

OS IMPACTOS DE *STOCK OPTIONS* NO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS EMPRESAS

THE IMPACTS OF STOCK OPTIONS ON THE ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE OF THE COMPANIES

LEANDRO POLITELO

Universidade Regional de Blumenau
E-mail: leandro_politelo@yahoo.com.br

ROBERTO CARLOS KLANN

Universidade Regional de Blumenau
E-mail: rklann@furb.br

RESUMO

O crescente tamanho e frequência das opções de ações na última década atraiu a atenção de acionistas e governos. O estudo objetiva analisar a influência da adoção de *stock options* no desempenho das empresas listadas na bolsa Brasil, Bolsa e Balcão S/A (B3). A pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem quantitativa a partir de análise documental. As demonstrações contábeis e informes financeiros divulgados referentes aos anos de 2010 e 2011 foram utilizados para a análise dos dados. Com base no universo de 525 empresas foi selecionada uma amostra de 85 que praticaram *stock options* em 2010 e 2011. Os resultados apontaram que o endividamento está negativamente relacionado com o Retorno sobre o Ativo (ROA) e positivamente relacionado com a margem líquida, indicando que empresas com maior margem e menor endividamento obtêm maior retorno do ativo; também que as *stock options* apresentaram associação positiva com o valor de mercado e negativa com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Além disso, a margem líquida indicou relação inversa das *stock options* com as variáveis: ROA, ROE e valor de mercado. Conclui-se que as *stock options* influenciaram o valor de mercado das empresas analisadas, bem como contribuíram para que os gestores tomassem decisões que impactassem positivamente no valor das ações das empresas.

Palavras-chave: *Stock options*; Desempenho econômico e financeiro; Valor de mercado.

ABSTRACT

The increasing size and frequency of stock options over the last decade have attracted the attention of shareholders and governments. The study aims to analyze the influence of the adoption of stock options on the performance of companies listed on the Brazil, Bolsa and Balcão S/A (B3) stock exchange. The research is characterized as descriptive, with a quantitative approach based on documentary analysis. The financial statements and financial reports disclosed for the years 2010 and 2011 were used for the analysis of the data. Based on the universe of 525 companies, a sample of 85 that practiced stock options in 2010 and 2011 was selected. The results showed that debt is negatively related to Return on Assets (ROA) and positively related to net margin, indicating that companies with higher margins and lower debt get a higher return on assets; also, stock options were positively associated with market value and negatively associated with Return on Equity (ROE). In addition, the net margin indicated an inverse relationship between stock options, with the variables ROA, ROE and market value. It was concluded that stock options influenced the market value of the companies analyzed, as well as contributing to the managers making decisions that positively impact the value of the company's shares.

Keywords: Stock Options; Economic and financial performance; Market value.

1 INTRODUÇÃO

Os gestores tendem a evitar grandes riscos, os acionistas, por outro lado, são geralmente ousados em suas explorações, preferem neutralizar o risco e maximizar os retornos. Visto que grandes ganhos tendem a exigir que se aceite maiores riscos, os acionistas, portanto, são favoráveis a maiores riscos (SANDERS; HAMBRICK, 2007).

Para Jensen e Meckling (1976), o principal problema é que os gerentes se preocupam demasiadamente com as perdas, o que os impede de correr riscos. Sanders e Hambrick (2007) revelam que o pagamento baseado em ações tem sido discutido com bastante frequência como motivador da diretoria executiva. Além disso, uma solução para o problema de agência que se origina diante da divergência de objetivos (incorrer em maior ou menor risco) é alinhar os incentivos dos executivos com os interesses dos acionistas, por meio da venda de ações e opções de ações para a diretoria executiva.

As opções de ações (*stock options*) foram propostas como um método para amenizar os problemas de agência que existem entre administradores e acionistas. O plano típico de outorga de opção concede ao executivo a opção de comprar um número de ações ordinárias a um preço de exercício que normalmente equivale ao valor de mercado das ações na data da concessão. Estas opções diferem das listadas e geralmente há um prazo estabelecido em contrato para serem exercidas. Além disso, as opções são de longo prazo, normalmente dez anos (DeFUSCO; JOHNSON; ZORN, 1990).

Para Yermack (1997), opções de ações fornecem a maior parte das compensações de incentivos baseados em desempenho, recebida por diretores executivos de grandes empresas americanas. Nos Estados Unidos, para a maioria dos diretores executivos, as opções de ações são atribuídas uma vez por ano por um comitê de remuneração do conselho de administração (YERMACK, 1997). Conforme o autor, a crescente prática e frequência das opções de ações na última década têm atraído a atenção de acionistas e autoridades do governo, como a *Securities and Exchange Commission* (SEC), o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e o Congresso dos Estados Unidos.

O principal argumento em favor de planos de opção de compra de ações é que eles proporcionam aos executivos maior incentivo para agir no interesse dos acionistas, fornecem uma ligação direta entre a compensação realizada e o desempenho de preços das ações da empresa (HALL; MURPHY, 2003). Ainda, para os autores, oferecer opções de ações permite que as empresas motivem seus funcionários. Como característica das opções, os autores acrescentam que estas normalmente são estruturadas para que os empregados permaneçam na

empresa, assim, podem ser considerados também como incentivos de retenção de colaboradores.

Mas os incentivos fornecidos por opções de ações também têm sido criticados. Os escândalos contábeis na Enron, WorldCom, Global Crossing e outras empresas, têm sido associados a riscos elevados e uma fixação excessiva sobre os preços das ações, ambos supostamente causados pela escalada em concessões de opção de ações (GUAY; KOTHARI; SLOAN, 2003). Os autores acrescentam que estes escândalos chamaram a atenção quanto aos problemas com as práticas da contabilidade, que por sua vez, abriu um debate acerca do tratamento contábil de opções de ações a funcionários. Os defensores argumentam que a contabilização gera demonstrações financeiras mais informativas e de maior credibilidade. Os críticos se preocupam que a contabilização fará com que as empresas concedam menos opções, especialmente para os funcionários de nível inferior (GUAY; KOTHARI; SLOAN, 2003).

No Brasil, a primeira norma específica que aborda o assunto foi publicada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis CPC 10 – Pagamentos Baseados em Ações, posteriormente aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC). A relevância deste CPC para a contabilidade brasileira decorre do estabelecimento de algumas regras que passaram a ser exigidas das empresas a partir de 2009. Como exemplo, pode-se citar a contabilização das *stock options* como uma despesa, mensuradas a valor justo, respeitando o regime de competência (SARTORELLI, 2010).

Do exposto surge a seguinte argumentação de pesquisa: **qual a influência da adoção de *stock options* no desempenho das empresas listadas na B3?**

Para responder a este problema, tem-se como objetivo analisar a influência da adoção de *stock options* no desempenho das empresas listadas na bolsa Brasil, Bolsa e Balcão S/A (B3), entre os anos de 2010 e 2011.

Para Hall e Murphy (2003), o aumento de opções de ações a funcionários ocorreu em uma ampla gama de indústrias, mas é especialmente frequente na chamada "nova economia", empresas relacionadas a computadores, *softwares*, internet, telecomunicações ou redes. Na "velha economia", as empresas aumentaram 44%, de 1,8% das ações em circulação para 2,6%; enquanto subsídios na nova economia aumentaram 75%, de 4,2% para 7,4%.

Sartorelli (2010) destaca a importância das *stock options* no contexto brasileiro, visto o crescente número de empresas que se utilizam desta prática para remunerar executivos, com objetivo de reter talentos e ter uma gestão alinhada aos interesses dos acionistas e gestores.

Conforme a autora, com o crescente o número de empresas que estão abrindo capital e negociando ações em bolsa de valores, a quantidade de empresas que remuneram seus executivos com opções de ações tendem a crescer.

Este tema vem sendo objeto de estudos nos últimos anos. A pesquisa de DeFusco, Johnson e Zorn (1990) revelou que planos de opção de ações aos executivos têm retornos assimétricos, podem induzir os gestores a assumir mais riscos. Esta evidência é consistente com a noção de que as *stock options* a executivos podem instigar a transferência de riqueza aos acionistas.

Yermack (1995) verificou se os incentivos ao desempenho por meio de opções de ações têm significativas associações com variáveis explicativas relacionadas à redução de custos de agência. O estudo examinou se o *mix* de compensação entre as opções de ações e pagamento em dinheiro pode ser explicado pela liquidez corporativa, situação fiscal ou gestão de ganhos. Os resultados indicaram que alguns custos de agência e variáveis financeiras têm poder explicativo em relação às políticas de *stock options*.

Kahle e Shastri (2002) vislumbraram que a alavancagem de longo prazo está negativamente relacionada às alterações no número de opções de ações exercidas. Coles, Hertzell e Kalpathy (2006) investigaram o comportamento de investidores e preços de mercado em um cenário onde o incentivo gerencial pode manipular o salário e o preço de mercado das ações. Os autores encontraram indícios de gerenciamentos de resultado com pequenas perdas após o anúncio de cancelamento de opções de ações a executivos. O estudo de Sanders e Hambrick (2007) analisou os efeitos das opções de ações aos executivos no desempenho estratégico das empresas. Os resultados indicaram que opções de ações geram altos níveis de investimento e trazem extremo desempenho corporativo (grandes ganhos e grandes perdas). Nesta linha, as *stock options* resultaram em maiores perdas do que em grandes ganhos.

O aumento da prática de *stock options* pelas empresas e os resultados controversos das pesquisas anteriores quanto aos benefícios das *stock options* às empresas e seus acionistas instigam o presente estudo a analisar a relação entre a adoção de *Stock Options* e o desempenho econômico e financeiro das empresas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A revisão teórica aborda os conceitos relacionados com *stock options* e discorre sobre sua relação com o desempenho das organizações.

2.1 Pagamento baseado em ações – *stock options*

Opções de ações a empregados são contratos que proporcionam aos funcionários o direito de comprar uma quota de ações da empresa a um preço preestabelecido e por um período predeterminado. A maioria das opções de ações dos funcionários expira em dez anos e são concedidas com um preço igual ao de mercado na data da concessão. Normalmente uma concessão de opções de ações não pode ser realizada imediatamente, mas apenas ao longo do tempo; por exemplo, 25% pode se tornar realizada a cada quatro anos seguintes à concessão. As opções de ações não são negociáveis e normalmente são perdidas se o funcionário sair da empresa antes da data estipulada em contrato (HALL; MURPHY, 2003).

Para Hanlon e Shevlin (2001), quando um empregado exerce uma opção por compra de ações, a empresa geralmente emite um novo compartilhamento de mercado, o que aumenta o número de ações em circulação. Embora algumas empresas exijam que os funcionários paguem preços de exercício em dinheiro, a maioria das empresas oferece programas de exercícios sem a necessidade de desembolsos, em que o funcionário recebe o valor da diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício, em dinheiro ou em ações da própria empresa.

As opções de ações a executivos podem ser fixas ou baseadas em seu desempenho. As fixas requerem apenas que o executivo cumpra os prazos contratuais. As baseadas no desempenho, ou variáveis, incluem requisitos adicionais, como por exemplo, que o empregador obtenha um retorno financeiro mínimo determinado durante o período contratual (CUNY; JORION, 1995).

Muitas empresas caracterizam as *stock options* como dispositivos para alinhar os interesses de longo prazo dos acionistas e gestores. Contudo, enquanto as opções de ações são instrumentos de remuneração inegavelmente qualificados de recompensas a gestores no longo prazo, os achados do estudo de Yermack (1997) sugerem que seu papel na remuneração dos executivos é mais complexo. Para o autor, a compensação por meio da opção de ações à diretoria executiva parece aumentar por razões que pouco tem a ver com a habilidade gerencial, esforço ou desempenho.

2.1.1 Benefícios das *stock options*

Para determinar se a prática de *stock options* é um método eficiente de remuneração, a questão depende se a atração, a retenção e os benefícios motivacionais das opções de ações são suficientes para justificar o diferencial de compensação implicado entre o custo e o valor

das opções de ações (GUAY; KOTHARI; SLOAN, 2003).

Um benefício potencial da compensação sob a forma de opções de ações reside no fato da empresa poder atrair funcionários sem gastar dinheiro. No entanto, Hall e Murphy (2003) destacam que este benefício deve ser contrabalanceado com o diferencial de compensação exigido pela *option-holding*, planos de incentivos a funcionários.

Opções de ações não só estimulam a diretoria executiva a fazer grandes investimentos estratégicos, mas também fomentam iniciativas inovadoras. Por exemplo, os gestores serão mais propensos a investir no desenvolvimento de novos produtos, em vez de linhas de produtos mais seguras; serão mais propensos a construir novas instalações para antecipar demandas incertas; e assim por diante (SANDERS; HAMBRICK, 2007).

As opções de ações devem ajudar a superar o problema de discrepâncias entre baixos incentivos para realizar projetos que beneficiarão apenas seus sucessores, mesmo que estes projetos possam melhorar a saúde estratégica e, portanto, o valor da empresa. Opções de ações ajudam a superar este problema, proporcionando à diretoria executiva, participação em futuros ganhos de preço das ações da empresa (SANDERS; HAMBRICK, 2007).

Os potenciais benefícios motivacionais da remuneração de altos executivos com o desempenho das ações da empresa são suficientemente claros (HALL; MURPHY, 2003). Sanders e Hambrick (2007) concebem que as opções de ações podem aumentar a propensão dos executivos a fazer grandes apostas inovadoras. O pagamento baseado em ações pode proporcionar desempenhos extremos. As grandes apostas inovadoras são suscetíveis a retornos acima do esperado, como também pode levar a grandes perdas. Em contraste, os tomadores de decisão que estão sem estes incentivos são suscetíveis a fazer apostas mais modestas, com menor taxa de inovação. Por consequência, suas empresas serão mais suscetíveis de atingir um desempenho moderado, relativamente neutro.

Os teóricos da agência defendem o uso de opções de ações não só pelo fato de que estes incentivos proporcionarão maior propensão a riscos de gestão, mas também que tais riscos serão benéficos para o desempenho da empresa e aos interesses dos acionistas (MEHRAN, 1995).

O pagamento a funcionários por meio do desempenho dos preços das ações da empresa pode fornecer benefícios de incentivos indiretos para a empresa. Por exemplo, pode ajudar a comunicar o objetivo corporativo da maximização da riqueza do acionista, aumentar a moral dos funcionários e incentivar os trabalhadores a exercer papel de monitoramento mútuo. Entretanto, esta realidade pode cair em ruínas no momento de queda do preço das ações (HALL; MURPHY, 2003).

As vantagens da subordinação da remuneração de executivos ao preço das ações em vez de medidas contábeis baseiam-se, também, no pressuposto de que os preços das ações incorporam informações publicamente disponíveis e os gerentes não podem tirar proveito das informações internas (HANLON; SHEVLIN, 2001).

2.1.2 Implicações das *stock options*

Com poucas exceções, Hall e Murphy (2003) afirmam que as pesquisas teóricas e empíricas sobre opções de ações a funcionários tratam o tema como parte de um ideal que reduz os problemas de agência entre acionistas e gestores, incumbindo o pagamento de parcela de suas remunerações à valorização de preços das ações da companhia.

A evidência empírica de que as empresas concedem opções para economizar dinheiro é controversa. Core e Guay (2001) identificaram, em sua pesquisa, maior utilização das opções de ações a funcionários em empresas que enfrentam dificuldades financeiras. No entanto, no estudo de Lambert, Larcker e Verrecchia (1991), vislumbra-se que empresas com fluxos de caixa maiores praticam *stock options* mais intensivamente.

Para Hall e Murphy (2003) não é surpreendente que os funcionários clamem por tais opções quando elas são, em grande parte, consideradas complementos salariais. Mas desde que os empregados estejam dispostos a pagar valores próximos ao custo total das ações, esta forma pode ser ineficiente para atrair novos funcionários.

Segundo dados de Hall e Murphy (2003), nos EUA, 90% das opções de ações concedidas são para os níveis hierárquicos inferiores, uma informação importante em relação ao fato de as opções de ações serem uma forma eficiente de incentivos para os gerentes de níveis inferiores e aos funcionários em geral. Para os autores, conceitualmente, parece improvável que as *stock options* forneçam incentivos significativos para funcionários de níveis inferiores, pois, neste ambiente existe o problema de parasitismo, em que, mesmo que os funcionários aumentem o valor da empresa, a sua parte neste ganho, por meio das participações de opção de ações, é muito pequena.

Para Cuny e Jorion (1995), uma desvantagem do pagamento baseado em ações é a suposição de uma probabilidade de rescisões contratuais mútuas. A probabilidade de um executivo optar em deixar a empresa e a probabilidade da empresa demitir o executivo estão correlacionadas ao desempenho da empresa e, portanto, ao preço das ações. Empiricamente, Warner, Watts e Wruck (1988) encontraram que a remuneração dos executivos está relacionado negativamente ao desempenho da empresa.

Mesmo que as opções de ações sejam vistas como uma maneira ineficiente de atrair,

reter e motivar funcionários de níveis inferiores, no caso de opções para executivos elas podem ser consideradas mais atraentes. Hall e Murphy (2002) esclarecem que as opções podem ajudar a atrair gestores empresariais e também fornecer aos altos executivos incentivos a tomar decisões que aumentem o preço das ações da empresa.

Nos escândalos contábeis, Hall e Murphy (2003) destacam que alguns executivos impulsionaram os preços das ações por meio de relatórios fraudulentos, ocasionando altos rendimentos. As ineficiências do mercado financeiro nas informações privadas ocorrem quando os dados contábeis são fraudados, isso possibilita que os altos executivos explorem estas ineficiências. Desta forma, a remuneração por meio de opções de ações baseada em dados contábeis é bastante controversa. Este resultado, segundo os autores, é um tanto “irônico”. Há provas que estes incentivos podem, às vezes, ter o problema de motivar “demasiadamente” bem, em vez de muito pouco.

No começo dos anos 90, grupos de acionistas, como o *United Shareholders Association*, o *Council of Institutional Investors* e diversos grandes fundos de pensão tornaram-se críticos das práticas existentes de remuneração de executivos, que foram, em grande parte, independentes do desempenho da empresa (HALL; MURPHY, 2003). Estas preocupações foram ampliadas por pesquisas acadêmicas, como a de Jensen e Murphy (1990), na qual os diretores executivos de grandes empresas receberam pequenas recompensas em virtude de um desempenho superior. Desta forma, as empresas responderam às pressões, concedendo mais opções de ações para seus executivos.

A escalada de remuneração de executivos, em grande parte impulsionada por opções de ações, pode refletir ineficientes transferências de riqueza de acionistas a executivos gananciosos. Esta visão tem sido defendida por Sanders e Hambrick (2007), os quais argumentam que o incremento de *stock options* favorece o comportamento do interesse próprio de altos executivos. Para esses autores, os executivos aumentam seus salários por meio de opções de ações em vez de dinheiro, na tentativa de camuflar pagamentos e atenuar críticas do controle externo.

2.2 Desempenho econômico-financeiro e *stock options*

O desempenho organizacional tem sido objeto de estudo em diversas pesquisas acadêmicas em relação a sua avaliação (GASPARETTO, 2004) e sob outras perspectivas, seja quanto aos indicadores utilizados (OLSON; SLATER, 2002; MIRANDA *et al.*, 2003; CORRÊA; HOURNEAUX JUNIOR, 2008), a sua ligação com inovações tecnológicas (CAINELLI; EVANGELISTA; SAVONA, 2005; ALBERTIN; ALBERTIN, 2008), à

estrutura de capital (DEMSETZ; LEHN, 1985; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; ANDERSON; REEB, 2003; ANDRES, 2008; SHYU, 2011) e aos incentivos baseados em ações (HALL; MURPHY, 2003; SANDERS; HAMBRICK, 2007; NUNES, 2008).

Há uma constante busca, por parte dos pesquisadores, a fim de identificar quais artefatos são utilizados pelas empresas para medir seu desempenho, os fatores que contribuem para melhorar e/ou piorar o desempenho organizacional e a relação entre a gestão e o desempenho.

Quanto aos indicadores geralmente utilizados pelas empresas para mensurar e analisar o desempenho de sua gestão há uma predominância da utilização de indicadores financeiros (MIRANDA *et al.*, 2003). Contudo, Correa e Hourneaux Junior (2008) destacam a importância do uso de indicadores não financeiros, como a participação no mercado e a realização de *benchmarking*.

Olson e Slater (2002) trazem um motivo que pode levar os administradores a enfatizar os indicadores financeiros de desempenho com enfoque nos investidores. Os investidores almejam resultados por meio de indicadores financeiros e os administradores a melhora destes índices. Olson Slater (2002) destacam, entretanto, que é importante às empresas atentarem-se, por exemplo, para questões como a satisfação dos clientes para manterem sua posição e participação no mercado.

Apesar da predominância do uso de indicadores financeiros na mensuração do desempenho, Miranda *et al.* (2003) observam que os indicadores não financeiros começaram a ser utilizados pelas empresas e salientam a sua importância, visto que são capazes de fornecer informações estratégicas e qualitativas, contribuindo para que os administradores não se guiem apenas pelos aspectos financeiros.

Para Correa e Hourneaux Junior (2008, p. 61), é “preciso discutir com mais intensidade a necessidade do gerenciamento eficaz do desempenho na organização, uma vez que se trata de uma ferramenta que abrange, não só o presente e o passado, mas também pode ajudar a definir o próprio futuro das organizações”.

Há uma atenção dos pesquisadores, principalmente dos internacionais, quanto ao impacto da remuneração baseada em ações e o desempenho das empresas que utilizam de tais práticas. Para Nunes (2008), dentre as vantagens, desta política de remuneração, está o fato de proporcionar a motivação dos funcionários em alcançar altos níveis de desempenho e resultados, tanto a curto quanto a longo prazo.

Sanders e Hambrick (2007) alertam que esta prática pode proporcionar altos desempenhos como grandes perdas, devido a propensão que o administrador pode ter em

correr riscos. As opções de ações podem ser baseadas no desempenho da empresa e dos administradores, de modo que o bônus é concedido a partir de um determinado retorno financeiro mínimo ao investidor (CUNY; JORION, 1995). Desta forma, os administradores podem estar propensos a arriscarem ou manipularem resultados.

Percebe-se a complexidade da relação entre o desempenho empresarial e os planos de pagamentos baseados em opção de ações. O desempenho da empresa depende de variáveis financeiras e não financeiras e as consequências das *stock options* no comportamento organizacional ainda é um campo com resultados bastante controversos.

Os achados de Yermack (1995) indicam que alguns custos de agência e variáveis financeiras têm poder explicativo sobre as políticas de *stock options*. A pesquisa de DeFusco, Johnson e Zorn (1990) revela que as *stock options* a executivos podem induzir a uma transferência de riqueza aos acionistas. O estudo de Sanders e Hambrick (2007) aponta que opções de ações geram altos níveis de investimento e trazem extremo desempenho corporativo (grandes ganhos e grandes perdas).

As opções de ações podem alinhar os interesses de longo prazo de acionistas e executivos (YERMACK, 1997), fomentando o interesse de investimentos inovadores (SANDERS; HAMBRICK, 2007) de modo que os funcionários e gestores das empresas são motivados a alcançar níveis de desempenho de longo prazo (NUNES, 2008). Entretanto, Heinfeldt e Curcio (1997) não identificaram relação significativa entre o retorno do ativo (ROA) e as opções de ações concedidas a funcionários, concluindo que os executivos priorizam resultados de curto prazo, não investindo de forma eficaz em investimentos cujo retorno se dê no longo prazo. Apesar de os resultados apresentados por Heinfeldt e Curcio (1997), pautando-se nos argumentos de Yermack (1997), Sander e Hambrick (2007) e Nunes (2008), espera-se encontrar influência positiva significativa entre o retorno do ativo (ROA) e as *stock options*. Isso posto, apresenta-se a primeira hipótese deste estudo:

H₁ – Há influência significativa das stock options sobre o retorno do ativo (ROA) das empresas listadas na B3.

Mehran (1995), Hall e Murphy (2003) e Sanders e Hambrick (2007) afirmam que há relação entre o desempenho das empresas e as *stock options*, essa relação é apoiada no argumento de que as opções de ações promovem nos executivos a concepção de que possuem uma relação mais direta com os resultados da empresa. Guedri e Hollandts (2008) identificaram relação positiva entre a remuneração baseada em ações e o retorno sobre o capital investido das empresas (ROE). Baseando-se nestes resultados, apresenta-se a segunda hipótese desta pesquisa:

H₂ – A remuneração baseada em stock options influencia positivamente o retorno do patrimônio líquido (ROE) das empresas listadas na B3.

Hall e Murphy (2002) discorrem que as *stock options* incentivam os executivos a tomar decisões que aumentem o valor das ações. Entretanto, Guedri e Hollandts (2008) não encontraram relação significativa entre as opções de ações concedidas a funcionários e o valor de mercado da empresa. Para esses autores, a inexistência de uma relação significativa entre estas variáveis indica que o mercado pode não captar as mudanças de atitudes dos executivos e, assim, não mudaria seu comportamento em relação às movimentações das ações das empresas. Acrescenta-se, também, que as negociações das ações de uma empresa podem ser afetadas pela falência de uma empresa que esteja no mesmo setor, pelo instinto de proteção contra falência presente no mercado de capitais (LANG; STULZ, 1992).

Por outro lado, há os argumentos de Warner, Watts e Wruck (1988), de que os executivos priorizam resultados de mercado da empresa. DeFusco, Johnson e Zorn (1990) e Sanders e Hambrick (2007) defendem que a remuneração baseada em ações a executivos pode favorecer a ações destes em favor dos acionistas. Diante do exposto, apesar dos resultados controversos quanto ao desempenho de mercado e *stock options*, nesta pesquisa espera-se um resultado positivo entre estas variáveis, entendendo que há o interesse, por parte dos gestores, em favorecer o valor das ações da empresa em prol de seus interesses pessoais, assim, depreende-se a terceira hipótese desta pesquisa:

H₃ – Há influência significativa da remuneração baseada em stock options no valor de mercado das empresas listadas na B3.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa caracteriza-se, conforme Vergara (2000), como descritiva, a qual procura expor as características de uma determinada população pela análise de variáveis. A abordagem é quantitativa, Richardson (1999) destaca que esta tipologia utiliza instrumentos estatísticos nas fases de coleta, tratamento e análise dos dados. Quanto aos procedimentos é documental, uma vez que, para a consecução da pesquisa, analisou-se as demonstrações contábeis e informes financeiros divulgados pelas empresas que fazem parte da amostra.

A população definida para a pesquisa é formada pelas 525 companhias abertas listadas na B3 no período da coleta dos dados, que se deu no mês de setembro de 2012. Para composição da amostra analisou-se o item 13.2 do formulário de referência das empresas, disponível no sítio da B3 nos anos de 2010 e 2011, para verificar aquelas que remuneraram seus executivos por meio de opção de ações.

A análise dos formulários permitiu a identificação de 86 empresas com remuneração baseada em ações aos executivos em 2010 e 87 empresas com tal prática em 2011, assim, a amostra inicial compreendeu 173 ocorrências (remuneração baseada em ações). Destas empresas, 3 foram excluídas da amostra por não apresentarem todos os dados necessários para esta pesquisa. Assim, a amostra final é composta por 170 ocorrências de 85 empresas.

Para identificação da relação entre o desempenho e o pagamento baseado em ações, utilizou-se três variáveis de desempenho como variáveis dependentes, *stock options* como variável independente e cinco variáveis de controle. As variáveis utilizadas e suas respectivas *proxies* são apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis da pesquisa

| Variáveis | | <i>Proxies</i> | Fontes |
|--------------|----------------------|---|---|
| Dependentes | ROA | $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}} \times 100$ | Heinfeldt e Curcio (1997) |
| | ROE | $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}} \times 100$ | Heinfeldt e Curcio (1997); Guedri e Hollandts (2008) |
| | Valor de Mercado | $\frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Patrimônio líquido}}$ | Guedri e Hollandts (2008); Miranda <i>et al.</i> (2003) |
| Independente | <i>Stock options</i> | $\frac{\text{Valor pago de opção de ações}}{\text{Patrimônio líquido}}$ | Heinfeldt e Curcio (1997); Guedri e Hollandts (2008) |
| Controle | Tamanho | Logaritmo natural do Ativo Total | Guedri e Hollandts (2008) |
| | Margem líquida | $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Receitas}}$ | Miranda <i>et al.</i> (2003); Macedo e Corrar (2010) |
| | Resultado por ação | $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Quantidade de ações}}$ | Miranda <i>et al.</i> (2003) |
| | Endividamento | $\frac{\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Patrimônio líquido}}$ | Miranda <i>et al.</i> (2003); Macedo e Corrar (2010) |
| | Setor | Variável <i>dummy</i> para os setores com base na classificação setorial da B3 | Guedri e Hollandts (2008) |

Fonte: Elaborado pelos autores (2021).

Como variáveis de desempenho foram utilizadas duas contábeis (ROA e ROE) e uma de mercado, a fim de corrigir possíveis erros decorrentes de gerenciamento de resultados (SHYU, 2011). As variáveis de controle foram utilizadas a fim de reduzir o erro do modelo de regressão utilizado.

Uma vez identificadas às empresas que remuneraram seus executivos com base em ações nos anos de 2010 e 2011, efetuou-se a coleta das variáveis utilizadas neste estudo. A variável “*stock options*” foi coletada no formulário de referência das empresas no item 13.2. A variável “Setor” foi utilizada a segmentação da B3, sendo esta classificação setorial adotada na pesquisa. As demais variáveis foram coletadas no banco de dados Economática. Destaca-se que as empresas Conc Rod Ayrton Senna e Carv Pinto S.A., Manabi S.A. e

Pacific Rubiales Energy Corp. não possuíam informações disponíveis no banco de dados Economática. Por este motivo, suas informações foram coletadas por meio das demonstrações contábeis e demais relatórios disponíveis no sítio da B3.

A análise dos dados procedeu-se a partir da estatística descritiva para identificação do setor com maior aderência à prática de *stock options*, bem como para apresentação das variáveis utilizadas na pesquisa. Após, empregou-se a técnica estatística de correlação entre as variáveis independentes, a fim de identificar possíveis problemas de multicolinearidade. Para atender ao objetivo da pesquisa, as hipóteses foram testadas por meio de análise de regressão. As variáveis dependentes foram testadas individualmente, a fim de verificar sob que aspecto a remuneração baseada em ações afeta o desempenho das empresas analisadas.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conforme descrito na metodologia, inicialmente identificaram-se as empresas que praticaram a remuneração baseada em ações nos anos de 2010 e 2011. A Tabela 1 apresenta a distribuição das empresas que apresentaram pagamento baseado em ações, segregadas por setor econômico, comparativamente entre os anos de 2010 e 2011.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa por setor da B3 – 2010 e 2011

| Painel A – 2010 | | | | |
|---------------------------------|-------------|----------------|------------|---------------|
| Setor | População | % da População | Amostra | % da Amostra |
| Bens Industriais | 35 | 6,67% | 5 | 14,29% |
| Construção e Transporte | 70 | 13,33% | 17 | 24,29% |
| Consumo Cíclico | 68 | 12,95% | 14 | 20,59% |
| Consumo Não Cíclico | 47 | 8,95% | 10 | 21,28% |
| Financeiro e Outros | 145 | 27,62% | 14 | 9,66% |
| Materiais Básicos | 42 | 8,00% | 8 | 19,05% |
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 7 | 1,33% | 4 | 57,14% |
| Tecnologia da Informação | 8 | 1,52% | 5 | 62,50% |
| Telecomunicações | 12 | 2,29% | 2 | 16,67% |
| Utilidade Pública | 73 | 13,90% | 6 | 8,22% |
| Não classificadas | 18 | 3,43% | 0 | 0,00% |
| Total | 525 | 100,00% | 85 | 16,19% |
| Painel B – 2011 | | | | |
| Setor | População | % da População | Amostra | % da Amostra |
| Bens Industriais | 35 | 6,67% | 3 | 8,57% |
| Construção e Transporte | 70 | 13,33% | 19 | 27,14% |
| Consumo Cíclico | 68 | 12,95% | 15 | 22,06% |
| Consumo Não Cíclico | 47 | 8,95% | 12 | 25,53% |
| Financeiro e Outros | 145 | 27,62% | 16 | 11,03% |
| Materiais Básicos | 42 | 8,00% | 7 | 16,67% |
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 7 | 1,33% | 4 | 57,14% |
| Tecnologia da Informação | 8 | 1,52% | 2 | 25,00% |
| Telecomunicações | 12 | 2,29% | 1 | 8,33% |
| Utilidade Pública | 73 | 13,90% | 6 | 8,22% |
| Não classificadas | 18 | 3,43% | 0 | 0,00% |
| Total | 525 | 100,00% | 85 | 16,19% |
| Total | 1050 | 100,00% | 170 | 16,19% |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Conforme a Tabela 1, apenas 16% das empresas listadas na B3 praticaram *stock options* no período analisado. O setor cuja prática é realizada por maior parte das empresas é o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, com aderência de aproximadamente 57% das empresas. O setor de Tecnologia da Informação apresentou significativa redução de 2010 para 2011, passando de 62,5% para 25% da amostra. O setor com menor aderência à remuneração baseada em ações é o setor de Utilidade Pública, com apenas 6 empresas das 73 que praticaram tal remuneração.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independente – 2010 e 2011

| Variáveis | 2010 | | | 2011 | | |
|----------------------|--------|---------|---------|--------|----------|---------|
| | Média | Máximo | Mínimo | Média | Máximo | Mínimo |
| ROA | 5,335 | 35,800 | -17,500 | 6,905 | 48,500 | -6,700 |
| ROE | 13,837 | 138,300 | -29,300 | 18,509 | 178,100 | -31,100 |
| Valor de mercado | 3,714 | 27,580 | 0,310 | 17,306 | 1072,430 | -29,680 |
| <i>Stock options</i> | 3,577 | 24,526 | -0,002 | 3,465 | 27,364 | 0,015 |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Como se observa na Tabela 2, todos os indicadores de desempenho das empresas analisadas, utilizados nesta pesquisa apresentaram, em geral, evolução de 2010 para 2011, porém, em 2011 houve empresas que registraram piora de desempenho, se analisados os indicadores ROE e valor de mercado, haja vista que o mínimo de 2011 apresenta-se inferior ao de 2010. Destaca-se que o valor de *stock options* do período apresentou, em média, redução pouco significativa de 2010 para 2011, entretanto, seu valor máximo e mínimo foi superior em 2011. A variável “setor” não é apresentada na Tabela 2 por ser uma variável *dummy* e, deste modo, não se aplica a estatística descritiva.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis independentes e de controle a fim de identificar possíveis problemas de multicolinearidade. Conforme Gurajati (2006), a presença de multicolinearidade não significa problemas do modelo, contudo, sua presença elevada gera aumento no termo do erro.

Tabela 3 – Correlação entre as variáveis independentes e de controle

| Variáveis | <i>Stock options</i> | Tamanho | Margem líquida | Resultado por ação | Endividamento | Setor |
|----------------------|----------------------|---------|----------------|--------------------|---------------|-------|
| <i>Stock options</i> | 1 | | | | | |
| Tamanho | -0,251 | 1 | | | | |
| Margem líquida | -0,134 | 0,020 | 1 | | | |
| Resultado por ação | -0,074 | -0,042 | 0,017 | 1 | | |
| Endividamento | 0,201 | 0,041 | 0,035 | -0,011 | 1 | |
| Setor | -0,123 | 0,018 | 0,207 | -0,104 | -0,063 | 1 |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Segundo Stevenson (2001), a correlação é considerada forte para valores $|\rho| > 0,7$, moderada $0,4 < |\rho| < 0,7$, fraca $0,2 < |\rho| < 0,4$ e inexistente ou nula $|\rho| < 0,2$. Os resultados da

Tabela 3 apontam para relações fracas ou inexistentes entre as variáveis, denotando não haver problemas elevados de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão.

Tabela 4 – Resultados do modelo para a variável de desempenho ROA – 2010 e 2011

| Variáveis | Coefficiente Beta | Erro padrão | Estatística <i>t</i> | Valor - <i>p</i> |
|----------------------|-------------------|-------------|----------------------|------------------|
| Constante | | 6,628 | 2,471 | 0,015 |
| <i>Stock options</i> | -0,061 | 0,117 | -0,781 | 0,436 |
| Tamanho | -0,099 | 0,411 | -1,317 | 0,190 |
| Margem líquida | 0,228 | 0,002 | 3,055 | 0,003 |
| Resultado por ação | 0,036 | 0,006 | 0,495 | 0,622 |
| Endividamento | -0,266 | 0,436 | -3,565 | 0,000 |
| Setor | 0,027 | 0,236 | 0,362 | 0,718 |

p-value = 0,000

R² = 0,155; R² ajustado = 0,119

Durbin-Watson = 1,501

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Na Tabela 4 pode-se constatar que o *p-value* do modelo é igual a 0,000, indicando que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar o desempenho das empresas (variável dependente) listadas na B3. A capacidade explicativa do modelo, utilizando regressão linear, envolvendo as variáveis independentes consideradas é de 12%. O teste *Durbin-Watson* demonstra não existir problema de alta correlação entre os resíduos das variáveis utilizadas.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada indica que as variáveis “Margem líquida” e “Endividamento” são significativas a 1%. Estes resultados convergem com o exposto por Miranda *et al.* (2003), de que estes indicadores refletem a situação empresarial no que tange sua liquidez e rentabilidade. Depreende-se que empresas menos endividadas e com maiores margens tendem a um melhor desempenho (ROA).

Ainda com base na Tabela 4, infere-se que a remuneração baseada em ações não tem influência significativa sobre o desempenho da empresa, quando este é analisado por meio do ROA. Deste modo, se rejeita a hipótese 1 (H₁), ou seja, não há relação entre remuneração baseada em ações e o retorno do ativo (ROA). Estes resultados convergem com os achados de Heinfeldt e Curcio (1997), apontando que os executivos das empresas brasileiras priorizam resultados de curto prazo, entretanto, não se descarta os argumentos de Yermack (1997), Sanders e Hambrick (2007) e Nunes (2008), de que as opções de ações podem alinhar interesses de acionistas e gestores e fomentar decisões investimentos visto que, apesar da relação negativa entre as variáveis apontada no modelo, esta não é significativa.

Tabela 5 – Resultados do modelo para a variável de desempenho ROE – 2010 e 2011

| Variáveis | Coefficiente Beta | Erro padrão | Estatística <i>t</i> | Valor - <i>p</i> |
|----------------------|-------------------|-------------|----------------------|------------------|
| Constante | | 22,506 | 0,187 | 0,852 |
| <i>Stock options</i> | -0,103 | 0,397 | -1,260 | 0,210 |
| Tamanho | 0,043 | 1,395 | 0,550 | 0,583 |
| Margem líquida | 0,142 | 0,007 | 1,818 | 0,071 |
| Resultado por ação | 0,067 | 0,022 | 0,876 | 0,382 |
| Endividamento | -0,062 | 1,480 | -0,790 | 0,431 |
| Setor | 0,085 | 0,801 | 1,081 | 0,281 |

p-value = 0,092

R² = 0,072; R² ajustado = 0,032

Durbin-Watson = 1,735

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Na Tabela 5 apresenta-se a influência das variáveis independentes sobre o desempenho medido por meio do ROE. O teste *Durbin-Watson* apresentou o índice de 1,735, de modo que não se identifica problema de alta correlação entre os resíduos das variáveis utilizadas. Entretanto, devido o *p-value* do modelo ser superior a 0,05, seus resultados não são significativamente válidos para explicar a influência entre as variáveis e o desempenho medido por meio do ROE. Por este motivo, realizou-se a eliminação, por etapas, das variáveis menos significativas, obtendo o modelo ajustado apresentado na Tabela 6.

Tabela 6 – Resultado ajustado do modelo para a variável de desempenho ROE – 2010 e 2011

| Variáveis | Coefficiente Beta | Erro padrão | Estatística <i>t</i> | Valor - <i>p</i> |
|----------------------|-------------------|-------------|----------------------|------------------|
| Constante | | 2,273 | 8,275 | 0,000 |
| <i>Stock options</i> | -0,141 | 0,368 | -1,854 | 0,066 |
| Margem líquida | 0,158 | 0,007 | 2,077 | 0,039 |

p-value = 0,013

R² = 0,051; R² ajustado = 0,039

Durbin-Watson = 1,735

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O modelo ajustado disposto na Tabela 6 apresenta o valor *p* do modelo é igual a 0,013, indicando que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar o desempenho das empresas (variável dependente) listadas na B3. No entanto, a capacidade explicativa do modelo pode ser considerada baixa (4%). O teste *Durbin-Watson* demonstra não existir problema de alta correlação entre os resíduos das variáveis utilizadas.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada indica que a variável “Margem líquida” é significativa a 5%, confirmando os resultados da Tabela 4. As opções de ações (*stock options*) mostram-se significativas ao nível de 10%, porém, o coeficiente beta indica uma relação negativa entre as variáveis, motivo pelo qual se rejeita a hipótese 2 (H₂), quanto a existência de relação positiva entre *stock options* e ROE.

Este resultado é contrário ao de Guedri e Hollandts (2008), que identificaram uma relação positiva entre *stock options* e o ROE e vão ao encontro dos resultados de Warner, Watts e Wruck (1988) que defendem o argumento de que os executivos têm suas atenções voltadas ao desempenho de mercado da empresa, em detrimento aos retornos internos da organização, argumento corroborado por DeFusco, Johnson e Zorn (1990) e Sanders e Hambrick (2007).

Tabela 7 – Resultados do modelo para a variável de desempenho Valor de mercado – 2010 e 2011

| Variáveis | Coefficiente Beta | Erro padrão | | Valor - <i>p</i> |
|----------------------|-------------------|-------------|--------|------------------|
| Constante | | 69,073 | -0,981 | 0,328 |
| <i>Stock options</i> | 0,369 | 1,219 | 4,836 | 0,000 |
| Tamanho | 0,085 | 4,283 | 1,153 | 0,251 |
| Margem líquida | -0,199 | 0,023 | -2,740 | 0,007 |
| Resultado por ação | 0,017 | 0,067 | 0,239 | 0,811 |
| Endividamento | -0,080 | 4,541 | -1,103 | 0,272 |
| Setor | -0,034 | 2,459 | -0,463 | 0,644 |

p-value = 0,000

R² = 0,195; R² ajustado = 0,160

Durbin-Watson = 2,076

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O Valor *p* do modelo apresentado na Tabela 7 (*p-value* = 0,000) indica que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar o desempenho das empresas (variável dependente) listadas na B3, quando avaliadas pelo seu valor de mercado. A capacidade explicativa do modelo é de 16%. O teste *Durbin-Watson*, no valor de 2,076, demonstra não existir problema de alta correlação entre os resíduos das variáveis utilizadas.

Neste modelo a variável “Margem líquida” é significativa ao nível de 1%, porém, seu coeficiente beta aponta para uma influência negativa desta variável sobre o valor de mercado das empresas analisadas, indicando que empresas que praticam *stock options* com maiores margens líquidas possuem menor valor de mercado. Este resultado, contrário ao esperado, merece maiores estudos em pesquisas futuras.

No que tange às opções de ações, o modelo indica que esta variável é significativa ao nível de 1%. O coeficiente beta positivo aponta para uma influência positiva das *stock options* sobre o valor de mercado das empresas analisadas. Diante destes resultados aceita-se a hipótese 3 (H₃), de que há influência significativa e positiva da remuneração baseada em *stock options* no valor de mercado das empresas listadas na B3.

Estes resultados corroboram com os achados de Hall e Murphy (2002) e apoiam os argumentos de Warner, Watts e Wruck (1988), DeFusco, Johnson e Zorn (1990) e Sanders e

Hambrick (2007), de que a remuneração baseada em ações incentiva os executivos a tomarem decisões que aumentem o valor das ações. Os resultados, contrários aos de Guedri e Hollandts (2008) indicam que, diferentemente dos Estados Unidos, no Brasil, o mercado pode estar captando as mudanças de atitudes dos gestores e de que estas podem ser a favor do aumento das ações da empresa.

5 CONCLUSÕES

Este estudo investigou a influência da adoção de *stock options* no desempenho das empresas listadas na B3. Pesquisa descritiva com abordagem quantitativa foi realizada por meio de pesquisa documental. Baseando-se em um universo de 525 empresas, foi selecionada a amostra do estudo, que contou com 85 empresas que praticaram *stock options* nos anos de 2010 e 2011.

Os resultados apontaram que apenas 16% das empresas listadas na B3 praticaram *stock options* no período analisado. O setor cuja prática foi realizada pela maioria das empresas é o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, com aderência de aproximadamente 57% das empresas.

Os resultados indicaram que as empresas com menor endividamento e maior margem líquida possuem maior retorno do seu ativo (ROA). Estes resultados convergem com os argumentos de Miranda *et al.* (2003), apontando que o baixo endividamento e maior margem líquida implica em maior liquidez e maiores retornos para a empresa.

Verificou-se ainda que a margem líquida está positivamente relacionada com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Para a variável *stock options* obteve-se resultado contrário, ou seja, relação negativa com o ROE. Neste aspecto a pesquisa converge com os achados de Warner, Watts e Wruck (1988) e suportam os argumentos de DeFusco, Johnson e Zorn (1990) e Sanders e Hanbrick (2007), de que os executivos que possuem remuneração baseada em ações priorizam resultados de mercado em detrimento aos retornos internos. Estes argumentos são confirmados nesta pesquisa, em que se identificou relação positiva entre *stock options* e o valor de mercado das empresas analisadas e, relação negativa quando analisada a margem líquida.

Os resultados evidenciaram que a remuneração baseada em ações incentiva executivos a tomarem decisões que aumentem o valor das ações e favoreçam os acionistas, corroborando com Warner, Watts e Wruck (1988), DeFusco e Zorn (1990), Hall e Murphy (2002) e Sanders e Hambrick (2007). Em relação às características do mercado de capitais brasileiro, os resultados desta pesquisa, contrários aos de Guedri e Hollandts (2008) no que tange às *stock*

options e valor de mercado, indicam que, no Brasil, diferentemente dos Estados Unidos, o mercado pode estar captando as mudanças de atitudes dos gestores e que estas podem favorecer os acionistas.

Conclui-se que as opções de ações têm influência sobre o desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 apenas em relação a sua *performance* de mercado, apontando que as *stock options* favorecem a atitudes, por parte dos gestores, que impactem positivamente no valor das ações da empresa. Destaca-se que a ausência de relação entre *stock options* e indicadores contábeis de desempenho aponta para a necessidade de maiores estudos do impacto das opções de ações sobre o desempenho das empresas.

A relação negativa verificada entre valor de mercado e margem líquida, de igual modo, carece de maiores investigações. Assim, recomenda-se a aplicação de estudos que supram as limitações desta pesquisa e preencham lacunas ainda presentes no que concerne ao desempenho empresarial e às opções de ações.

REFERÊNCIAS

ALBERTIN, A. L.; ALBERTIN, R. M. de M. Benefícios do uso de tecnologia de informação para o desempenho empresarial. **Revista de Administração Pública**, v. 42, n. 2, p. 275-302, mar./abr., 2008.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, jun., 2003.

ANDRES, C. Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 431-445, 2008.

CAINELLI, G.; EVANGELHISTA, R.; SAVONA, M. Innovation and economic performance in services: a firm-level analysis. **Cambridge Journal of Economics**, v. 30, p. 435-458, ago., 2005.

COLES, J. L.; HERTZEL, M.; KALPATHY, S. Earnings management around employee stock option reissues. **Journal of Accounting and Economics**, v. 41, n. 1-2, p. 173-200, abr. 2006.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC 10 (R1) – Pagamento baseado em ações**. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC10_R1.pdf. Acesso em: 10 fev. 2021.

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

CORRÊA, H. L.; HOURNEAUX JUNIOR, F. Sistemas de mensuração e avaliação de desempenho organizacional: estudo de casos no setor químico no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 19, n. 48, p. 50-64, set./dez., 2008.

- CUNY, C. J.; JORION, P. Valuing executive stock options with endogenous departure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, n. 2, p. 193-205, set., 1995.
- DeFUSCO, R. A.; JOHNSON, R. R.; ZORN, T. S. The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 2, p. 617-627, jun., 1990.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, dez., 1985.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7. p. 209-233, 2001.
- GASPARETTO, V. O papel da contabilidade no provimento de informações para a avaliação do desempenho empresarial. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 2, p. 11-40, jul./dez., 2004.
- GUEDRI, Z.; HOLLANDTS, X. Beyond Dichotomy: the curvilinear impact of employee ownership on firm performance. **Corporate Governance**, v. 16, n. 5, p. 460-474, set., 2008.
- GUAY, W.; S. P. KOTHARI, R. SLOAN. Accounting for employee stock options. **American Economic Review**, v. 93, n. 2, p. 405-409, 2003.
- GURAJATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2006.
- HALL, B. J.; MURPHY, K. J. Stock options for undiversified executives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-42, fev., 2002.
- HALL, B. J.; MURPHY, K. J. The trouble with stock options. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, p. 49-70, jun., 2003.
- HANLON, M., SHEVLIN, T. **Accounting for tax benefits of employee stock options and implications for research**. Unpublished Working Paper, University of Washington. 2001.
- HEINFELDT, J.; CURCIO, R. Employee management strategy, stakeholders-agency theory, and the value of the firm. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v. 10, n. 1, p. 67-75, 1997.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2 p. 225-64, abr., 1990.
- KAHLE, K.; K. SHASTRI. Firm performance, capital structure, and the tax benefits of employee stock options. **Working Paper**, University of Pittsburgh. 2002.
- LAMBERT, R. A.; LARCKER, D. F.; VERRECCHIA, R. E. Portfolio considerations in valuing executive compensation. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 1, p. 129-49, 1991.
- LANG, L. H. P.; STULZ, R. M. Contagion and competitive intra-industry effects of

- bankruptcy announcements: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 32, n. 1, p. 45-60, ago., 1992.
- MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise do desempenho contábil-financeiro de seguradoras no Brasil no ano de 2007: um estudo apoiado em análise hierárquica (AHP). **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 135-165, jul./set., 2010.
- MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163-184, jun., 1995.
- MIRANDA, L. C. *et al.* Indicadores de desempenho empresarial divulgados por empresas norte-americanas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 14, n. 2, p. 85-103, ago., 2003.
- NUNES, A. A. Concessão de opções de ações a funcionários: um problema contábil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 19, n. 1, p. 109-130, 2008.
- OLSON, E. M.; SLATER, S. F. The balanced scorecard, competitive strategy, and performance. **Business Horizons**, v. 45, n. 3, p. 11-16, maio/jun., 2002.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- SANDERS, W. M. G.; HAMBRICK, D. C. Swinging for the fences: the effects of CEO stock options on company risk taking and performance. **Academy of Management Journal**, v. 50, n. 5, p. 1055-1078, out., 2007.
- SARTORELLI, I. C. **Stock Options: um ensaio teórico**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). São Paulo: Universidade de São Paulo, 2010.
- SHYU, J. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.
- STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 2001.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- WARNER, J. B.; WATTS, R. L.; WRUCK, K. H. Stock prices and top management changes. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 461-492, 1988.
- YERMACK, D. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 449-476, jun., 1997.
- YERMACK, D. Do corporations award CEO stock options effectively? **Journal of Financial Economics**, v. 39, p. 237-269, 1995.