo de erro da regressão.

O coeficiente de  $\beta_1$  mede a velocidade do reconhecimento do retorno econômico pelo resultado contábil. Coeficientes  $\beta_1$  maiores e significativos indicam que a informação contábil é transmitida em tempo hábil, para o qual espera-se sinal positivo. O coeficiente  $\beta_2$  mensura a defasagem temporal entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias absorvidas pelo preço das ações. Quanto maiores e significativos, e com sinal negativo, maior é o nível de conservadorismo contábil (BASU, 1997; ANTUNES; MEDEIROS, 2011).

O coeficiente  $\beta_3$  mede a pontualidade incremental dos ganhos em relação aos retornos negativos (más notícias), indicando a diferença entre a sensibilidade dos ganhos às boas notícias e as más notícias. Mede a intensidade da defasagem temporal entre o reconhecimento de boas e más notícias e representa o grau de conservadorismo contábil, para o qual se espera o sinal positivo e significativo (BASU, 1997; BALL; SHIVAKUMAR, 2005; BEAVER; RYAN, 2000; ANTUNES; MEDEIROS, 2011).

### 3.5 PROCEDIMENTOS ECONOMETRÍCOS

Como o conjunto de dados da pesquisa caracteriza-se por uma dimensão transversal e uma dimensão temporal, com uma amostra de empresas observadas ao longo do tempo, para estimar os coeficientes de associação do modelo, empregou-se a análise de dados em painel. Este modelo é considerado mais adequado quando a amostra é composta por empresas diferentes ao longo de uma série temporal (GUJARATI, 2006).

O modelo de dados em painel pode ser balanceado ou não balanceado. No modelo de painel balanceado, cada unidade *cross section* possui o mesmo número de observações temporais, já no modelo de painel não balanceado, cada unidade *cross section* possui diferentes números de observações temporais (GUJARATI, 2006). Nas pesquisas com este perfil, geralmente os parâmetros dos modelos são estimados com base em três métodos de dados em painel: dados empilhados (*pooled data*) ou *Pooled Ordinary Least Square* (POLS), Efeitos Fixos (*Fixed Effects*) e Efeitos Aleatórios (*Random Effects*). Para a escolha da melhor abordagem, foram realizados três testes:

i) teste de *Chow* (F): visa selecionar entre o método de POLS e o Efeito Fixo e verifica se as observações são estáveis durante o período analisado.

ii) teste LM de *Breusch-Pagan*: tem a função de decidir entre o método POLS e o efeito aleatório.

(iii) teste *Hausman*: é aplicado para escolher entre o efeito fixo e o efeito aleatório e avaliar a consistência de um estimador comparado a outro estimador alternativo.

O emprego da análise de dados em painel é vantajoso porque permite visualizar características específicas de cada empresa, considerando a heterogeneidade da amostra; oferece uma maior informação com menos colinearidade entre variáveis; é apropriada para análise da dinâmica da mudança; detecta e mede melhor os efeitos não observáveis em um corte transversal puro ou em série temporal pura; permite maior eficiência dos estimadores por possibilitar um número maior de dados, restringe os problemas de multicolinearidade entre as variáveis e reduz a magnitude do viés de variáveis omitidas (GUJARATI; PORTER, 2011).

O modelo foi estimado por meio de regressão linear, através do software estatístico. Em seguida aos testes de especificação do modelo, foram realizados os testes dos pressupostos básicos da regressão: teste de normalidade (Teste de Jarque-Bera); teste para detecção de

autocorrelação (Teste de Durbin-Watson) e heterocedasticidade (Teste de White); o teste de ausência de multicolinearidade (VIF – *Variance Inflation Factor*) e o Teste RESET de Ramsey, para detecção de erros de especificação do modelo (HAIR, Jr., 2009). Nos casos de violação dos pressupostos foi utilizada a opção “erros padrão robustos”, disponibilizada no *software* estatístico ou medidas corretivas, como a eliminação de *outliers* e a transformação de variáveis (logaritmo natural).

## 4. ANÁLISE E DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

O objetivo deste estudo é analisar a correlação entre conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity* das empresas brasileiras que fornecem incentivos de curto prazo aos seus executivos que estejam vinculados ao desempenho contábil. Para atingir este objetivo, empregou-se o modelo econométrico que captura esta relação por meio da interação do modelo de mensuração da *pay-performance sensitivity* e do conservadorismo contábil condicional. Adicionalmente, foram realizados testes do referido modelo empregando outras medidas de desempenho contábil, uma análise da *pay-performance sensitivity* e, finalmente, um teste para verificar o conservadorismo contábil na amostra estudada. Para tanto, este capítulo está dividido em duas seções: (i) contendo a análise preliminar da relação entre o conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity*, bem como as estatísticas descritivas e (ii) contendo os testes adicionais com a transformação das variáveis do modelo principal em seu logaritmo natural, o emprego de outros indicadores de desempenho contábil, a análise da *pay-performance sensitivity* e o teste de conservadorismo contábil.

### 4.1 RELAÇÃO ENTRE O CONSERVADORISMO CONTÁBIL E *PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY*

#### 4.1.1 Estatísticas Descritivas

Inicialmente, foram identificadas 450 empresas listadas na BM&Fbovespa no ano de 2017. Em seguida, foram excluídas as empresas do setor financeiro, pois estas são sujeitas a normas contábeis específicas. Depois, foram selecionadas somente as empresas que apresentaram informações sobre a remuneração de seus executivos (variável dependente), as variáveis de desempenho da empresa retorno da ação, lucro patrimonial por ação (variáveis independentes), ativo total, valor de mercado, valor do patrimônio líquido, indicador de alavancagem financeira (variáveis de controle) e informações sobre o retorno do ativo e retorno do patrimônio líquido (para os testes adicionais) disponíveis nas fontes especificadas. Desse modo, foram excluídas as observações que continham dados ausentes que inviabilizassem o cálculo das variáveis, conforme os critérios especificados. Também foram excluídas as observações por empresa quando esta não apresentou informações sobre pagamentos de bônus e/ou participação nos resultados ou nas situações em que os dados não permitiam o cálculo da variação da remuneração para um período maior que um ano. Depois de excluídas as empresas que não atenderam aos critérios de seleção, o plano amostral contou com 131 empresas e 474 observações distribuídas durante um período de seis anos, entre os anos de 2011 e 2016. Como

as empresas apresentaram uma distribuição de dados diferentes no decorrer do período analisado, a amostra do presente estudo constitui-se em um painel desbalanceado.

Com relação à classificação das empresas nos níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa, 4% das empresas estão classificadas como nível tradicional (MB), 6% no Nível 2 de Governança Corporativa (N2), 10% no Nível 1 de Governança Corporativa (N1), 56% como Novo Mercado (NM) e 27% da amostra não possui classificação em nenhum nível de governança. A tabela 1 a seguir apresenta a caracterização da amostra:

**Tabela 1 -Elaboração da base de dados**

<b>Painel A: Tratamento inicial da amostra para seleção das empresas</b>	
Observações brutas	1392
(-) Células vazias/ dados ausentes	561
(-) Células sem informação para cálculo da variação da remuneração	357
<b>= Número de observações válidas</b>	<b>474<sup>3</sup></b>
<b>Painel B: Distribuição de observações por setor</b>	
Industria	137
Serviços	91
Energia elétrica	75
Construção civil	63
Comercio	45
Alimentos	32
Outros	22
Agricultura	9
<b>= Amostra final de observações</b>	<b>474</b>

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

A tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis consideradas para especificação do modelo econométrico do teste de hipótese, sua interação com as variáveis de controle e os valores (em milhões) pagos aos executivos referentes a salário fixo, bônus e participação nos resultados.

**Tabela 2: Estatísticas Descritivas**

Variáveis	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
R	-4,461	-10,400	45,028	-96,226	302,899
$\Delta(\%)L$	0,603	-0,146	16,324	-93,810	302,845
$\Delta L$	-0,172	6,840	71,970	-578,111	1191,829
TAM	14,664	14,800	1,793	9,224	20,451
AL_FIN	11,834	1,270	176,242	-322,695	3545,103
MTB	2,210	1,170	4,398	-6,596	53,353
$\Delta(\%)REM$	0,968	0,030	3,048	-0,963	24,916

<sup>3</sup> Ressalta-se que a redução considerável do número de observações decorre dos critérios de seleção de dados, pois não incluem remunerações compostas unicamente por salário fixo e/ ou remuneração variável de longo prazo.



Remuneração total (R\$) (salário+bônus e participação)	10.249.	6.990.	10.133.	116.230.	73.881.
Bônus (R\$)	2.624.	591	5.099.	0,00	52.694.
Participação nos resultados (R\$)	2.081.	0,00	4.335.	0,00	31.432.

Nota: R: é o retorno da ação da empresa i no ano t;  $\Delta(\%)L$ : é variação percentual do lucro por ação da empresa i no ano t; Rit-1: é o preço por ação do ano; TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa i no ano t; AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa i, ano t; MTB: é o índice *market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no período t;  $\Delta(\%)REM$ : variação percentual da remuneração em dinheiro.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

Analisando-se os dados, pode-se perceber que as empresas da amostra perfizeram um retorno médio negativo das ações (-4,46) e uma variação também negativa nos lucros (-0,172). As empresas mostraram uma grande variação de tamanho. A alavancagem financeira apresentou, além de grande variação (de -322,69 a 3.545,10), também um elevado desvio-padrão (176,24).

Com relação à remuneração, observa-se as empresas apresentaram uma variação percentual média de 0,96. A média de recebimento de bônus pelos executivos foi de R\$ 4.705 (em milhões), valores superiores aos pagamentos de participação nos resultados, que em média, foram equivalentes a R\$ 2.081 (milhões). Considerando a remuneração total de curto prazo (salário fixo mais bônus e participação nos resultados) a média salarial foi de R\$ 10.249 (milhões) pagos aos executivos, no período analisado.

As altas variações entre os valores mínimos e máximos percebidas nas variáveis, podem ser reflexo dos diferentes tamanhos, setores de atuação e demais características específicas das companhias da amostra.

A Tabela 3 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson para uma análise da correlação entre as variáveis.

**Tabela 3: Coeficientes de correlação<sup>4</sup>**

Variáveis	$\Delta REM$	R	$\Delta L$	TAM	MTB	AL_FIN
$\Delta REM$	1					
R	-,035	1				
$\Delta L$	-,024	,018	1			
TAM	,032	,062	-,024	1		
MTB	,015	,180**	,034	,019	1	
ALAVANC_FIN	-,042	-,018	,036	-,051	-,080	1

Nota: os asteriscos representam o nível de significância dos coeficientes de Pearson: \*\* significantes a 5%;

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

<sup>4</sup> Não foram incluídas as variáveis *dummy*, pois estas somente assumem os valores 0 (zero) ou 1 (um).

A matriz de correlação apresentada na tabela 3 indica que a variável **R** apresentou correlação significativa com a variável **MTB**. Para as demais variáveis, não foram identificadas relações significativas.

As altas correlações entre as variáveis podem comprometer o atendimento do pressuposto da multicolinearidade, ou seja, quando duas ou mais variáveis independentes fornecem informações similares para explicar e prever a variável dependente (FIELD, 2009). No entanto, de acordo com a matriz de correlação observa-se que, de modo geral, as variáveis não apresentaram uma correlação elevada, indicando que esse pressuposto foi atendido.

#### 4.1.2 Análise da relação entre conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity*

Para analisar a relação entre o conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity*, foram estimadas as regressões com dados em painel. Para tanto, inicialmente realizaram-se os testes estatísticos para a definição da melhor abordagem de painel entre MQO, Painel por Efeitos Fixos (EF) e Painel por Efeitos Aleatório (EA), conforme apresentado na Tabela 4.

**Tabela 4 - Testes para seleção da Abordagem de Dados em Painel**

Teste	Hipóteses	p-valor	Conclusão
Chow	H0 = MQO H1 = EF	0,99	MQO
Breuch-Pagan LM	H0 = MQO H1 = EA	0,004	Aleatório
Hausman	H0 = EA H1 = EF	0,683	Aleatório

**Modelo Escolhido: Aleatório**

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

Conforme as análises do p-valor, o teste de Chow aponta que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é mais adequado do que o modelo fixo. Partindo para a análise do teste de Breusch-Pagan, rejeita-se a hipótese nula de que a variância do erro de unidade específica é igual a zero, indicando que o modelo painel por efeitos aleatórios é mais adequado que o MQO. Finalmente, ao analisar o teste de Hausman se rejeita a hipótese alternativa de que o modelo de painel por efeitos fixos seja o mais apropriado, confirmando a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.

A abordagem dos efeitos aleatórios considera que os termos de erro podem apresentar correlação ao longo do tempo e ao longo das unidades em corte transversal. Conforme Gujarati e Porter (2011), sua utilização possibilita reduzir os problemas de multicolinearidade das variáveis explicativas, controla os problemas de heterogeneidade e permite uma melhor

inferência dos parâmetros estimados. No entanto, ao estimar as regressões nos três painéis, os resultados das regressões apresentaram os mesmos resultados em termos de significância estatística e sinal dos coeficientes das variáveis do modelo.

Para verificar o atendimento dos pressupostos do modelo de regressão, realizou-se os testes de linearidade, ausência de multicolinearidade, homocedasticidade, ausência de correlação e normalidade dos resíduos.

Os resultados do teste RESET, apresentando um p-valor igual a 0,64, sugerem que não é possível rejeitar a hipótese de linearidade para o modelo de regressão especificado. Assim, o modelo atende ao pressuposto da linearidade nos parâmetros, sendo especificado de maneira correta. Conforme os resultados dos testes VIF (*Variance Inflation Factor*), todas as variáveis apresentaram os valores próximos a 1 e  $< 10$ , indicando ausência de problemas de multicolinearidade. O teste de White apresentou um p-valor de 0,99, atendendo ao pressuposto da ausência de heterocedasticidade dos resíduos, ou seja, confirmou a hipótese nula de homocedasticidade dos resíduos. O teste de Durbin-Watson apresentou resultados próximos a 2, indicando ausência de autocorrelação dos resíduos. Com relação à normalidade, o teste de Jarque-Bera indicou o p-valor de 0,00, confirmando a hipótese nula de que os resíduos apresentam distribuição normal. É importante ratificar que este pressuposto foi relaxado tendo por base o Teorema do Limite Central. Dessa forma, foram atendidos todos os pressupostos para a regressão linear.

Baseando-se em evidências apresentadas na literatura, a hipótese do presente estudo é de que existe uma correlação negativa entre conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity* das empresas que fornecem incentivos de curto prazo vinculados ao desempenho contábil aos executivos de empresas do mercado brasileiro.

A Tabela 5 apresenta os resultados estimados através da regressão de dados em painel para o período estudado (2011 a 2016):

**Tabela 5 - Análise de regressão de dados em painel**

$$\Delta \text{REMit} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dit} + \beta_2 \text{Rit} + \beta_3 \text{RitDit} + \beta_4 \Delta \text{Lit} + \beta_5 \Delta \text{LitDit} + \beta_6 \text{TAM} + \beta_7 \text{AL\_FIN} + \beta_8 \text{MTB} + \beta_9 \text{GOV} + \text{eit}$$

Variáveis	Sem variáveis de controle		Com variáveis de controle	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$ const	0,78097	0,009	-0,52783	0,678
$\beta_1$ D	0,44025	0,326	0,37319	0,406
$\beta_2$ R	-0,00027	0,961	0,00005	0,992
$\beta_3$ R*D	0,00386	0,709	0,00037	0,971
$\beta_4$ $\Delta$ L	-0,00273	0,784	-0,002308	0,817
$\beta_5$ $\Delta$ L*D	<b>-0,00669</b>	<b>0,736</b>	<b>-0,006506</b>	<b>0,743</b>

$\beta_6$	TAM	0,11721	0,171
$\beta_7$	AL_FIN	-0,00076	0,342
$\beta_8$	MTB	0,02041	0,533
$\beta_9$	GOV	-0,67142**	0,042
Nº de Obs.	474	474	
R <sup>2</sup>	0.004	0.004	
Estatística F	0.86	0,60	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Aleatório.

\*\* representa a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 5%; Dit: *dummy* que assume o valor de 1 quando  $Rit < 0$ , e 0 para as demais situações; Rit: é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta Lit$ : é a variação percentual do lucro por ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ; TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ ; AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , no ano  $t$ . MTB: é o *índice market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ; GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elabora pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

A variável de interesse deste estudo é  $\Delta L * D$ , que mensura a sensibilidade assimétrica da remuneração aos lucros contábeis em períodos de más notícias (retornos negativos das ações). Esta variável é uma *proxy* empregada para representar a relação entre o conservadorismo contábil e os contratos de incentivo de curto prazo que estejam vinculados ao desempenho contábil.

Ao analisar os resultados da Tabela 5 observa-se que a variável  $\Delta L * D$ , apesar de seu coeficiente ser negativo, não apresentou significância estatística. Desse modo, não é possível confirmar a hipótese deste estudo de que o conservadorismo contábil apresenta uma correlação negativa e significativa com a *pay-performance sensitivity* das empresas da amostra. Estas evidências sugerem que não existe relação entre o conservadorismo contábil e remuneração de executivos de empresas brasileiras, que recebem incentivos de curto prazo vinculados ao desempenho contábil.

Estes resultados divergem dos estudos de O'Connell (2006) Iyengar e Zampelli (2010) e Iwasaki et al., (2012) que apontam a existência de relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração de executivos, por meio dos contratos de incentivo fornecidos a executivos do Reino Unido, Estados Unidos e Japão. Estas pesquisas explicam que esta relação decorre do fato de o conservadorismo contábil funcionar como um mecanismo que permite que os acionistas forneçam incentivos aos seus executivos, mas ao mesmo tempo evitem remunerá-los por ganhos não realizados, que podem não se concretizar no futuro. Portanto, esta análise preliminar não permite inferir que este mecanismo se aplica às empresas analisadas neste estudo.

Não são feitas previsões com relação à variável **R\*D**, no entanto, conforme evidenciado nos resultados da regressão, esta variável não apresenta significância estatística. Esta é também uma evidência adicional deste estudo, que mostra inexistência de sensibilidade assimétrica da remuneração em dinheiro aos retornos das ações nos anos de mau desempenho das ações (más notícias).

A sensibilidade assimétrica da remuneração em dinheiro, segundo Leone et al., (2004), implica em maior sensibilidade da remuneração em dinheiro quando o retorno da ação é negativo, do que quando é positivo. Dessa forma, funciona como um mecanismo de controle da empresa para fazer com que a remuneração do executivo reflita também as perdas ainda não realizadas. Portanto, esse mecanismo também não é empregado pelas empresas brasileiras do estudo, sugerindo uma possível exposição ao risco de remunerar o executivo antes que os resultados negativos apareçam. A ideia é que a remuneração seja menos sensível a ganhos não realizados e mais sensível a perdas não realizadas, fato que não é evidenciado nos resultados.

Com relação aos testes do modelo inserindo as variáveis de controle, nota-se que a variável **GOV** apresenta uma relação negativa e significativa com a remuneração dos executivos. Estes resultados corroboram com os encontrados por Benini et al., (2017), sugerindo que quanto maior o nível de governança corporativa, mais restrito é o pagamento de remuneração aos executivos. No entanto, conforme citado anteriormente, a retração dos valores pagos aos executivos em forma de remuneração pode ser decorrente do período de crise política e econômica no país que impactaram em piores resultados das empresas, nos quais os bônus e participações são atrelados.

#### 4.2 TESTES ADICIONAIS

Para conferir maior robustez aos resultados acima apresentados, optou-se por testar complementarmente o modelo de regressão adotando-se as seguintes estratégias: (i) testes do modelo especificado empregando a transformação das variáveis do modelo principal em seu logaritmo natural, (ii) o emprego de outros indicadores de desempenho contábil, (iii) análise da *pay-performance sensitivity* e (iv) teste de conservadorismo contábil condicional na amostra. Todos os testes de atendimento aos pressupostos de regressão linear foram realizados para cada nova análise adicional, bem como os testes para seleção de painel, para os quais todos indicaram o painel de efeitos aleatórios como o mais adequado.

#### 4.2.1 Transformação das variáveis do modelo principal em seu logaritmo natural

Na tabela 6 a seguir, são apresentados os resultados da análise da relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity* do modelo principal, mas agora empregando a transformação das variáveis com a extração do logaritmo natural.

**Tabela 6 - Regressão de dados em painel**

$$\ln(\Delta\text{REMit}) = \beta_0 + \beta_1\text{Dit} + \beta_2\text{Rit} + \beta_3\text{RitDit} + \beta_4\Delta\text{Lit} + \beta_5\Delta\text{LitDit} + \beta_6\text{TAM} + \beta_7\text{AL\_FIN} + \beta_8\text{MTB} + \beta_9\text{GOV} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	Sem variáveis de controle		Com variáveis de controle	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$ const	-0,00473437	0,9237	-0,15227	0,47
$\beta_1$ D	0,0315663	0,6697	0,02339	0,75
$\beta_2$ R	-0,000521373	0,5704	-0,00055	0,544
$\beta_3$ D*R	0,000765316	0,6535	0,00017	0,92
$\beta_4$ $\Delta\text{L}$	-0,00290277	0,2893	-0,00225	0,41
<b><math>\beta_5</math> <math>\Delta\text{L}*\text{D}</math></b>	<b>0,00305348</b>	<b>0,2683</b>	<b>0,00241</b>	<b>0,381</b>
$\beta_6$ TAM	-	-	0,01253	0,376
$\beta_7$ AL_FIN	-	-	-0,00038***	0,003
$\beta_8$ MTB	-	-	0,00894*	0,096
$\beta_9$ GOV	-	-	-0,08317	0,126
Nº de Obs.	474		474	
R <sup>2</sup>	0,034		0,034	
Estatística F	0,75		0,06	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Painel Aleatório.

\*\*\* e \* representam a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 1% e de 10%, respectivamente.  $\ln(\Delta\text{REMit})$ : variação do logaritmo natural da remuneração no período; Dit: variável *dummy* que assume o valor de 1 quando  $\text{Rit} < 0$ , e 0 para as demais situações; Rit: é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta\text{Lit}$ : é a variação do lucro por ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ; TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ ; AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , ano  $t$ ; MTB: é o *índice market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ; GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elabora pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

Inicialmente, o teste de multicolinearidade indicou autocorrelação entre as variáveis  $\Delta\text{L}$  e  $\Delta\text{L}*\text{D}$ . Então, a regressão foi re-estimada excluindo-se a variável  $\Delta\text{L}$ , o que resolveu o problema de multicolinearidade. Os resultados estimados com as duas variáveis juntas e trabalhadas segregadamente foram qualitativamente os mesmos. Com essa estratégia, os pressupostos de ausência de multicolinearidade e de autocorrelação dos resíduos foram atendidos. O pressuposto de normalidade foi relaxado com base no Teorema do Limite Central.

De acordo com os resultados apresentados, o coeficiente de  $\Delta\text{L}*\text{D}$  permanece sem significância estatística, corroborando com os resultados apresentados na seção anterior em relação à hipótese deste estudo.

Observa-se que o p-valor da variável de controle **AL-FIN** foi negativo e significativo ao nível de 1%. Com estes resultados, foi possível verificar a existência de relação negativa e significativa entre a alavancagem financeira e a remuneração de curto prazo dos executivos. Ou seja, quanto maior a alavancagem financeira, menor a remuneração dos executivos. Estes resultados alinham-se aos encontrados na pesquisa de Merofa (2014) e Lopes et al., (2016) que também identificam uma relação negativa entre endividamento e remuneração dos executivos, sobretudo em relação aos bônus pagos. Este resultado sugere que as empresas com maior alavancagem financeira implementam planos de remuneração aos executivos com menor sensibilidade ao desempenho, como um meio de disciplinar o comportamento oportunista do gestor e incentivá-lo a tomar decisões que estejam mais alinhadas com os interesses da empresa.

A variável **MTB** também apresentou significância ao nível de 10%, indicando que há uma relação positiva e significativa entre a remuneração de executivos e o índice *market-to-book*. Este resultado diverge dos encontrados por Leone et al., (2004), que indicam uma correlação negativa entre **MTB** e as variações da remuneração de executivos. No entanto, corrobora com o estudo de Chien (2012), que também indicou uma relação positiva e significativa entre remuneração executiva e valor da empresa (*price-to-book*). Esta evidência sugere que quanto maior o valor da empresa, maior é a remuneração de seus executivos.

#### 4.2.2 Outros Indicadores de Desempenho Contábil

A seguir, são apresentados os resultados da análise da relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity*, mas empregando medidas opcionais de desempenho: retorno sobre os ativos – ROA, retorno sobre o patrimônio líquido - ROE e suas respectivas interações com as variáveis de controle tamanho da empresa, alavancagem financeira, MTB e governança corporativa.

Na tabela 7 a seguir, são apresentados os resultados da análise da relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity* e a medida de desempenho ROA.

**Tabela 7 - Regressão de dados em painel para medida de desempenho ROA**

$\ln(\Delta REM_{it}) = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 R_{it} D_{it} + \beta_4 \Delta ROA_{it} + \beta_5 \Delta ROA_{it} D_{it} + \beta_6 TAM + \beta_7 AL\_FIN + \beta_8 MTB + \beta_9 GOV + \epsilon_{it}$					
Variáveis		Sem variáveis de controle		Com variáveis de controle	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$	const	-0,00770	0,876	-0,176309	0,398
$\beta_1$	D	0,03330	0,654	0,02377	0,747

$\beta_2$	R	-0,00053	0,563	-0,00055	0,546
$\beta_3$	D*R	0,00079	0,646	0,00014	0,936
$\beta_4$	$\Delta L$	0,00000	0,765	0,0000	0,69
<b><math>\beta_5</math></b>	<b><math>\Delta ROA*D</math></b>	<b>-0,00008</b>	<b>0,601</b>	<b>-0,00007</b>	<b>0,609</b>
$\beta_6$	TAM			0,01403	0,318
$\beta_7$	AL_FIN			-0,00039***	0,003
$\beta_8$	MTB			0,00913*	0,089
$\beta_9$	GOV			-0,0848	0,119
Nº de Obs.		474		474	
R <sup>2</sup>		0,033		0,033	
Estatística F		0,886		0,069	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Painel Aleatório. \*\*\* e \* representam a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 1% e de 10%, respectivamente.  $\ln(\Delta REM_{it})$ : variação do logaritmo natural da remuneração no período; Dit: variável *dummy* que assume o valor de 1 quando  $R_{it} < 0$  e 0 para as demais situações;  $R_{it}$ : é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta ROA_{it}$ : é a variação do retorno do ativo da empresa  $i$  no ano  $t$ ; TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ ; AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , ano  $t$ ; MTB: é o índice *market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ; GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

De acordo com os resultados para  $\Delta ROA$ , nota-se que os coeficientes das variáveis de controle **AL-FIN** e **MTB** novamente apresentaram significância estatística, alinhando-se assim aos resultados apresentados anteriormente para  $\Delta L$ . Para a variável  $\Delta ROA*D$ , os coeficientes permanecem sem significância estatística. Portanto, corroboram com as evidências acima apresentadas de que não há relação entre conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity* das empresas da amostra.

Na tabela 8 a seguir, são apresentados os resultados da análise da relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity* e a medida de desempenho *ROE*.

**Tabela 8 - Regressão de dados em painel para medida de desempenho ROE**

$\ln(\Delta REM_{it}) = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 R_{it} D_{it} + \beta_4 \Delta ROE_{it} + \beta_5 \Delta ROE_{it} D_{it} + \beta_6 TAM + \beta_7 AL\_FIN + \beta_8 MTB + \beta_9 GOV + \epsilon_{it}$					
Variáveis		Sem variáveis de controle		Com variáveis de controle	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$	const	-0,00817	0,869	-0,17419	0,406
$\beta_1$	D	0,03521	0,635	0,02634	0,72
$\beta_2$	R	-0,00054	0,561	-0,00006	0,522
$\beta_3$	D*R	0,00088	0,607	0,00014	0,937
$\beta_4$	$\Delta ROE$	-0,00007	0,948	-0,00008	0,94
<b><math>\beta_5</math></b>	<b><math>\Delta ROE*D</math></b>	<b>-0,00004</b>	<b>0,968</b>	<b>0,00014</b>	<b>0,903</b>
$\beta_6$	TAM			0,01372	0,33
$\beta_7$	AL_FIN			-0,00039***	0,003
$\beta_8$	MTB			0,01043	0,107
$\beta_9$	GOV			-0,08629	0,116



Nº de Obs	474	474
R <sup>2</sup>	0,032	0,032
Estatística F	0,813	0,076

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Painel Aleatório. \*\*\*representa a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 1%.  $\ln(\Delta REM_{it})$ : variação do logaritmo natural da remuneração no período; *Dit*: variável *dummy* que assume o valor de 1 quando  $R_{it} < 0$  e 0 para as demais situações;  $\Delta ROE_{it}$ : é a variação do retorno do ativo da empresa *i* no ano *t*; TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa *i* no ano *t*; AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa *i*, ano *t*; MTB: é o índice *market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*; GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

Conforme os dados da regressão para ROE, o coeficiente  $\Delta ROE * D$  não apresenta significância estatística. Desse modo, para ambas as medidas alternativas de desempenho empregadas não é possível estabelecer uma relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity*.

Observa-se que, em relação ao modelo original testado, a aplicação dos testes com variáveis alternativas e a extração do logaritmo das variáveis levou a uma melhora do poder explicativo do modelo, mas os resultados permanecem qualitativamente os mesmos.

Estas evidências diferem das encontradas por Leone et al., (2004), O'Connell (2006) Iyengar e Zampelli (2010) e Iwasaki et al., (2012), que encontraram relação significativa para os coeficientes  $\Delta ROA * D$  e  $\Delta ROE * D$ , ao empregarem estas mesmas medidas alternativas de desempenho para testar a robustez dos resultados.

A pesquisa preliminar sobre remuneração de executivos e conservadorismo contábil no mercado brasileiro apresenta resultados diferentes entre si. O estudo de Sartorelli et al., (2012) aponta influência da concessão de *stock options* na suavização do conservadorismo contábil, sugerindo que o incentivo oferecido ao gestor pode levar a um comportamento disfuncional do mesmo para elevar sua remuneração. Dentro desta perspectiva, quanto mais incentivos a empresa oferecer ao gestor, menor é a probabilidade de sua contabilidade ser conservadora. Por outro lado, e em linha com os resultados encontrados neste estudo, Silva et al., (2012) também não encontram influência da remuneração variável no nível de conservadorismo contábil. Portanto, o conservadorismo contábil parece não ter relação com o fornecimento de incentivos aos executivos ou quando apresenta indícios de associação, sugere uma tendência de suavização de seu grau na informação contábil. Estes resultados sugerem a ausência desse importante mecanismo de monitoramento nos contratos de incentivo fornecidos aos executivos de empresas do mercado brasileiro.

#### 4.2.3 Análise da *Pay-performance sensitivity*

Este tópico apresenta a análise da *pay-performance sensitivity* a partir do modelo de Jensen e Murphy (1990). A tabela 9 a seguir apresenta os resultados encontrados.

**Tabela 9 - Regressão de dados em painel para a análise da *pay-performance sensitivity***

$\Delta\text{COMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{Rit} + \beta_2\text{DESEMP}_{it}\text{Dit} + \beta_3\text{TAM} + \beta_4\text{AL\_FIN} + \beta_5\text{MTB} + \beta_6\text{GOV} + \varepsilon_{it}$							
Variáveis		$\Delta\text{Lit}$		$\Delta\text{ROA}_{it}$		$\Delta\text{ROE}_{it}$	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$	const	-0,1662	0,39	-0,1661	0,39	-0,1624	0,401
$\beta_1$	R	-0,00072	0,166	-0,00071	0,169	-0,00075	0,158
$\beta_2$	<b><math>\Delta\text{DESEMP}</math></b>	<b>0,00013</b>	<b>0,692</b>	<b>0,00000</b>	<b>0,669</b>	<b>0,00005</b>	<b>0,735</b>
$\beta_3$	TAM	0,01417	0,301	0,01413	0,302	0,01385	0,312
$\beta_4$	AL_FIN	-0,00039**	0,003	-0,00039**	0,003	-0,00039**	0,003
$\beta_5$	MTB	0,00914*	0,088	0,00914*	0,088	0,01026*	0,106
$\beta_6$	GOV	-0,08615	0,111	-0,086	0,111	-0,08761	0,108
Nº de Observações		474		474		474	
R <sup>2</sup>		0,032		0,032		0,032	
Estatística F		0,01		0,01		0,01	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Painel Aleatório.

\*\* e \* representam a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 5% e de 10%, respectivamente.  $\Delta\text{COMP}_{it}$ : variação do logaritmo natural da remuneração no período; Rit: é o retorno da ação da empresa *i* no ano *t*;  $\Delta\text{DESEMP}_{it}$ : é a medida de desempenho empregada, dada por Lucro, ROA e ROE;  $\Delta\text{Lit}$ : é a variação do lucro por ação da empresa *i* no ano *t*;  $\Delta\text{ROA}_{it}$ : é a variação do retorno do ativo da empresa *i* no ano *t* ou  $\Delta\text{ROE}_{it}$ : é a variação do retorno do ativo da empresa *i* no ano *t*; TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa *i* no ano *t*; AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa *i*, ano *t*; MTB: é o *índice market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*; GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

Os coeficientes das variáveis **R** e  **$\Delta\text{DESEMP}$**  mensuram a *pay-performance sensitivity* em relação às medidas de desempenho de mercado e contábil, respectivamente. Observa-se, que estas variáveis não apresentaram significância estatística, para todas as medidas de desempenho contábil empregadas (Lucro, ROE e ROA).

Estes resultados podem ser explicados pelas variações negativas apresentadas nas variáveis de desempenho lucro e retorno das ações no período, conforme ilustrado anteriormente nas estatísticas descritivas. O'Connell (2006) e Murphy (2000) ressaltam, que geralmente há uma fraca associação da remuneração de executivos baseada nos resultados contábeis nas situações de baixo desempenho no ano anterior, pois o bônus somente é concedido após se atingir um patamar mínimo de desempenho. O período que abrange esta pesquisa coincide com um período de grande instabilidade política e econômica no Brasil, que começou a sentir os reflexos da crise financeira internacional. Este cenário pode impactar em menor incremento nos salários dos executivos, dado a redução do desempenho nos lucros.

Algumas pesquisas anteriores, de fato, não encontram relação entre a remuneração de executivos e desempenho. Desse modo, este resultado alinha-se aos encontrados nos estudos internacionais de Lippert e Porter (1997), Aduda (2011) e Jensen e Murphy (1990), sendo que este último, apesar de encontrar uma relação positiva, é considerada fraca para servir como incentivo aos executivos das empresas americanas. Também coadunam com os estudos nacionais de Funchal (2006), Krauter e Souza (2013) e Tannuri et al., (2013), com relação aos incentivos de curto prazo e com os estudos de Beuren, Silva e Mazzioni (2015) e Krauter (2013), que também não encontraram relação entre remuneração e desempenho contábil.

Estes achados podem indicar também que os incentivos fornecidos aos executivos de empresas do mercado brasileiro não são fortes o suficiente para que a remuneração possa apresentar-se sensível ao desempenho contábil. Além disso, esta questão mostra-se desafiadora para o Brasil e deve ser investigada com maior profundidade, dada a discrepância entre os diversos estudos.

No entanto, estes resultados divergem dos encontrados em alguns estudos que evidenciam uma relação positiva entre remuneração e desempenho contábil tais como os estudos de Lambert e Larcker (1987), Baber et al., (1996). Os estudos de Krauter (2013) Beuren et al., (2014), Fernandes e Mazzioni (2015) e Aguiar e Pimentel (2017), também encontraram evidências de relação para as empresas do mercado brasileiro. Entretanto, é importante frisar que nestes estudos foram empregadas abordagens diferentes para a composição da remuneração dos executivos no Brasil.

#### 4.2.4 Teste de Conservadorismo Contábil

Este tópico apresenta o teste de conservadorismo contábil para a amostra estudada. Para o contexto deste estudo, é importante realizar o referido teste para ratificar os resultados do teste de hipótese do estudo, pois o mesmo não apontou relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity*. O conservadorismo contábil condicional, conforme Watts (2003) pode ser resultado de demandas que vão além de questões de contratos de incentivo fornecidos a executivos, conforme explicado no tópico 2.4 do presente trabalho.

Na tabela 10 a seguir são apresentados os resultados para o teste de conservadorismo condicional conforme as especificações de Basu (1997), e suas interações com as variáveis de controle tamanho, alavancagem financeira, MTB e governança corporativa.

**Tabela 10 - Regressão de dados em painel para teste de conservadorismo contábil**

---


$$\text{Lit/R}_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dit} + \beta_2 \text{Rit} + \beta_3 \text{RitDit} + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{AL\_FIN} + \beta_6 \text{MTB} + \beta_7 \text{GOV} + \varepsilon_{it}$$


---

Variáveis	Sem variáveis de controle		Com variáveis de controle	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$ const	0,0651969	0,7719	-0,00983	0,994
$\beta_1$ D	0,0185528	0,9559	0,03544	0,922
$\beta_2$ R	-0,00235146	0,5725	-0,00242	0,128
<b><math>\beta_3</math> R*D</b>	<b>0,00622677</b>	<b>0,4196</b>	<b>0,00691</b>	<b>0,528</b>
$\beta_4$ TAM			0,00178	0,983
$\beta_5$ AL_FIN			0,00148***	0,001
$\beta_6$ MTB			0,00099	0,933
$\beta_7$ GOV			0,04591	0,838
Nº de Observações	474		474	
R <sup>2</sup>	0,014		0,014	
Estatística F	0,87		0,00	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Painel Aleatório.

\*\*\* representa a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 1%. Os erros-padrão foram calculados robustos à heterocedasticidade.  $L_{it}$ : é o lucro por ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $R_{it-1}$ : é o preço por ação no início do ano;  $D_{it}$ : é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando  $R_{it} < 0$  e 0 para as demais situações.  $R_{it}$ : é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ . TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ . AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , ano  $t$ . MTB: é o índice *market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ . GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

De acordo com os resultados da regressão, os coeficientes das variáveis **D** e **R**, que indicam respectivamente o nível de conservadorismo e velocidade do reconhecimento do retorno econômico no resultado contábil, não apresentaram significância estatística. Portanto, não se identificou nenhum nível de conservadorismo contábil a partir destas variáveis.

O coeficiente da variável **R\*D**, que mensura a intensidade da defasagem temporal entre o reconhecimento de boas e más notícias, não apresenta significância estatística. Com este resultado, é possível inferir que a amostra do estudo não apresenta indícios de graus de conservadorismo contábil. Tal resultado alinha-se ao encontrado no teste de hipótese, que também não identificou relação entre o conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity*.

Alguns estudos têm mostrado que no Brasil as empresas, de modo geral, não apresentam conservadorismo contábil em suas demonstrações contábeis, tais como os estudos de Coelho e Lima (2007), Gonzaga e Costa (2009), Antunes et al., (2010), Moreira e Colauto (2010), Dutra e Costa (2014), Santos et al., (2011). Os referidos estudos investigaram a relação do conservadorismo contábil com a política de dividendos, governança corporativa e adoção das normas internacionais de contabilidade. A justificativa para os baixos níveis ou mesmo inexistência de conservadorismo contábil tem se respaldado nos aspectos institucionais que caracterizam o mercado brasileiro, tais como a fraca proteção legal aos acionistas e credores, a

baixa qualidade da informação contábil e a alta concentração acionária. Estes aspectos, limitam os benefícios gerados pelo conservadorismo contábil, desestimulando sua prática no mercado brasileiro.

As variáveis de controle **TAM**, **MTB** e **GOV** não apresentaram significância estatística. Diferentemente, o coeficiente da variável de controle **AL\_FIN** apresentou significância estatística, mostrando que maiores índices de alavancagem geram maiores incrementos nos lucros. A literatura sobre conservadorismo contábil tem apontado indícios de demanda por conservadorismo contábil para empresas com alta alavancagem financeira, tendo em vista que nestes caso as empresas podem enfrentar maiores conflitos entre obrigacionistas e acionistas (AHMED et al., 2002; BALL et al., 2008; ZHANG, 2008). O resultado surpreende porque, mesmo com o coeficiente desta variável apresentar alta significância estatística com relação ao lucro contábil, não se identificou nenhum grau de conservadorismo relacionado.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

### 5.1 CONCLUSÕES

A ampla literatura tem apontado que os atributos inerentes ao conservadorismo contábil funcionam como um importante mecanismo para lidar com problemas decorrentes dos conflitos de agência. Dentro deste escopo de discussões, um conjunto recente de estudos aponta indícios de demanda por conservadorismo contábil condicional para fins de remuneração de executivos, especificamente para as empresas que fornecem incentivos de curto prazo, que são vinculados ao desempenho contábil. Nestes casos, fortes correlações entre conservadorismo contábil e os indicadores de *pay-performance sensitivity* têm sido observadas.

O presente estudo investiga esta relação para as empresas que vinculam formalmente a remuneração variável dos executivos ao desempenho contábil, analisando se o conservadorismo contábil apresenta associação com a *pay-performance sensitivity* das empresas do mercado brasileiro. Para tanto, empregou-se neste estudo uma análise de 474 observações distribuídas por 131 empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2011 a 2016. No Brasil, os estudos sobre o conservadorismo contábil, até então, têm se concentrado basicamente em detectar seus graus nas demonstrações contábeis e estabelecer relações com o tamanho da empresa, os diferentes níveis de governança corporativa, gerenciamento de resultados e contratos de dívida. O presente trabalho afasta-se desta tendência e entra para o rol pioneiro de estudos, ao explorar a possível demanda por conservadorismo contábil para finalidades voltadas às políticas de remuneração de executivos no Brasil. Desse modo, o presente estudo buscou analisar a correlação entre o conservadorismo contábil e a *pay-performance sensitivity* para as empresas brasileiras que fornecem incentivos de curto prazo, que são vinculados ao desempenho contábil.

Entende-se haver uma lacuna persistente acerca deste tema mesmo diante de aspectos institucionais do mercado de capitais brasileiro que sugerem a existência de uma demanda por conservadorismo contábil para estes fins, tais como: (i) predominância de pagamento de bônus e participação em resultados contábeis a executivos no Brasil, (ii) alta concentração acionária, (iii) baixa representatividade de conselhos de remuneração, (iv) baixa qualidade das práticas de governança corporativa e (v) evidências de gerenciamento de resultados contábeis (FUNCHAL, 2005; ANDRADE; ROSSETI, 2006; VASSOLER et al., 2010; MACHADO, 2012; FERREIRA, 2012; IBGC, 2015; FGV, 2016).

Para atender ao objetivo proposto de investigar esta questão no Brasil, empregou-se o modelo empírico de O'Connell (2006) que respalda-se na Teoria da Agência para explicar a

relação entre conservadorismo contábil e *pay-performance sensitivity*. Para capturar esta relação, o referido modelo implementa a interação entre duas métricas amplamente conhecidas: mensuração da *pay-performance sensitivity* de Jensen e Murphy (1990) e mensuração do conservadorismo contábil de Basu (1997). Complementarmente, foram incluídas quatro variáveis de controle (tamanho da empresa, alavancagem financeira, índice *market-to-book* e governança corporativa), pois segundo a literatura, tanto a remuneração do executivo quanto o conservadorismo contábil podem ser influenciados por estas variáveis.

Os resultados da pesquisa sugerem que as empresas brasileiras que fornecem incentivos de curto prazo aos seus executivos não têm relação com o conservadorismo contábil condicional, indicando ausência deste mecanismo de controle contratual para fins de contratos de incentivo das empresas do mercado brasileiro. Os resultados são robustos para diferentes indicadores de desempenho contábil, como lucro contábil por ação, retorno sobre os ativos e retorno sobre o patrimônio líquido.

Estes resultados divergem dos encontrados nas pesquisas de Leone et al., (2004), O'Connell (2006), Iyengar e Zampelli (2010) e Iwasaki et al., (2012), que apontam a existência de relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração de executivos, por meio dos contratos de incentivo fornecidos a executivos do Reino Unido, Estados Unidos e Japão. No entanto, alinham-se aos poucos estudos (Silva et al., 2012; Satorelli et al., 2012) sobre a relação entre fornecimento de incentivos e suavização do conservadorismo contábil no mercado brasileiro.

Foram realizados testes adicionais para verificar o grau de conservadorismo contábil a partir do modelo de Basu (1997). Os resultados não detectaram a presença de conservadorismo contábil condicional, o que sustenta os resultados encontrados para a hipótese do estudo. De fato, os baixos níveis ou ausência de conservadorismo contábil no Brasil, conforme evidenciado pela literatura preliminar no assunto (Coelho e Lima, 2007; Gonzaga e Costa, 2009; Antunes et al., 2010; Moreira e Colauto, 2010; Dutra e Costa, 2014; Santos et al., 2011; Brito e Martins, 2013) são entendidos como um fruto de seu ambiente institucional. Tal ambiente, caracteriza-se por baixos incentivos de reporte de informações de qualidade, que poderiam ser respaldadas pelos mecanismos de controle e monitoramento contratual que o conservadorismo confere aos números contábeis.

Os testes adicionais, a partir da análise da *pay-performance sensitivity*, também mostraram que a remuneração dos executivos não apresentou sensibilidade, tanto com relação

às medidas de desempenho contábil, quanto ao retorno das ações. Com relação às variáveis de controle, os resultados mostram que maiores índices de *market-to-book* representam crescimento na remuneração dos executivos. No entanto, quanto maior a alavancagem financeira e maior o nível de governança corporativa, menor a remuneração dos executivos. Em relação ao tamanho da empresa, a remuneração dos executivos não apresentou sensibilidade.

Estes resultados convergem com os estudos de Funchal (2006), Krauter e Souza (2013), Tannuri et al., (2013), Beuren, Silva e Mazzioni (2015), Krauter, (2013), Chien (2012) e Merofa (2014) e Lopes et al., (2016). No entanto, divergem dos encontrados por Murphy (1985), Lambert e Larcker (1987) e Baber et al., (1996), mas estes foram aplicados em mercados financeiros bem mais avançados e que apresentam diferenças institucionais em relação ao mercado brasileiro. A respeito dos estudos nacionais de Krauter (2013), Beuren et al., (2014), Fernandes e Mazzioni (2015) e Aguiar e Pimentel (2017), que também encontram resultados diferentes para o mercado brasileiro, é importante frisar que estes empregaram abordagens metodológicas diferentes para a composição e cálculo da sensibilidade da remuneração dos executivos.

O conservadorismo contábil é apontado na literatura como um mecanismo desejável para o desenho de contratos de incentivo eficientes, tal como evidenciado nas pesquisas que apontam a existência de relação entre o conservadorismo contábil e a remuneração de executivos. O reconhecimento assimétrico entre ganhos e perdas limita as oportunidades de gerenciamento de lucros, melhora a confiabilidade e qualidade das medidas de desempenho contábil e é uma forma de mitigar o problema do horizonte (WATTS, 2003; BASU, 1997; GIVOLY e RAYN, 2000; BALL e SHIVAKUMAR, 2005). Portanto é um atributo que permite empregar os números contábeis como uma medida de desempenho capaz de alinhar interesse do agente ao principal, para buscar crescimento do valor da empresa.

No entanto, apesar do emprego generalizado de pagamento de bônus e participações e das evidências de gerenciamento de resultados, as empresas brasileiras não apresentam indícios de que o conservadorismo contábil funciona como um mecanismo de monitoramento de seus contratos de incentivo. A ausência de associação entre o conservadorismo contábil e os incentivos nos pacotes de remuneração de executivos denota a exposição destas empresas aos riscos de oportunismo gerencial, contabilidade agressiva e redução da qualidade da informação dos relatórios financeiros.



Os resultados deste estudo têm implicações na caracterização das políticas de incentivos de curto prazo aos executivos praticadas no mercado acionário brasileiro. Estas evidências constituem um alerta para as empresas do mercado brasileiro, com relação à necessidade de mecanismos de eficiência contratual, como o conservadorismo contábil, no desenho de contratos de incentivo mais eficientes e equilibrados.

## 5.2 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES

A presente pesquisa analisou as companhias de capital aberto do mercado brasileiro de modo geral, sem fazer análises com relação a setores específicos de atividade. Em virtude da indisponibilidade dos dados das remunerações individuais pagas aos executivos, este estudo limitou-se a analisar a remuneração de curto prazo total paga para o quadro geral de executivos.

Destaca-se como uma limitação relevante para este estudo o nível de acurácia das informações prestadas sobre a remuneração de executivos. No decorrer da coleta de dados, pode-se perceber mudanças significativas dos valores reportados entre os anos, valores muito baixos ou aparentemente “arredondados” e até mesmo ausência de informações sobre a remuneração. Tais aspectos podem gerar inconsistências nos dados utilizados na pesquisa.

Outra limitação deste estudo é o fato de não se mensurar o problema de horizonte do gestor. No entanto, este é um desafio que se estabelece nas pesquisas da área tendo em vista a dificuldade de sua mensuração. O problema de horizonte do gestor é considerando muitas vezes como uma variável inobservável para os pesquisadores (LEONE et al., 2004).

A pesquisa também apresenta uma limitação metodológica, pois existem metodologias recomendadas para lidar com problemas de endogeneidade dos números e de relação não-linear. Estas são características bastante comuns quando se trabalha com dados de remuneração de executivos e que foram discutidas como divergências metodológicas em alguns estudos da área (HALLOCK et al., 2008; SCHAEFER, 1998; CORE et al., 2003).

O fato de não convergirem com as mesmas evidências empíricas internacionais não invalida os resultados apresentados, pois esta pesquisa considera o mercado brasileiro. Suas características institucionais específicas são relevantes para a ocorrência do fenômeno e são respaldadas por diversas evidências que podem explicar os resultados apresentados. Além disso, este trabalho preenche uma lacuna existente sobre o tema, sendo um trabalho pioneiro no assunto.

A remuneração e os benefícios oferecidos aos executivos apresentam particularidades e premissas próprias. Assim a realização de mais estudos para um maior aprofundamento sobre o tema é essencial. Como sugestões para pesquisas futuras, aponta-se: replicar esta pesquisa em setores de atividade econômica para os quais a literatura aponta maiores graus de conservadorismo contábil e relação entre remuneração e desempenho; replicar esta pesquisa empregando outras variáveis de controle, destacadamente para a tamanho da empresa para a qual não se encontrou relação com a remuneração de executivos; empregar, na medida do possível, métricas que capturem a ocorrência de problema do horizonte e miopia gerencial nas empresas brasileiras; implementar outras abordagens metodológicas e econométricas com vistas a superar os problemas relatados nas pesquisas sobre remuneração de executivos.

## REFERÊNCIAS

- ADUDA, Josiah. The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 3, n. 6, p. 130, 2011.
- AGGARWAL, Rajesh K. Executive compensation and incentives. **Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance**, v. 2, p. 497-538, 2008.
- ALMEIDA, JUAN C. G.; SIMONASSI S. R.; COSTA, Fábio. M. **Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BMF&Bovespa**. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 2, n. 2, 2008.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. In: Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. Atlas, 2006.
- AGUIAR, Andson B. de; PIMENTEL, Renê C. **Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas**. RAC-Revista de Administração Contemporânea, v. 21, n. 4, 2017.
- AHMED, Anwer S. et al. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, p. 867-890, 2002.
- AHMED, Anwer S.; DUELLMAN, Scott. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. **Journal of accounting and economics**, v. 43, n. 2, p. 411-437, 2007.
- ANJOS, Luiz Carlos Marques dos et al. **Relações entre controle acionário e remuneração o de executivos**. Enfoque, v. 34, n. 1, p. 45, 2015.
- ANTUNES, Gustavo Amorim et al. **Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil**. ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting, v. 3, n. 1, p. 109-138, 2013.
- ANTUNES, Gustavo Amorim; COSTA, FM da. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. **XXXI Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, 2007**.
- BABER, William R.; KANG, Sok-Hyon; KUMAR, Krishna R. Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 169-193, 1998.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, p. 159-178, 1968.
- BALL, R. SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.

BAKER, George P.; HALL, Brian J. CEO incentives and firm size. **Journal of Labor Economics**, v. 22, n. 4, p. 767-798, 2004.

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

BEAVER, William H.; RYAN, Stephen G. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. **Journal of accounting research**, v. 38, n. 1, p. 127-148, 2000.

BEAVER, William H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of accounting research**, p. 67-92, 1968.

BENINI, Dionara R. et al. Governança corporativa e remuneração dos executivos: Um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. **Revista Espacios**, Vol. 38, n. 34, p. 27, 2017.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. 1932. The modern corporation and private property. In: JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

BEUREN, Ilse Maria; ZANIEVICZ, Marcia da Silva; MAZZIONI, Sady. **Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas**. Revista de Administração FACES Journal, v. 13, n. 2, 2014.

\_\_\_\_\_; DA SILVA, Júlio Orestes. **Evidenciação o da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa**. Enfoque, v. 34, n. 3, p. 95, 2015.

BLUNCK, Ryan. REGO, Sonja. Evidence on the contracting explanation of conservatism. **Journal of Finance and Accountancy**. Georgia State University. www. aabri. com. 2007.

BRASIL, Congresso Nacional. Lei nº 11.638/2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, edição extra, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 de dez. 2007.

BRASIL, Congresso Nacional. Lei nº 11.941/2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, edição extra, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 de mai. 2009.

BRITO, Giovani Antônio Silva; MARTINS, Eliseu. Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, 2013.

BUSHMAN, Robert M.; INDJEJIKIAN, Raffi J. Accounting income, stock price, and managerial compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, n. 1-3, p. 3-23, 1993.

CARVALHO, José Raimundo; JUNIOR, Aricieri Devidé. Remuneração Executiva e Desempenho Empresarial: Evidências do “Guia Exame-100 Melhores Empresas para Você Trabalhar”, In: 40º Encontro Nacional de Economia (Anpec), Porto de Galinhas - PE, 2012. **Anais...**Porto de Galinhas: Anpec, 2012.

CHEN, Qi; HEMMER, Thomas; ZHANG, Yun. On the relation between conservatism in accounting standards and incentives for earnings management. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 3, p. 541-565, 2007.

CHIEN, Alisson Yi Chien. **A remuneração dos executivos tem impacto no valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?** 2012. 26f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Anexo nº. 24 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 mar. 2017.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (FASB). **Qualitative Characteristics of Accounting Information, SFAC nº 2, maio de 1980.** Disponível em: <<http://www.fasb.org/>>. Acesso em: 27 mar. 2017.

COELHO, Antônio Carlos Dias; DE SALES CIA, Joanília Neide; LIMA, Iran Siqueira. **Conservadorismo condicional na divulgação de lucros em companhias abertas brasileiras: diferenças entre emissoras e não emissoras de ADR’S e sistemas contábeis.** Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review), v. 11, n. 1, 2010.

CONYON, Martin J.; MURPHY, Kevin J. The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. **The Economic Journal**, v. 110, n. 467, p. 640-671, 2000.

CORE, John; GUAY, Wayne. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. **Journal of accounting and economics**, v. 28, n. 2, p. 151-184, 1999.

CORE, John E.; LARCKER, David F. Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 3, p. 317-340, 2002.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

DECHOW, Patricia M. et al. Amy P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995.

FERNANDES, Marlon; ALVES, Rodrigues; KRAUTER, Elizabeth. Remuneração executiva: Existe contribuição para a performance da organização? **Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad.** Portal Universia S.A., Boadilla del Monte, Espanha, 2014.

FERNANDES, Francisco Carlos; MAZZIONI, Sady. **A correlação entre a remuneração dos executivos e o desempenho de empresas brasileiras do setor financeiro.** *Contabilidade Vista & Revista*, v. 26, n. 2, p. 41-64, 2015.

FRYDMAN, Carola; JENTER, Dirk. CEO compensation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 2, n. 1, p. 75-102, 2010.

FUNCHAL, Jeferson de Araujo. **Determinantes da remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas.** 2005. 175f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -Universidade do Vale do Rio dos Sinos-UNISINOS, Porto Alegre, 2005.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. PwC. **Remuneração executiva e geração de valor. Práticas e resultados das empresas do índice IGC da Bovespa.** 2ª ed, 2016.

GIVOLY, Dan. HAYN, Carla. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? **Journal of accounting and economics**, v. 29, n. 3, p. 287-320, 2000.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio M.; LOPES, A. B. **Relação entre conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas majoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa.** *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v.20, n. 50, p. 95-109, Mai/Ago, 2009.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; EMIKO YOSHINAGA, Claudia; EID JUNIOR, William. **Relação entre os Sistemas de Incentivos Oferecidos aos Gestores e Desempenho das Empresas Brasileiras.** *Contabilidade Vista & Revista*, v. 24, n. 3, 2014.

GRAHAM, John R. HARVEY, Campbell R. RAJGOPAL, Shiva. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 40, n. 1, p. 3-73, 2005.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica.** *Elsevier Brazil*, 2006.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5.** AMGH Editora, 2011.

HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados.** Bookman Editora, 2009.

HALL, Brian J.; LIEBMAN, Jeffrey B. Are CEOs really paid like bureaucrats? **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 3, p. 653-691, 1998.

HALLOCKK, Kevin F. MADALOZZO, Regina. RECK, Clayton G. CEO Pay-For-Performance Heterogeneity Using Quantile Regression. **CAHRS Working Paper Series**, 7-29, Cornell University ILR School, 2008.

HAYN, Carla. The information content of losses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 2, n. 20, p. 125-153, 1995.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HORNGREN, Charles T.; SUNDEM Gary L., STRATTON, Willian O. **Contabilidade gerencial**. 12. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

HOLMSTROM, Bengt. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, p. 74-91, 1979.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Remuneração dos Administradores**. 5ª Edição, 2015.

IWASAKI, Takuya et al. Excess Executive Compensation and the Demand for Accounting Conservatism. **Research Institute for Economics & Business Administration**. Kobe University, 2012.

IYENGAR, Raghavan J.; ZAMPELLI, Ernest M. Does accounting conservatism pay? **Accounting & Finance**, v. 50, n. 1, p. 121-142, 2010.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JENSEN, Michael et al. Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. 2004.

KRAUTER, Elizabeth. **Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC), v. 7, n. 3, 2013.

KAIZER, Carolina V. C. et al. **O impacto da regulamentação contábil sobre o conservadorismo nas empresas do setor elétrico do Brasil**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, v. 3, n. 1, 2009.

KRAUTER, Elizabeth; DA SOUSA, Almir Ferreira. Executive compensation and corporate financial performance: Empirical evidences on Brazilian industrial companies. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, v. 9, n. 5, p. 650, 2013.

LAFOND, Ryan; WATTS, Ross L. The information role of conservatism. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 447-478, 2008.

LAMBERT, Richard A.; LARCKER, David F. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. **Journal of Accounting research**, p. 85-125, 1987.

LAMBERT, Peter. **The distribution and redistribution of income**. Manchester University Press, 2001.

LEONE, Andrew J.; WU, Joanna Shuang; ZIMMERMAN, Jerold L. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1, p. 167-192, 2004.

LIPPERT, Robert L.; PORTER, Gayle. Understanding CEO pay: A test of two pay-to-performance sensitivity measures with alternative measures of alignment and influence. **Journal of Business Research**, v. 40, n. 2, p. 127-138, 1997.

LOPES, Iago França et al. **Remuneração dos executivos e sua relação com a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa**. In: Congresso Brasileiro de Custos-ABC. 2016, **Anais...**Porto de Galinhas: CBC, 2016.

LOPES, Alexsandro B.; WALKER, Martin. **Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil**. São Paulo, 2008. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1095781](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095781)>

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.

MACHADO, Thalyson Renan Bitencourt; ROGERS, Pablo. Remuneração dos executivos e o desempenho de companhias abertas brasileiras classificadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 17, n. 1, p. 5-13, 2016.

MEROFA, Patrícia do Amaral et al. **O endividamento e a remuneração variável dos diretores executivos no Brasil: evidências empíricas**. 2014. 87 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, 2012.

MORA, Araceli; WALKER, Martin. The implications of research on accounting conservatism for accounting standard setting. **Accounting and Business Research**, v. 45, n. 5, p. 620-650, 2015.

MURPHY, Kevin J. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. **Journal of accounting and economics**, v. 7, n. 1-3, p. 11-42, 1985.

MURPHY, Kevin J. Executive compensation. **Handbook of labor economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999.

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contabilidade internacional**. São Paulo: Atlas, 2008.

O'CONNELL, Vincent. The impact of accounting conservatism on the compensation relevance of UK earnings. **European Accounting Review**, v. 15, n. 4, p. 627-649, 2006.

ROSS, Stephen A. **On the Economic Theory of Agency: The Principle of Similarity**. University of Pennsylvania, Department of Economics, 1972.



SANTANA, André Gobette; KLANN, Roberto Carlos. **Conservadorismo Contábil e a adoção das IFRS: Evidências em empresas brasileiras familiares e não familiares.** Enfoque: Reflexão Contábil, v. 35, n. 1, 2016.

SANTOS, Luís Paulo Guimarães dos. **O uso do lucro econômico na formulação de contratos de incentivo contingentes ao desempenho e o problema do horizonte: uma análise experimental.** 2012. 145 f. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, 2012.

SANTOS, Luís Paulo Guimarães dos et al. **Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA.** Revista Contabilidade & Finanças-USP, v. 22, n. 56, 2011.

SARTORELLI, I. C. MARTINS, E. SILVA, J. O. **Influências de Stock Options no Conservadorismo Contábil.** In: XII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2012, São Paulo. Incentivando a Conversão dos Trabalhos em Publicações Definitivas, 2012.

SCHAEFER, Scott. The Dependence of Pay-Performance Sensitivity on the Size of the Firm, **Review of Economics and Statistics**, p. 436-443, 1998.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. **Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas.** Revista Brasileira de Finanças, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SILVA, Júlio Orestes et al. **Remuneração variável dos gestores e o conservadorismo contábil,** FUCAPE, 2012.

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

TANNURI, Guillermina et al. **Uma avaliação dos efeitos dos sistemas de incentivos no desempenho econômico das empresas listadas no IBRX-50 da BM&FBOVESPA.** Revista Contabilidade e Controladoria, v. 5, n. 1, 2013.

VASSOLER, Andressa Passos da Rocha. **Relação entre a Remuneração de Executivos e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto.** 2011. 46 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória, 2011.

VICTOR, Fernanda. **Estrutura de Propriedade e Remuneração Executiva: efeitos diretos e indiretos da regulamentação.** 2013. 139 f. Tese (Doutorado) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração, 2013.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive Accounting Theory. **Contemporary Topics in Accounting Series.** 1986.

\_\_\_\_\_ Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.

\_\_\_\_\_ Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities. **Accounting horizons**, v. 17, n. 4, p. 287-301, 2003.

ZHANG, Jieying. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. **Journal of accounting and economics**, v. 45, n. 1, p. 27-54, 2008.

## APÊNDICE

**Tabela 11 - Análise de regressão de dados em painel**

		$\Delta REM_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 Rit + \beta_3 RitD_{it} + \beta_4 \Delta Lit + \beta_5 \Delta LitD_{it} + \epsilon_{it}$					
Variáveis		Efeitos Aleatórios		MQO		Efeitos Aleatórios	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$	const	0,78097	0,0091	0,78097	0,0093	0,86757	0,0187
$\beta_1$	D	0,44025	0,3266	0,44025	0,3271	0,21164	0,7045
$\beta_2$	R	-0,00027	0,9614	-0,00027	0,9614	-0,00011	0,9881
$\beta_3$	RD	0,00386	0,7091	0,00386	0,7092	0,00121	0,9346
$\beta_4$	$\Delta L$	-0,00273	0,7848	-0,00273	0,7849	-0,00097	0,9338
<b><math>\beta_5</math></b>	<b><math>\Delta L * D</math></b>	<b>-0,00669</b>	<b>0,7360</b>	<b>-0,00669</b>	<b>0,7361</b>	<b>-0,02092</b>	<b>0,3727</b>
Nº de Obs.		474		474		474	
R <sup>2</sup>		0.004		0.004		0,18	
Estatística F		0.86		0.86		0.91	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Aleatório.  $\Delta REM_{it}$ : é a variação percentual da remuneração em dinheiro do executivo;  $D_{it}$ : é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando  $Rit < 0$  e 0 para as demais situações;  $Rit$ : é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta Lit$ : é a variação do lucro por ação da empresa  $i$  no ato  $t$ .

Fonte: Elabora pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

**Tabela 12 - Regressão de dados em painel com variáveis de controle**

		$\ln(\Delta REM_{it}) = \beta_0 + \beta_1 D_{it} + \beta_2 Rit + \beta_3 RitD_{it} + \beta_4 \Delta Lit + \beta_5 D_{it} \Delta Lit + \beta_6 TAM + \beta_7 AL\_FIN + \beta_8 MTB + \beta_9 GOV + \epsilon_{it}$					
Variáveis		Efeito Aleatório		MQO		Efeito Fixo	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$	const	-0,15227	0,470	-0,15227	0,470	0,69289	0,679
$\beta_1$	D	0,02339	0,750	0,02339	0,750	0,01542	0,872
$\beta_2$	R	-0,00055	0,544	-0,00055	0,545	-0,00081	0,514
$\beta_3$	$D * R$	0,00017	0,920	0,00017	0,920	0,00004	0,987
$\beta_4$	$\Delta L$	-0,00225	0,410	-0,00225	0,410	-0,00212	0,552
<b><math>\beta_5</math></b>	<b><math>\Delta L * D</math></b>	<b>0,00241</b>	<b>0,381</b>	<b>0,00241</b>	<b>0,381</b>	<b>0,00242</b>	<b>0,502</b>
$\beta_6$	TAM	0,01253	0,376	0,01253	0,377	-0,04952	0,664
$\beta_7$	AL_FIN	-0,00038***	0,003	-0,00038***	0,003	-0,00047***	0,004
$\beta_8$	MTB	0,00894*	0,096	0,00894*	0,097	0,01284	0,207
$\beta_9$	GOV	-0,08317	0,126	-0,08317	0,127	Excluído por colineariedade*	
Nº de Obs.		474		474		474	
R <sup>2</sup>		0,034		0,034		0,128	
Estatística F		0,059		0,06		1,00	

Nota: Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Aleatório.  $\Delta REM_{it}$ : é a variação percentual da remuneração em dinheiro do executivo;  $D_{it}$ : é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando  $Rit < 0$  e 0 para as demais situações;  $Rit$ : é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta Lit$ : é a variação do lucro por ação da empresa  $i$  no ato  $t$ . TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ . AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , ano  $t$ . MTB: é o *índice market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ . GOV: é a variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário. Fonte: Elabora pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

**Tabela 13 - Regressão de dados em painel para medida de desempenho ROA**

$$\ln(\Delta\text{REMit}) = \beta_0 + \beta_1\text{Dit} + \beta_2\text{Rit} + \beta_3\text{RitDit} + \beta_4\Delta\text{ROAit} + \beta_5\text{Dit}\Delta\text{ROAit} + \beta_6\text{TAM} + \beta_7\text{AL\_FIN} + \beta_8\text{MTB} + \beta_9\text{GOV} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	Efeito Aleatório		MQO		Efeito Fixo	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$ const	-0,176309	0,398	-0,17631	0,399	0,90834	0,584
$\beta_1$ D	0,02377	0,747	0,02377	0,747	0,01617	0,866
$\beta_2$ R	-0,00055	0,546	-0,00055	0,547	-0,00083	0,501
$\beta_3$ D*R	0,00014	0,936	0,00013	0,936	0,00003	0,988
$\beta_4$ $\Delta$ L	0,00000	0,690	0,00007	0,690	-0,00003	0,741
<b><math>\beta_5</math> <math>\Delta</math>L*D</b>	<b>-0,00007</b>	<b>0,609</b>	<b>-0,00007</b>	<b>0,609</b>	<b>-0,00007</b>	<b>0,656</b>
$\beta_6$ TAM	0,01403	0,318	0,01403	0,319	-0,06440	0,569
$\beta_7$ AL_FIN	-0,00039***	0,003	-0,00039***	0,003	-0,00048***	0,003
$\beta_8$ MTB	0,00913*	0,089	0,00913*	0,090	0,01285	0,207
$\beta_9$ GOV	-0,0848	0,119	-0,08481	0,120	Excluído por colineariedade*	
Nº de Obs.	474		474		474	
R <sup>2</sup>	0,033		0,033		0,127	
Estatística F	0,069		0,072		1,00	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Aleatório.  $\ln(\Delta\text{REMit})$ : é a variação do logaritmo natural da remuneração em dinheiro do executivo; Dit: é a variável dummy que assume o valor de 1 quando  $\text{Rit} < 0$  e 0 para as demais situações; Rit: é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta\text{ROAit}$ : é a variação do retorno do ativo da empresa  $i$  no ano  $t$ . TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ . AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , ano  $t$ . MTB: é o índice market-to-book da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ . GOV: é a variável dummy que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

**Tabela 14 - Regressão de dados em painel para medida de desempenho ROE**

$$\ln(\Delta\text{REMit}) = \beta_0 + \beta_1\text{Dit} + \beta_2\text{Rit} + \beta_3\text{RitDit} + \beta_4\Delta\text{ROEit} + \beta_5\text{Dit}\Delta\text{ROEit} + \beta_6\text{TAM} + \beta_7\text{AL\_FIN} + \beta_8\text{MTB} + \beta_9\text{GOV} + \text{sit}$$

Variáveis	Efeito Aleatório		MQO		Efeito Fixo	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$ const	-0,17419	0,406	-0,17419	0,406	0,91660	0,581
$\beta_1$ D	0,02634	0,720	0,02634	0,721	0,01979	0,837
$\beta_2$ R	-0,00060	0,522	-0,00060	0,522	-0,00083	0,513
$\beta_3$ D*R	0,00014	0,937	0,00014	0,937	0,00006	0,982
$\beta_4$ $\Delta\text{ROE}$	-0,00008	0,940	-0,00008	0,940	0,00034	0,811
<b><math>\beta_5</math> <math>\Delta\text{ROE*D}</math></b>	<b>0,00014</b>	<b>0,903</b>	<b>0,00014</b>	<b>0,903</b>	<b>-0,00031</b>	<b>0,828</b>
$\beta_6$ TAM	0,01372	0,330	0,01372	0,331	-0,06519	0,564
$\beta_7$ AL_FIN	-0,00039***	0,003	-0,00039***	0,003	-0,00049***	0,003
$\beta_8$ MTB	0,01043	0,107	0,01043	0,107	0,01400	0,370
$\beta_9$ GOV	-0,08629	0,116	-0,08629	0,117	Excluído por colineariedade*	
Nº de Obs	474		474		474	
R <sup>2</sup>	0,032		0,032		0,126	
Estatística F	0,076		0,079		1,00	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Aleatório.  $\ln(\Delta\text{REMit})$ : é a variação do logaritmo natural da remuneração em dinheiro do executivo; Dit: é a variável dummy que assume o valor de 1 quando  $\text{Rit} < 0$  e 0 para as demais situações; Rit: é o retorno da ação da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\Delta\text{ROEit}$ : é a variação do retorno do ativo da empresa  $i$  no ano  $t$ . TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ . AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa  $i$ , ano  $t$ . MTB: é o índice market-to-book da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa  $i$  no período  $t$ . GOV: é a variável dummy que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.

**Tabela 15 - Regressão de dados em painel para teste de conservadorismo contábil**

$Lit/R_{it-1} = \beta_0 + \beta_1Dit + \beta_2Rit + \beta_3RitDit + B_4TAM + B_5AL\_FIN + B_6MTB + B_7GOV + \varepsilon_{it}$							
Variáveis	Efeitos Aleatórios			MQO		Efeitos Fixos	
	Coef.	P-Valor		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
$\beta_0$ const	-0,00983	0,994		-0,00983	0,994	-17,52010	0,104
$\beta_1$ D	0,03544	0,922		0,03544	0,922	-0,13721	0,748
$\beta_2$ R	-0,00242	0,128		-0,00241	0,131	-0,00099	0,612
$\beta_3$ R*D	0,00691	0,528		0,00691	0,529	0,00574	0,705
$\beta_4$ TAM	0,00178	0,983		0,00177	0,983	1,20479	0,104
$\beta_5$ AL_FIN	0,00148***	0,000		0,00148***	0,000	0,00152***	0,000
$\beta_6$ MTB	0,00099	0,933		0,00099	0,933	-0,00332	0,900
$\beta_7$ GOV	0,04591	0,838		0,04591	0,839	Excluído por colineariedade*	
Nº de Observações	474			474		474	
R <sup>2</sup>	0,014			0,014		0,233	
Estatística F	0,000			0,000		0,000	

Nota: Regressão com dados em painel desbalanceado. Painel selecionado nos testes: Aleatório. \*\*\* representa a significância estatística dos coeficientes de Pearson ao nível de 1%; Os erros-padrão foram calculados robustos à heterocedasticidade. Lit: é o lucro por ação da empresa i no ano t; Rit-1: é o preço por ação no início do ano; Dit: é a variável dummy que assume o valor de 1 quando Rit < 0 e 0 para as demais situações. Rit: é o retorno da ação da empresa i no ano t. TAM: tamanho da empresa, obtido através do logaritmo do ativo total da empresa i no ano t. AL\_FIN: alavancagem financeira da empresa i, ano t. MTB: é o índice *market-to-book* da empresa, obtido pelo quociente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no período t. GOV: é a variável dummy que assume o valor de 1 quando a empresa apresenta os níveis de governança corporativa conforme classificação da BMF&Bovespa e 0, caso contrário.

Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa, 2018.