

As *Stock Options* Influenciam a Informação Contábil e o Valor das Empresas Brasileiras de Capital Aberto?

Do the Stock Options Influence the Accounting Information and the Market Value of the Brazilian Listed Companies?

Rosiane Nunes Silva Coletti

Mestranda em Ciências Contábeis

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA-RP/USP

rnsilva@alumni.usp.br - (16)98815-5713

Ricardo Luiz Menezes da Silva

Doutor em Ciências Contábeis

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA-RP/USP

rlms@fearp.usp.br - (16) 3602-3886

Paula Carolina Ciampaglia Nardi

Doutora em Administração

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA-RP/USP

paulanardi@fearp.usp.br - (16) 3602-3886

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é investigar a relação entre a remuneração por meio de *stock options* e o valor de mercado das empresas. Ademais, objetiva-se investigar a relação entre a qualidade das informações contábeis e a remuneração dos membros da alta administração. A originalidade desse trabalho reside na análise em conjunto da qualidade das demonstrações contábeis, do valor econômico das empresas e do pagamento baseado em ações. Para tanto, foi aplicado o modelo de gerenciamento de resultado – Modelo Modificado de Jones (DECHOW, SLOAN, SWEENEY, 1995), e regressão múltipla para dados em painel. A amostra foi definida a partir da carteira teórica IBRX-100, e o período de análise corresponde a dezembro de 2010 até setembro de 2015. Os resultados sugerem que: i) o pagamento baseado em ações apresenta um efeito negativo na qualidade das demonstrações contábeis; ii) a adoção de *stock options* não apresenta efeito no valor da empresa. A literatura prevê a utilização das *stock options* por vários motivos, por exemplo, atrair e reter executivos, remuneração sem efeito no fluxo de caixa da empresa. Além disso, outros incentivos podem nortear a divulgação da qualidade da informação contábil, e não necessariamente a existência dos planos de pagamento baseado em ações.

Palavras-Chave: pagamento baseado em ações; qualidade das demonstrações contábeis; gerenciamento de resultados; valor econômico.

ABSTRACT

The objective of this research is to investigate the relationship between the remuneration through stock options and the market value of the companies. In addition, the objective is to investigate the relationship between the quality of the accounting information and the remuneration of the members of the top management. The originality of this work lies in the joint analysis of the quality of the financial statements, the economic value of the companies and the payment based on actions. For this, the results management model - Jones Modified

Model (DECHOW, SLOAN; SWEENEY, 1995) and multiple regression for panel data were applied. The sample was defined from the theoretical portfolio IBrX-100, and the analysis period corresponds to December 2010 until September 2015. The results suggest that: i) the stock-based payment has a negative effect on the quality of the financial statements; ii) the adoption of stock options has no effect on the value of the company. The literature provides for the use of stock options for various reasons, such as attracting and retaining executives, compensation with no effect on the company's cash flow. In addition, other incentives may guide the disclosure of the quality of accounting information, and not necessarily the existence of share-based payment plans.

Keywords: *share-based payment; quality of financial statements; results management; economic value.*

1. Introdução

A relação de agência é dada por um contrato no qual o principal transfere a responsabilidade por algumas decisões ao agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Neste sentido, se as duas partes buscarem a maximização de suas utilidades, pode-se acreditar que o agente não atuará nos melhores interesses do principal, resultando em decisões que podem expropriar a sua riqueza. A teoria de agência prevê que a natureza humana, utilitarista e racional, pode ocasionar diversos problemas organizacionais, os quais são agravados pela assimetria informacional e contratos imperfeitos - incapazes de definir e limitar as decisões dos agentes. Deste modo, a discricionariedade pode ser exercida pelos gestores para aumentar a riqueza dos proprietários de capital ou expropriá-la. A situação de expropriação da riqueza dos proprietários decorre de ações oportunistas por parte do gestor, o qual usa seu poder de julgamento para alcançar um objetivo que lhe favoreça, alterando a realidade econômico-financeira da empresa e, conseqüentemente, a análise dos usuários externos (HEALY; WHALEN, 1999). Esta prática de divulgar uma informação que não reflete a realidade financeira da empresa é denominada de divulgação agressiva (KOTHARI, 2001).

Contudo, há algumas maneiras de minimizar os conflitos de agência e suas conseqüências adversas. Dentre elas tem-se a elaboração de contratos entre administradores e acionistas, como planos de compensação, com o intuito de alinhar os interesses de ambos, permitindo avaliar se os agentes administram os recursos da empresa de acordo com os interesses dos proprietários de capital (HEALY; PALEPU, 1990). Neste contexto, um mecanismo comumente usado para alinhar os interesses de acionistas e gestores corresponde aos planos de pagamento baseado em ações ou *stock options*, cujo reconhecimento, mensuração e divulgação seguem as orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 10 (R1) – Pagamento Baseado em Ações (2010). O intuito de se aplicar este tipo de remuneração consiste em fazer com que os funcionários tenham maior grau de comprometimento com os resultados da empresa, esforçando-se para atingirem determinadas metas (IUDÍCIBUS et al., 2010).

Assim, com a implementação de *stock options*, é esperado um conjunto de decisões alinhadas com os interesses dos proprietários (TZIOUMIS, 2008), ou seja, voltadas para a maximização do valor da companhia, redução da assimetria informacional, aumento da qualidade da informação contábil e, conseqüentemente, menor divulgação agressiva. Estes aspectos podem contribuir para uma redução nas práticas de gerenciamento de resultados¹ voltadas para a expropriação de riqueza dos acionistas. Portanto, a partir deste cenário e,

¹ Deve-se destacar que o gerenciamento de resultados ocorre dentro dos limites da legislação contábil, e nem sempre se trata de uma prática que traz resultados negativos para a qualidade da informação contábil.

considerando que há evidências de práticas de gerenciamento de resultados no Brasil (MARTINEZ, 2001; DOMINGOS, LIMA, PONTE, 2013; SILVA, FONSECA, 2015), torna-se interessante verificar se as empresas que possuem planos de pagamento baseado em ações beneficiam-se de uma redução nas práticas de gerenciamento, devido ao maior alinhamento potencial entre as partes.

Todavia, a literatura mostra que os gestores podem usar da discricionariedade nos lucros para buscar algum benefício na remuneração por pagamento baseado em ações (BAKER; COLLINS; REITENGA, 2003; BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006; BURNS; KEDIA, 2006; EFENDI; SRIVASTAVA; SWANSON, 2007), que pode contrariar as expectativas dos proprietários de capital. Esse comportamento pode ser explicado pela Hipótese do Plano de Incentivo, que prevê uma perspectiva oportunista do gestor, visto que o mesmo pode usar métodos contábeis que aumentam o resultado do período visando maior bônus (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

No que diz respeito à maximização de valor, Perobelli, Lopes e Silveira (2012), não observaram uma relação entre pagamento baseado em ações e valor das ações, representando a riqueza dos acionistas. Na mesma linha, Santos (2008) também não encontrou resultados conclusivos em relação as *stock options* e valor da empresa.

Neste contexto, o uso das *stock options* como mecanismo de alinhamento entre acionistas e gestores pode ser ineficaz, o que provocaria uma reflexão a respeito dos custos de agência voltados para uma maximização do valor da companhia. No Brasil, esse mecanismo tem sido usado desde a década de 70 por influência das empresas dos EUA instaladas no Brasil, e ainda é usado para atrair e reter profissionais nas empresas, além de motivá-los a tomar decisões voltadas para a geração de riqueza no curto e longo prazo (NUNES; MARQUES, 2005).

Estes aspectos colocam em dúvida os benefícios que a adoção de *stock options* pode trazer para as empresas, o que representa um incentivo para as pesquisas avaliarem criticamente a adoção deste mecanismo. Afinal, há estudos que associam o pagamento baseado em ações como forma de remuneração dos executivos, com a possibilidade de oportunismo da gestão por meio de escolhas contábeis (BAKER; COLLINS; REITENGA, 2003; BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006; BURNS; KEDIA, 2006; EFENDI; SRIVASTAVA; SWANSON, 2007), influenciando negativamente o valor das companhias. Assim, tem-se a seguinte questão para investigar:

Quais os efeitos dos planos de pagamento baseado em ações para o gerenciamento de resultados e o valor das empresas brasileiras de capital aberto?

Nesse sentido, o objetivo desta pesquisa é investigar a relação entre a remuneração por meio de *stock options* e o valor de mercado das empresas. Ademais, objetiva-se investigar a relação entre o gerenciamento de resultados e a remuneração por pagamento baseado em ações. O resultado referente ao gerenciamento de resultado pode ser usado para avaliar a qualidade das demonstrações contábeis, visto que uma informação contábil com elevado gerenciamento de resultados contribui para reduzir a qualidade desses relatórios contábeis (BARTH, LANDSMAN, LANG, 2008).

Sendo assim, os resultados dessa pesquisa podem ser úteis para empresas, investidores e demais usuários da informação contábil, dada a necessidade destes em avaliar os resultados da adoção de pagamentos baseado em ações, como forma de remuneração e incentivo. Estes resultados podem ir além do, já tão explorado, alinhamento de interesses entre agente e principal. Espera-se que a eficácia deste alinhamento se traduza em qualidade nas informações contábeis, garantindo confiabilidade aos usuários para a tomada de decisão, além do impacto positivo no valor da empresa. Porém, acredita-se que tais aspectos não necessariamente serão observados em sua totalidade, visto que a discricionariedade exercida pela gestão, juntamente com informações privilegiadas, podem levar à divulgação agressiva, isto é, uma evidenciação

que não reflete a realidade financeira da empresa, conforme relatado por estudos internacionais. Sendo assim, faz-se necessário este estudo, que pode auxiliar os investidores a definirem suas estratégias voltadas para redução de riscos, os quais são influenciadas pela ação de gestores com alto impacto no *disclosure* e valor das empresas.

2. Fundamentação Teórica

2.1. Teoria da agência

Segundo Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato no qual o principal transfere para outra pessoa, o agente, algumas responsabilidades e autoridades para a tomada de decisão. Tais autores consideram que, se ambas as partes buscam maximizar seus próprios interesses, há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre nos melhores interesses do principal. Portanto, os conflitos de agência foram apontados como a desarmonia entre administradores e acionistas, dada a desigualdade de acesso à informação entre o elemento atuante no ambiente organizacional e o proprietário, historicamente pulverizado. Além disso, acredita-se que o agente possa assumir atitudes oportunistas, e não somente conforme os interesses do principal.

Com relação à pulverização de propriedade mencionada acima, faz-se aqui um paralelo deste comportamento com a realidade brasileira, uma vez que no Brasil a relação entre propriedade e controle assume um comportamento diferente. Segundo Lopes (2012) explica que o mercado de capitais brasileiro possui características próprias e distintas dos mercados desenvolvidos, sendo que entre as principais características mencionadas pela literatura contábil encontra-se a pouca proteção aos acionistas minoritários, a concentração do capital votante, o excesso de regulamentação, fontes de financiamento e a participação do Estado na economia. Além disso, existem dois tipos de ações: as preferenciais, que têm direito à prioridade no recebimento de dividendos, a vantagem da fixação de um dividendo mínimo e a preferência de reembolso no caso de dissolução da sociedade; e as ações ordinárias, que possuem direito a voto e o poder de influenciar nas decisões da empresa.

Na visão de (OKIMURA, ROCHA, & SILVEIRA, 2007), o Brasil apresenta um ambiente onde a separação entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa ocorre devido à emissão de um grande número de ações preferenciais por parte das empresas. Os autores mencionam que a presença de grandes acionistas controladores poderia ser algo prejudicial, devido ao conflito de interesses entre estes e os demais acionistas não controladores.

Para reduzir o conflito de agência, o principal pode limitar as divergências de seu interesse por meio do estabelecimento de incentivos adequados ao agente, incorrendo custos de monitoramento. Assim, Jensen e Meckling (1976) utilizam o termo custo de agência para designar os gastos decorrentes das tentativas de se minimizar os conflitos de agência e os dividem em três componentes: i) custos de monitoramento, incidentes sobre o principal, incluindo como exemplos: contratação de auditoria externa, exigência de relatórios internos; ii) custos de concessões de garantias contratuais, que correspondem à aceitação de ressalvas ao poder de decisão do agente; e iii) as perdas residuais, que sucedem mesmo com a adoção dos procedimentos anteriores, já que, ainda assim, existirão divergências entre as decisões dos agentes e aquelas ideais para o principal. Além disso, a assimetria informacional pressiona os gastos operacionais como um todo, constituindo um custo relevante, uma vez que dados incompletos comprometem a realização de análises, podendo levar a decisões inadequadas. Um mecanismo comumente usado para alinhar os interesses são os planos de pagamento baseado em ações ou *stock options*.

2.2. Planos de pagamento baseado em ações e seu uso para minimizar os conflitos de agência

Uma transação de pagamento baseado em ações pode ser definida como uma transação na qual a entidade recebe os produtos ou serviços em troca dos seus títulos patrimoniais; ou adquire produtos ou serviços e assume a obrigação com o fornecedor de efetuar o pagamento de um determinado valor que é baseado no preço dos seus títulos patrimoniais. Dessa forma, são consideradas transações de pagamento baseado em ações as transferências de títulos patrimoniais de uma entidade, pelos seus acionistas, para as partes (empregados, executivos, consultores, fornecedores etc.) (IUDÍCIBUS et al. 2010). Segundo este autor, a ideia subjacente à remuneração com base nas ações é fazer com que os funcionários sejam incentivados a atingir determinadas metas. Assim, esse tipo de remuneração visa incentivar os empregados ao comprometimento com a maximização do valor da empresa, alinhando seus interesses aos dos acionistas. Logo, o pagamento baseado em ações surge como uma das formas de se reduzir os efeitos do conflito de interesses entre agente e principal.

O CPC 10 – Pagamento baseado em ações (2010), abrange o tema, tendo como objetivo estabelecer procedimentos para reconhecimento e divulgação das transações envolvendo pagamento baseado em ações. Segundo este pronunciamento, os planos de ações e de opções de ações constituem uma característica comum da remuneração de diretores, executivos e outros empregados, mas também podem remunerar fornecedores e prestadores de serviços profissionais. O CPC menciona que são estabelecidos princípios de mensuração e exigências específicas para três tipos de pagamento baseado em ações: (a) transações de pagamentos baseados em ações liquidadas pela entrega de instrumentos patrimoniais da entidade, nas quais a entidade recebe produtos e serviços em contrapartida desses instrumentos; (b) transações liquidadas em dinheiro, com a aquisição de produtos e serviços incorrendo em obrigações com os fornecedores, cujo montante seja baseado no valor das ações ou outros instrumentos de capital da entidade; e (c) transações em que a entidade recebe produtos e serviços e os termos do acordo conferem à entidade ou ao fornecedor a liberdade de escolha na forma de liquidação da transação, a qual pode ser em dinheiro ou outros ativos, ou mediante a emissão de instrumentos de capital.

Segundo Silva et al. (2007), uma opção é um ativo que depende do desempenho de outro ativo, portanto, um derivativo. Esta operação financeira tem um vendedor, que no mercado de opções é chamado de lançador, e um comprador, chamado de titular da opção. No caso de pagamento baseado em ações, utiliza-se a opção de compra, assim definida, pois o titular tem o direito de adquirir uma quantidade do ativo-objeto da transação a um preço estabelecido num momento específico. Já o lançador é aquele que, por intermédio de um corretor, vende a opção, assumindo a obrigação de vender o ativo-objeto a que se refere à opção pelo preço contratado, se e quando o titular exercer sua opção. Desta forma, como o titular tem o direito de exercer uma opção, só o fará quando a operação for lucrativa, ou seja, se o preço de exercício for menor que o preço do ativo-objeto no mercado.

Neste contexto, há incentivos para o gestor buscar essa lucratividade, o que pode levar a escolhas contábeis, com o propósito de influenciar o resultado da empresa. Este assunto será discutido na próxima seção.

2.3. Qualidade da informação contábil, gerenciamento de resultados e pagamento baseado em ações

Um dos principais objetivos da contabilidade é fornecer informações sobre as alterações ocorridas no patrimônio das empresas, assim como sua situação econômica e financeira. Dessa maneira, a contabilidade permite que o usuário tenha o conhecimento necessário para o processo de tomada de decisão. Entretanto, para que a informação seja útil é necessário que

sejam observadas algumas propriedades ou características qualitativas e, para isso, deve-se garantir que a informação seja oportuna, clara, relevante e preditiva (OLIVEIRA; MULER; NAKAMURA, 2000). Esses aspectos qualitativos da informação contábil foram abordados pela estrutura conceitual básica do *International Accounting Standards Board* (IASB), emitida em 1989 e que também contempla os objetivos das demonstrações financeiras para fins gerais. Segundo esta estrutura, o objetivo das demonstrações financeiras consiste em oferecer informações sobre a entidade que sejam úteis para a tomada de decisão. Adicionalmente, as características qualitativas estão relacionadas com a utilidade da informação, que deve ser relevante e ter valor preditivo. Além disso, a informação útil depende de outras características, como a comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade. Tais conceitos também foram abordados em 2008 pelo CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Este CPC menciona que a informação contábil-financeira deve ser útil, e para isso, precisa ser relevante e representar com fidedignidade o que se propõe a representar. A informação relevante é aquela capaz de influenciar ou fazer a diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. Já a representação fidedigna consiste num retrato da realidade econômica da empresa, e neste caso, é necessário que a informação seja completa, neutra e livre de erros.

No contexto de assimetria informacional, os gestores podem exercer a discricionariedade, que corresponde à liberdade de escolha permitida em lei, para atingirem seus próprios interesses, resultando no gerenciamento de resultados. O gerenciamento de resultados foi definido por Schipper e Vincent (2003) como uma intervenção no processo de elaboração e divulgação das informações contábeis, com o propósito de obter algum benefício próprio por parte dos gestores. Da mesma forma, Healy e Whalen (1999) explicam que o gerenciamento de resultados ocorre quando os gerentes usam de seu julgamento na elaboração dos relatórios financeiros e na estruturação de operações para alterar tais relatórios, quer enganando algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, ou para influenciar os contratos que dependem de números contábeis reportados. Martinez (2001) define gerenciamento de resultados como uma prática de intervenção nos resultados contábeis, de forma proposital, implicando na mudança do resultado financeiro da empresa, influenciando também aos usuários destas demonstrações. Existem motivações relativas ao gerenciamento de resultados, que são relacionadas basicamente ao mercado de capitais, quando das necessidades das informações contábeis pelo investidor e analistas; as motivações contratuais, que utilizam a contabilidade como instrumento para monitoramento e regulação de contratos entre a empresa e seus *stakeholders*; e motivações regulamentares e de custos políticos. A obediência ao princípio da competência e a possibilidade de selecionar práticas contábeis diferentes geram o que na literatura contábil internacional é conhecido por *accruals*, os quais podem ser usados para o gerenciamento de resultados. Chan (2001) explica que os *accruals* representam a diferença entre o lucro contábil de uma empresa e o seu fluxo de caixa. Da mesma forma SLOAN (1996) define os *accruals* como a diferença entre o resultado líquido e o dinheiro em caixa das atividades operacionais, e acrescenta que, quanto maior o valor dos *accruals*, maior será a diferença entre o lucro contábil e o caixa gerado. Além disso, existem duas classificações de *accruals*, as denominadas *discretionary accruals*, ou acumulações discricionárias, e *non discretionary accruals*, ou acumulações não discricionárias. Segundo Martinez, (2001) “as últimas seriam as exigidas de acordo com a realidade do negócio, e as primeiras seriam artificiais e teriam como único propósito o de gerenciar o resultado contábil”.

Portanto, de acordo com esta linha de pesquisa, quanto maior a presença de *accruals* discricionários, maior será o exercício do gerenciamento de resultados, diminuindo a qualidade da informação contábil. Acredita-se que os planos de pagamento baseado em ações podem incentivar os gestores a buscarem a maximização do valor da empresa, alinhando seus interesses aos dos acionistas (IUDÍCIBUS et al., 2010). Neste sentido, podem-se diminuir as práticas de

gerenciamento em função do prêmio concedido pela valorização das ações. Todavia, algumas pesquisas internacionais encontram um resultado contrário, isto é, um aumento da divulgação agressiva e das práticas de gerenciamento na presença de *stock options*. Por exemplo, Baker, Collins e Reitenga (2003) encontraram evidências de que o gestor interfere no processo de divulgação de informação contábil ao mercado, com o propósito de aumentar o prêmio das opções. Eles investigaram 168 empresas que tiveram uma pesquisa de remuneração divulgada pelo *Wall Street Journal*, e concluíram que as *stock options* fornecem incentivos que conduzem o administrador a gerenciar os números contábeis. Na mesma linha, Burns e Kedia (2006) investigaram a relação entre contratos de compensação, como *stock options*, e republicação de balanço. Eles encontraram que as opções de ações possuem fortes incentivos para divulgação agressiva, o que leva, posteriormente, a republicação de balanços. Por fim, Efendi, Srivastava, e Swanson (2007) observaram que a probabilidade de republicação aumenta quando o CEO tem uma grande participação em opções de ações liquidáveis em dinheiro.

Alves (2012) estudou o pagamento baseado em ações das empresas portuguesas não listadas em bolsa de valores. A autora observou que os gestores estão mais propensos a gerenciar o resultado quando possuem *stock options*.

Por fim, mais recentemente, foi observada uma associação positiva entre qualidade da informação contábil e *stock options* (PAZ; GRIFFIN, 2014). Este estudo testou a associação positiva da qualidade dos resultados com a concessão de ações. Por meio de análise de regressão múltipla, os autores avaliaram a influência relativa das principais variáveis, demonstrando suporte para a afirmação de que existe uma associação positiva entre a qualidade do lucro e a concessão de opções de ações. O estudo conclui que a concessão de opções de ações no pacote de remuneração do CEO está positivamente associada à qualidade dos lucros.

Em resumo, a maioria dos estudos mostra uma associação positiva entre gerenciamento de resultados e pagamento baseado em ações. Contudo, em mercado eficientes (FAMÁ, CIOFFI, COELHO, 2008), espera-se uma reação a divulgação de práticas contábeis. A próxima seção explora os efeitos da adoção das *stock options* sobre o valor das empresas.

2.4. Valor das empresas e pagamento baseado em ações

Pode-se iniciar essa seção com a pesquisa de Aboody (1996), que buscou examinar a associação entre pagamento baseado em ações e o valor das empresas, mensurado pelo preço das ações. Foram analisadas 478 empresas que concederam *stock options* no período 1980-1990. O resultado revelou evidência de que as opções, quando estão em seus estágios de aquisição iniciais, têm, em média, um efeito positivo sobre o valor da empresa. Contudo, essa associação passa a ser negativa com o passar do tempo.

Por sua vez, Kedia e Mozumdar (2002) buscaram analisar o pagamento baseado em ações de 200 empresas listadas na Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) no período de 1995 a 1998. Os autores não encontraram nenhuma evidência de que o uso de *stock options* influencia o desempenho das empresas, o qual foi mensurado por meio de retornos anormais de ações (KEDIA; MOZUMDAR, 2002).

Para Hillegeist e Penalva (2003), o estudo sobre a relação entre o valor das empresas e o pagamento baseado em ações foi analisado pelo coeficiente Q de Tobin. Em geral, os resultados de Q de Tobin indicaram que as empresas com maior incidência de incentivos baseado em opções de ações apresentaram maior valorização quando comparadas com outras empresas (HILLEGEIST; PENALVA, 2003).

Santos (2008) buscou analisar o efeito do pagamento baseado em ações sobre o preço das ações das empresas. Foram consultadas 61 empresas negociadas na B3, que concedem esse tipo de remuneração variável e, por meio do Estudo de Eventos, constatou-se que os resultados não foram conclusivos quanto ao ganho dos acionistas quando da ocorrência de pagamento baseado em ações (SANTOS, 2008).

Por fim, a pesquisa realizada por Perobelli, Lopes e Silveira (2012) compreendeu as empresas de capital aberto negociadas na B3 com pagamento baseado em ações como instrumento de remuneração variável no período 2002-2009. Foram selecionadas para a amostra 89 empresas. Não houve a comprovação estatística de que a adoção do pagamento baseado em ações causa impacto positivo no valor das ações e, conseqüentemente, na riqueza dos acionistas. A justificativa apresentada para os resultados obtidos pode estar na forma pela qual as empresas estruturam o plano, podendo criar um fator de risco adicional para a empresa. Assim, faz-se necessária uma melhor qualidade do plano de pagamento baseado em ações (PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012).

3. Metodologia

3.1. Apresentação das hipóteses

A literatura sobre a relação entre qualidade da informação contábil e *stock options* ainda não está consolidada, porém a maioria das pesquisas conduz a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: os planos de pagamento baseado em ações influenciam positivamente o gerenciamento de resultados.

Neste estudo a qualidade da informação contábil será observada por meio dos modelos de gerenciamento de resultados. Neste sentido, a relação entre qualidade da informação e *stock options* pode influenciar diretamente o valor das companhias, dado que o mercado pode precificar qualquer sinalização de divulgação agressiva, isto é, de informação contábil que é tendenciosa e enganosa. Por isso, a próxima seção explora o aspecto de valor.

Adicionalmente, a literatura sobre valor das empresas e pagamento baseado em ações não mostra uma relação essas variáveis, permitindo construir a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: as *stock options* não contribuem para aumentar o valor das empresas através do alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

Contudo, observa-se que as empresas brasileiras de capital estão usando cada vez mais esse mecanismo de remuneração, embora a literatura não necessariamente indique benefícios em termos de qualidade da informação e valor da empresa. Os resultados controversos motivam a continuidade de estudos a respeito do tema.

3.2. Descrição da amostra e coleta dos dados

A seleção de empresas baseou-se, inicialmente, na carteira teórica IBrX100 de 17/09/2015, composta por 100 empresas classificadas entre as mais negociadas na B3. Foi verificada a ocorrência de duplicidade para algumas empresas que possuíam mais de um código de negociação na bolsa de valores. Assim, foram eliminados da amostra seis ativos, restando um total de 94 empresas. Desse total, 64 pertencem ao grupo “com pagamento baseado em ações” (COM PBA), e 30 ao grupo “sem pagamento baseado em ações” (SEM PBA). A segmentação ocorreu por meio de consulta as demonstrações contábeis das empresas.

Para aumentar o número de empresas em análise e trazer maior robustez aos resultados, foi realizada outra busca por meio do *software* Economática®. Esta busca retornou outras empresas que puderam complementar os dois grupos, COM PBA e SEM PBA. Dessa forma, a amostra analisada na pesquisa aumentou para 100 empresas classificadas no grupo COM PBA e outras 45 empresas classificadas no grupo SEM PBA.

Posteriormente, por meio da análise de histogramas², foram observados alguns *outliers* que poderiam provocar a distorção dos resultados, prejudicando a análise dos mesmos. Sendo assim, foram eliminadas 14 empresas, restando finalmente 131 empresas a serem analisadas, conforme tabela a seguir.

Tabela 1 – seleção da amostra

| | TODAS | |
|--|---------|---------|
| Amostra IBrX100 | 100 | |
| (-) duplicidade | 6 | |
| | COM PBA | SEM PBA |
| (=) Amostra IBrX100 após eliminação de duplicidade | 64 | 30 |
| (+) empresas identificadas pelo Economatica | 36 | 15 |
| (=) Amostra IBrX100 + Economatica | 100 | 45 |
| (-) <i>Outliers</i> | 8 | 6 |
| (=) Amostra final | 92 | 39 |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os grupos foram então submetidos à classificação categórica por meio de variável *dummy*, atribuindo-se 1 para as empresas COM PBA e 0 para as empresas SEM PBA.

3.3. As variáveis do estudo para a hipótese 1: qualidade da informação e pagamento baseado em ações

As informações sobre remuneração da administração foram obtidas por meio de análise das notas explicativas, abrangendo os membros da diretoria e dos conselhos. A remuneração dos administradores (*REM*) é composta por itens de benefícios de curto prazo como pró-labore, honorários e salário, encargos, benefícios pós-emprego e gratificações, não incluindo o pagamento baseado em ações.

Com os dados obtidos da remuneração, as seguintes variáveis foram definidas: i) despesa com pagamento baseado em ações (*DPBA*), e ii) o índice *option grant to salary* (*OGTS*), que representa o resultado a relação entre despesa com pagamento baseado em ações e remuneração (*REM*). Segundo Baker et al. (2003), índices altos significam que o componente de pagamento baseado em ações tem uma participação maior na remuneração do administrador, o que pode influenciar o gerenciamento de resultados, uma vez que o gestor teria incentivos para obter benefícios particulares. Do contrário, caso este índice seja baixo, significaria que o pagamento baseado em ações tem uma baixa participação na remuneração dos gestores, levando a crer que não haverá influência significativa sobre a qualidade das informações contábeis.

Por sua vez, a qualidade das informações contábeis pode ser representada pelos *accruals* discricionários (*AD'*), os quais foram calculados a partir do Modelo Modificado de Jones (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Segundo Martinez (2001) a aplicação do Jones Modificado apresenta resultados satisfatórios no mercado brasileiro. Este modelo requer os seguintes dados: Lucro Líquido, Fluxo de Caixa Operacional Líquido, Ativo Total, Ativo Circulante, Caixa e Equivalentes de Caixa, Contas a Receber de Curto Prazo, Imobilizado,

² O estudo da distribuição dos dados permite identificar valores extremos. Essas observações podem ser consideradas anomalias e são discrepantes. As estatísticas descritivas foram calculadas com e sem a presença dos *outliers*. Os resultados com a presença dos *outliers* são totalmente distorcidos. Assim, nós avaliamos que a presença dos valores extremos pode prejudicar a interpretação dos resultados dos testes.

Passivo Circulante, Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo, Receitas e Depreciação/Amortização, os quais foram obtidos no Economatica®. Os dados foram coletados para o período de dezembro de 2010 até setembro de 2015.

A relação esperada entre gerenciamento de resultados e a qualidade da informação contábil é negativa, pois quanto maior o nível de gerenciamento de resultados observados, menor será a qualidade da informação contábil. Entretanto, espera-se que a relação entre a remuneração e o pagamento baseado em ações represente um incentivo para a redução da discricionariedade no gerenciamento de resultados, em virtude do alinhamento de interesses entre agente e principal, conforme mencionado por Iudícibus et al. (2010).

Por fim, as variáveis de controle são: logaritmo de ativo total (*LOG ATIVO TOTAL*); dívidas de longo prazo (*DLP*); *debt-to-assets* (*DEBT-TO-ASSETS*), que representa a relação entre dívidas de longo prazo e ativo total (EFENDI et al., 2007), e Lucro Líquido.

3.4. Modelo para análise entre qualidade e pagamento baseado em ações

Após apresentação das variáveis da pesquisa, o seguinte modelo de regressão foi aplicado para analisar a relação entre qualidade da informação e pagamento baseado em ações.

$$AD = \alpha + \beta_1 \text{DummyPBA} + \beta_2 \text{REM} + \beta_3 \text{OGTS} + \beta_4 \text{DPBA} + \beta_5 \text{DLP} + \beta_6 \text{LogAtivoTotal} + \beta_7 \text{Debt to assets} + \beta_8 \text{Lucro Líquido} + \varepsilon$$

A Tabela 2 resume as variáveis e seus respectivos sinais esperados.

Tabela 2 – Variáveis e sinais esperados

| Variável | Descrição | Sinal da Relação Esperada |
|------------------------|--|---------------------------|
| <i>DUMMY PBA</i> | Variável <i>Dummy</i> para PBA | - / + |
| <i>REM</i> | Remuneração sem despesa com PBA | + |
| <i>OGTS</i> | Índice <i>Option grant to salary</i> | + |
| <i>DPBA</i> | Despesa com Pagamento Baseado em Ações | - / + |
| <i>DLP</i> | Dívidas de longo prazo | + |
| <i>LOG ATIVO TOTAL</i> | Variável de tamanho | + |
| <i>DEBT-TO-ASSETS</i> | Dívidas de Longo Prazo / Ativo total | + |
| <i>LUCRO LÍQUIDO</i> | Lucro Líquido | + |

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Variável *DUMMY PBA* representa uma variável de classificação em relação ao pagamento baseado em ações. De acordo com a teoria de agência, se a empresa possuir pagamento baseado em ações (1), espera-se uma diminuição nos *accruals discricionários*, como efeito do alinhamento e redução dos conflitos de interesse e relação de agência. Contudo, a literatura tem mostrado resultados divergentes (BURNS; KEDIA, 2006; EFENDI ET AL., 2007; ALVES; 2012), o que revela um conflito no sinal esperado. Ademais, a Hipótese do Plano de Incentivo (WATTS; ZIMMERMAN, 1986) prevê uma perspectiva oportunista do gestor. Na mesma linha, a variável *DPBA* corresponde à despesa com pagamento baseado em ações, representando um incentivo para alinhamento entre gestor e acionista, o que poderia diminuir o gerenciamento de resultados, mas a literatura mostra-se contrária a essa expectativa. Quanto a remuneração (*REM*), acredita-se que sua grandeza pode influenciar as práticas de gerenciamento de resultados.

Por sua vez, o índice *Option grant to salary (OGTS)* representa a relação entre despesa com pagamento baseado em ações (*DPBA*) e remuneração (*REM*). Pela tabela 2, o sinal esperado é positivo, pois quanto maior o índice, maior a participação das opções na remuneração total do gestor, o que implica na presença de incentivos para gerenciar os resultados (Watts; Zimmerman, 1986; Efendi et al., 2007).

Dívidas de Longo Prazo (*DLP*) representa dívidas de longo prazo, e a relação esperada é positiva, pois se a empresa possuir maior nível de endividamento, há incentivos para gerenciamento de resultados (NARDI; NAKAO, 2009); a variável de tamanho (*LOG ATIVO TOTAL*) tem sinal esperado positivo, pois considera-se que quanto maior a empresa, em termos de tamanho de ativo, maior a sua propensão ao gerenciamento de resultados (RICHARDSON, 2003); as dívidas de longo prazo divididas pelo ativo total (*DEBT-TO-ASSETS*) apresenta uma relação positiva, pois quanto menor a representatividade das dívidas comparadas ao tamanho do ativo, menor será o impacto para as divulgações da empresa (EFENDI et al., 2007); *LUCRO LÍQUIDO* apresenta sinal esperado positivo, pois quanto maior o lucro, espera-se um impacto maior no nível de gerenciamento de resultados.

3.5. As variáveis do estudo para a hipótese 2: valor das empresas e pagamento baseado em ações

Para esta etapa busca-se medir o valor das empresas por meio do valor econômico agregado (*EVA*), o qual trata-se de uma estimativa do lucro econômico. É uma medida que reflete o retorno em excesso ao custo de oportunidade de uma decisão de investimento, ou seja, o valor criado pelo investimento (ASSAF NETO, 2003). A fórmula é dada por:

$$\text{Valor Econômicos Agregado (EVA)} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{Investimento}$$

onde *Return on Investment (ROI)* equivale ao Retorno do Investimento, *Weighted Average Capital Cost (WACC)* corresponde ao Custo Médio Ponderado do Capital. Os dados necessários para o cálculo do WACC foram obtidos no Economática. O custo de capital próprio (*Ke*) foi obtido no INSTITUTO ASSAF³.

As variáveis *DUMMY PBA*, *REM*, *DPBA* já foram apresentadas na seção anterior e, segundo a literatura, não há uma relação clara entre elas e o valor de mercado das empresas em análise. De acordo com a teoria de agência, as *stock options* podem ser usadas para alinhar os interesses de acionistas e gestores, o que poderia conduzir a uma valorização das ações da empresa. Contudo, Perobelli, Lopes e Silveira (2012) apresentaram resultados contrários. Por isso, as relações esperadas para *DUMMY PBA* e *DPBA* podem ser negativas ou positivas, conforme tabela 3. As outras variáveis são apresentadas a seguir.

Remuneração total (*REMT*): Esta variável trata dos valores gastos pela companhia com a remuneração fixa e variável dos administradores, incluindo, portanto, pagamento baseado em ações, quando houver. É composta por itens de benefícios de curto prazo como pró-labore, honorários e salário, encargos, benefícios pós-emprego e gratificações.

Governança Corporativa (*GC*): Refere-se ao nível de Governança Corporativa no qual a empresa está inserida (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado). As informações a respeito dessa variável foram obtidas inicialmente no site da B3, enquanto as datas foram pesquisadas principalmente nos sites das empresas. Essas variáveis são binárias, isto é, a empresa recebe um (1) quando está em um dos níveis de governança, caso contrário zero (0).

American Depositary Receipt (ADR): Esta variável busca identificar quais empresas possuem suas ações negociadas na bolsa de valores dos Estados Unidos. As informações foram

³ <http://www.institutoassaf.com.br/>

coletadas com a ajuda, principalmente, do site da *NYSE (The New York Stock Exchange)* e do Valor Econômico.

Oportunidades de investimento (*INV*): essa variável propõe que quanto maiores as oportunidades de investimento de uma empresa, maior será a valorização de suas ações. Além disso, uma segunda justificativa para a inclusão da variável está relacionada à hipótese de que, quanto mais oportunidades futuras de investimento a empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto, melhores devem ser seus mecanismos de alinhamento de interesses, como a adoção do pagamento baseado em ações. Portanto, espera-se que haja uma relação positiva entre oportunidades de investimento, adoção do pagamento baseado em ações, governança corporativa e geração de valor (PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012).

O indicador é estimado por:

$$INV = (VMAO + VMAP + DIVT) / AT$$

onde *VMAO* é o valor de mercado das ações ordinárias; *VMAP* é o valor de mercado das ações preferenciais; *DIVT* é o valor contábil da dívida e *AT* é o ativo total da empresa. Os dados contábeis são referentes ao trimestre e a cotação das ações corresponde ao preço observado no último dia de negociação de cada trimestre.

Distribuição de resultados (*DR*): uma elevação nos níveis de distribuição de proventos seria capaz de alterar o valor de mercado das ações. Além disso, a redução do fluxo de caixa livre à disposição do gestor diminui a chance de expropriação dos proprietários e, conseqüentemente, os custos de agência da empresa, aumentando seu valor (PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012). Essa variável corresponde a relação entre dividendos por ação (*DPA*) e o lucro por ação (*LPA*):

$$DR = DPA / LPA$$

Liquidez (*LIQ*): quanto maior a liquidez da ação, menor seu risco e o retorno exigido pelos acionistas. Quanto menor o retorno exigido, maior o preço que se está disposto a pagar pelas ações (PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012). Espera-se, portanto, uma relação positiva entre liquidez e valorização das ações. O índice de liquidez foi obtido através do *Economática*, para cada trimestre no período de 2010 a setembro de 2015. A variável foi calculada por meio da seguinte equação:

$$LIQ = \left[\left(\sqrt{\frac{n}{N}} \times \frac{v}{V} \right) \times \frac{p}{P} \right] \times 100$$

onde *n* é o número de negócios com a ação no mercado à vista, *N* é o número total de negócios registrados no mercado à vista, *v* é o volume financeiro gerado pelos negócios com a ação no mercado à vista, *V* é o volume financeiro total registrado no mercado à vista da B3, *p* é o número de pregões em que se constatou pelo menos um negócio com a ação no mercado à vista, e *P* é o número total de pregões ocorridos.

Tabela 3 – Sinais esperados para as variáveis.

| Variável | Descrição | Sinal da Relação Esperada |
|------------------|---------------------------------|---------------------------|
| <i>Dummy PBA</i> | Variável <i>Dummy</i> para PBA | + / - |
| <i>REM</i> | Remuneração sem despesa com PBA | + |
| <i>DPBA</i> | Despesa com PBA | + / - |

| Variável | Descrição | Sinal da Relação Esperada |
|-------------|------------------------------------|---------------------------|
| <i>REMT</i> | Remuneração total | + |
| <i>GC</i> | Governança Corporativa | + |
| <i>ADR</i> | <i>American Depositary Receipt</i> | + |
| <i>INV</i> | Oportunidades de Investimento | + |
| <i>DR</i> | Distribuição de resultados | + |
| <i>TAM</i> | Tamanho | + |
| <i>LIQ</i> | Liquidez | + |

Fonte: Elaborado pelos autores

Alguns testes iniciais de multicolinearidade revelaram que as variáveis *REM*, *REMT* e *DPBA* apresentam alta correlação, o que pode distorcer os resultados do modelo. Tais problemas podem influenciar os sinais dos coeficientes (GUAJARATI, 2006). Portanto, o modelo final pode ser apresentado:

$$EVA_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{Dummy PBA}_{it} + \beta_2 \text{AGC}_{it} + \beta_3 \text{ADR}_{it} + \beta_4 \text{INV}_{it} + \beta_5 \text{DR}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \beta_7 \text{TAM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ademais, os pressupostos da regressão foram verificados, como homocedasticidade por meio do teste de Breusch – Pagan. Os resultados são apresentados na próxima seção.

4. Resultados

4.1. Hipótese 1: pagamento baseado em ações e qualidade da informação contábil

Foi observado o problema de multicolinearidade ao considerar todas as variáveis da tabela 2. Então, as variáveis *OGTS* e *DPBA*, causadoras do efeito, foram excluídas. Os coeficientes foram estimados e apresentados a seguir:

Tabela 4 – Regressão para dados em painel

| Variável Dependente: <i>AD</i> | Coefficientes do <i>Pooled Model</i> |
|---------------------------------|--------------------------------------|
| <i>Variáveis explanatórias:</i> | |
| <i>Dummy PBA</i> | 45.291 / (5,54)*** |
| <i>DLP</i> | 0,0027 / (2,72)*** |
| <i>LOG Ativo total</i> | 29.021 / (3,43)*** |
| <i>Debt-to-assets</i> | -60.485 / (-2,40)*** |
| <i>Lucro Líquido</i> | 0,0191 / (2,19)*** |
| <i>Remuneração</i> | 0,8748 / (2,10)*** |
| Teste χ^2 | 84,46*** |
| Observações | 2.165 |
| R ² | 0,1081 |

Fonte: elaborada pelos autores.

Nota: ***0,01; ** 0,05 e *0,10 é o nível de significância. Entres as três especificações de Dados em Painel, *fixed effect*, *random effect* e *pooled*, a mais adequada mostrou-se a última. *Dummy PBA* é uma variável de classificação e indica a presença de pagamento baseado em ações; *DLP* indica a presença de dívidas de longo prazo; *LOG Ativo Total* refere-se a uma variável de tamanho; *Debt-to-assets* indica a participação das dívidas em relação ao ativo total; *Remuneração* indica o valor de remuneração aos gestores no período, exceto pagamento baseado em ações.

A relação entre a variável dependente (AD') e as demais variáveis é significativa estatisticamente a um nível de confiança de 95%. Todas as variáveis individualmente também se apresentaram significativas para o modelo de determinação dos *accruals* discricionários. O sinal observado para a variável *Dummy* PBA foi positivo, indicando que a presença de pagamento baseado em ações produz um aumento de 45.291 nos *accruals* discricionários, ou seja, as empresas que possuem pagamento baseado em ações apresentam maior nível de *accruals* discricionários. Consequentemente, ocorre um efeito negativo na qualidade da informação das demonstrações contábeis, pois maiores *accruals* discricionários podem ser associados a prática de gerenciamento de resultados.

A variável *DEBT-TO-ASSETS* foi a única a apresentar relação negativa, podendo-se inferir que quanto maior o endividamento, menor será o gerenciamento de resultados. Este resultado está coerente com a ideia de que, quanto maior o endividamento das empresas, maior será sua preocupação com a qualidade da informação divulgada, do ponto de vista de *stakeholders*, em contraposição a Efendi et al (2007), que observaram que as empresas com altas despesas com juros têm maior probabilidade de distorcer os ganhos. As demais variáveis apresentaram comportamento positivo em relação aos *accruals* discricionários.

Portanto, os resultados indicam que as empresas com pagamento baseado em ações tornam-se mais propensas ao gerenciamento de resultados. Estas práticas seriam utilizadas para influenciar o mercado, e consequentemente a valor das ações, obtendo assim um benefício no exercício das opções. Estes achados podem ser explicados pela teoria da agência, visto que o gestor pode usar da discricionariedade na tomada de decisão para gerenciamento de resultados, com objetivo de obter benefícios particulares, em detrimento da expropriação da riqueza do principal.

As evidências obtidas estão alinhadas com algumas pesquisas, entre elas, a de Baker et al. (2003), que encontraram evidências de que o gestor interfere no processo de divulgação de informação contábil ao mercado, com o propósito de aumentar o prêmio das opções; a de Burns e Kedia (2006), que investigaram a relação entre *stock options* e republicação de balanço, e identificaram que as opções de ações possuem fortes incentivos para divulgação agressiva, levando a republicação de balanços; por fim, Efendi et al. (2007) observaram maior probabilidade de republicação quando o CEO tem uma grande participação em opções de ações liquidáveis em dinheiro.

Outro aspecto que deve ser destacado é o ambiente legal brasileiro com características próprias e distintas dos mercados desenvolvidos (LOPES, 2012), sendo que, o principal conflito de interesse advém de acionistas majoritários e minoritários (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; OKIMURA; ROCHA; SILVEIRA, 2007). Considerando que os acionistas controladores possuem influência direta na gestão da empresa, e podem tomar decisões voltadas para garantir seus próprios interesses, inclusive por meio da expropriação do fluxo de caixa dos demais acionistas (OKIMURA; ROCHA; SILVEIRA, 2007). Além disso, o poder do acionista controlador permite que o mesmo substitua a alta administração da companhia, caso seus interesses estejam ameaçados.

4.2.Hipótese 2: pagamento baseado em ações e valor

Inicialmente, identificou-se o problema da multicolineariedade por meio da estatística VIF (*Variance Inflation Factor*), e as variáveis *DPBA*, *REM* e *REMT* tiveram que ser retiradas do modelo, pois provocavam distorção nos resultados. Complementarmente, aplicou-se o teste de Breusch – Pagan para efeitos fixos, o qual rejeitou a hipótese nula de homocedasticidade. A presença de heterocedasticidade no modelo foi submetida à correção robusta de White, teste responsável pelo ajuste dos erros (GUAJARATI, 2006). O modelo alternativo de regressão para efeitos fixos, bem como sua correção, é apresentado na tabela a seguir:

Tabela 5 – Resultados ajustados pela Correção de White

| Variável dependente: EVA | Coefficientes do <i>Fixed Effect Model</i> |
|---------------------------------|--|
| <i>Variáveis explanatórias:</i> | |
| <i>Dummy PBA</i> | 11,1 / (0,74)* |
| <i>N1</i> | 333346 / (1,13) |
| <i>N2</i> | 166560 / (0,92) |
| <i>NM</i> | 461301 / (1,43)* |
| <i>ADR</i> | 5035 / (1,58)* |
| <i>INV</i> | 0,02 / (0,95) |
| <i>DR</i> | 840 / (0,86) |
| <i>LIQ</i> | -798468 / (-1,54)* |
| <i>TAM</i> | -1756407 / (-2,27)* |
| Teste F | 42,86* |
| Observações | 2.115 |
| R ² within | 0,0653 |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota: ***0,01; ** 0,05 e *0,10 é o nível de significância. EVA (*Economic Value Added*) é a variável dependente indicando valor; LIQ – variável de liquidez; DR – Distribuição de resultados; INV – Controle de investimentos; N1, N2, NM – *Dummies* que indicam o nível de governança corporativa no qual a empresa está inserida; ADR (*American Depositary Receipt*) – *Dummy* indicando se a empresa possui ADRs; DPBA – *Dummy* para a empresa que concede *stock option*; TAM – Tamanho.

Os sinais encontrados no teste final correspondem, em sua maioria, aos sinais esperados da Tabela 1. Por exemplo, o coeficiente da *Dummy PBA*, embora positivo, apresentou-se com 10% de significância. Dessa forma, não se pode concluir sobre a influência da adoção de *stock options* no valor da empresa. Este resultado está coerente com Perobelli, Lopes e Silveira (2012), os quais não comprovaram a adoção do pagamento baseado em ações causa impacto no valor das ações. Por outro lado, este resultado contraria Hillegeist e Penalva (2003), que observaram maior valorização para as empresas norte americanas com maior incidência de incentivos baseado em opções de ações.

Uma possível explicação para tal resultado deve-se ao tipo de conflito de agência existente no Brasil, que ocorre principalmente entre os acionistas controladores e não controladores (BRANDÃO; BERNARDES, 2005). Dado que os acionistas controladores possuem participação na gestão da empresa, eles podem influenciar as principais decisões na companhia (OKIMURA et al, 2007). Além disso, o acionista majoritário tem poder para substituir a gestão, caso avalie que o futuro da companhia está em risco. Dessa forma, pode ser que a concessão de *stock options* não se apresente como um mecanismo eficiente para o alinhamento de interesses.

No que diz respeito às demais variáveis, aquelas relacionadas à governança corporativa (*N1*, *N2*, *NM*, *ADR*) apresentaram seus sinais positivos, de acordo com esperado, entretanto, apenas as variáveis *NM* e *ADR* foram estatisticamente significantes a 10%. Essa fraca relação está coerente com estudos nacionais que, ao decomporem a governança corporativa, não identificaram uma relação entre alguns atributos e valor das empresas. Por exemplo, Zomignani (2003) observou que transparência tem relação com valor, mas o mesmo não foi observado para tratamento equânime dos acionistas minoritários. Silveira (2002) também apresentou resultados não homogêneos ao decompor a governança corporativa.

O mesmo ocorre com as variáveis *Oportunidades de Investimento* e *Distribuição de resultados*, as quais mostraram-se positivamente correlacionadas com geração de valor, entretanto, não foram estatisticamente significantes. As variáveis de *liquidez* e *tamanho*, por

sua vez, possuem seus coeficientes opostos ao esperado, além de não serem estaticamente significativas.

4.3. Síntese

Os resultados da primeira hipótese identificam um efeito negativo das *stock options* na qualidade da informação contábil, o que permite aceitar a primeira hipótese de pesquisa: os planos de pagamento baseado em ações influenciam positivamente o gerenciamento de resultados. Estes achados têm respaldo na literatura: Baker et al. (2003), Burns e Kedia (2006) e Efendi et al., (2007).

Com relação a segunda hipótese, não foi encontrada relação entre pagamento baseado em ações e valor econômico das empresas, o que está coerente com a aceitação da hipótese 2: as *stock options* não contribuem para aumentar o valor das empresas. Este resultado está alinhado com Perobelli, Lopes e Silveira (2012), os quais não comprovaram que a adoção do pagamento baseado em ações causa impacto no valor das ações.

Tabela 6 – resumo dos resultados

| Hipóteses | Resultados |
|---|--|
| H ₁ : os planos de pagamento baseado em ações influenciam positivamente o gerenciamento de resultados. | Hipótese aceita: as empresas que possuem pagamento baseado em ações apresentam maior nível de <i>accruals</i> discricionários, o que implica em efeito negativo na qualidade da informação contábil. |
| H ₂ : as <i>stock options</i> não contribuem para aumentar o valor das empresas através do alinhamento de interesses entre acionistas e administradores. | Hipótese aceita: os resultados não permitiram concluir sobre a influência da adoção de <i>stock options</i> no valor da empresa, visto que a relação observada foi fraca estatisticamente. |

Fonte: Elaborado pelos autores

Uma possível explicação para estes resultados pode ser encontrada na literatura de *stock options*, visto que os incentivos e determinantes para o uso desse pacote de remuneração são diversos. Por exemplo, Tzioumis (2008) indica vários motivos para adoção desses planos, por exemplo, reduzir os problemas de agência e alinhar interesses entre gestores e acionistas, atrair e reter executivos, remuneração sem efeito no fluxo de caixa da empresa. Além disso, o autor identificou que, quanto maior o *turnover* de executivos, maior a probabilidade de adoção desses planos. Por outro lado, quanto maior a idade do executivo e a posse de ações detida, menor a probabilidade de adoção. No Brasil, Ermel e Medeiros (2019) encontraram que, as oportunidades de investimento e o tamanho das empresas aumentam a probabilidade de adoção das *stock options*.

Neste contexto, a adoção dos planos não conduzem necessariamente a uma valorização das ações, e, muito menos, a um aumento na qualidade das demonstrações contábeis, dado pela redução ou ausência de gerenciamento de resultados. Pelo contrário, a literatura mostra uma relação entre gerenciamento de resultados e pagamento baseado em ações (BAKER, COLLINS E REITENGA, 2003; BURNS E KEDIA; 2006; EFENDI, SRIVASTAVA, E SWANSON, 2007; ALVES, 2012). Portanto, em mercados eficientes (FAMÁ, CIOFFI, COELHO, 2008), a presença de um plano dessa natureza não necessariamente traz algum impacto no mercado de ações, coerente com os resultados dessa pesquisa.

5. Considerações Finais

Os resultados para a primeira hipótese identificaram uma relação positiva entre *accruals* discricionários e pagamento baseado em ações, isto é, as empresas que adotam *stock options* possuem um efeito negativo na qualidade da informação contábil, coerente com outros estudos da literatura. No que diz respeito a segunda hipótese de pesquisa, valor econômico e pagamento

baseado em ações, os achados não permitiram concluir que a presença de *stock options* influencia o valor das empresas. Este resultado está coerente com alguns estudos da literatura.

O resultado desta pesquisa é útil para as empresas que possuem ou planejam implementar os planos de pagamento baseado em ações, as quais devem se preocupar em diminuir os conflitos de interesses. Entretanto, esses resultados não permitem afirmar que todas as empresas gerenciam o resultado em função do pagamento baseado em ações, pois a análise ocorreu a nível agregado, sendo necessário uma análise mais detalhada para avaliar cada caso. Do ponto de vista do mercado, os resultados fortalecem a hipótese de que os investidores devem analisar criticamente seus investimentos, de maneira a considerar as empresas que possuem planos de pagamento baseado em ações.

Como recomendação para pesquisas futuras, nós sugerimos uma investigação do gerenciamento de resultados em dois momentos: antes e após a adoção das *stock options*. Controlando outros fatores que influenciam essa relação, seria possível analisar se os *accruals* discricionários foram influenciados por decisões da gestão, devido a incentivos para obter maior remuneração com os planos de pagamento baseado em ações. Por fim, sugere-se ampliar o período de análise em pesquisas futuras, com o propósito de aumentar o entendimento das relações estudadas.

Referências

ABOODY, D. Market Valuation of Employee Stock Options. **Journal of Accounting and Economics**, 22, 357-391, 1996.

ALVES, S. Executive stock options and earnings management in the portuguese listed companies. **Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review**, 15 (2), 211-235. 2012.

ASSAF NETO, A. **Contribuição de estudo de avaliação de empresas no Brasil** – Uma aplicação prática. 202p. Tese – Livre Docência. FEA-RP/USP, 2003.

BAKER, T., COLLINS, D., REITENGA, A. A. Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 557–581. 2003.

BARTH, M.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**. v. 46, n. 3, p. 467-498, jun. 2008.

BERGSTRESSER, D., & PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, 80, 511–529. 2006.

BRANDÃO, M. M; BERNARDES, P. Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras. **Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD)**, Brasília, 2005.

BURNS, N., KEDIA, S. The impact of performance-based compensation on misreporting. **Journal of Financial Economics**, 79, 35–67. 2006.

CHAN, L. K. et. al. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. Jan/2001. CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. **Comitê dos Pronunciamentos Contábeis**. Disponível em: <http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em 03/06/2019.

CPC 10 (R1) – Pagamento baseado em ações. **Comitê dos Pronunciamentos Contábeis**. Disponível em: <http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/211_CPC_10_R1_rev%2012.pdf>. Acesso em 03/06/2019.

DECHOW, P.M., SLOAN, R.G., SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. v. 70, n. 2, apr. 1995. p. 193-225.

DOMINGOS, S. R. M. LIMA, S. M. PONTE, V. M. R. Income Smoothing : um estudo após a adoção do IFRS no Brasil. **CONTEXTUS – REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO**. v. 11, n.2, 2013.

EFENDI, J., SRIVASTAVA, A., SWANSON, E. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. **Journal of Financial Economics**, 85, 193–225. 2007.

ERMEL, M. D. A.; MEDEIROS, V. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. **Rev. Contab. Financ.**, São Paulo, 2019. Available from <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772019005006101&lng=en&nrm=iso>. Access on 16 Aug. 2019. Epub Apr 29, 2019. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201907620>.

FAMÁ, R. CIOFFI, P. L. M. COELHO, P. A. R. Contexto Das Finanças Comportamentais: Anomalias E Eficiência Do Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 65-78, abril/junho 2008.

GUAJARATI, D. N. **Econometria básica**. Rio de Janeiro. Editora: Elsevier, 2006, n. 5

HEALY, P. M., PALEPU, K. G. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. **Journal of Accounting and Economics**, 12(1–3), 97–219. 1990

HEALY, P. M., WHALEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, 365–383. 1999.

HILLEGEIST, S. A; PENALVA, F. **Stock Option Incentives and Firm Performance** (2003). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=480384> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.480384>>

IFRS: <http://www.ifrs.org/Pages/default.aspx>. Acesso em 13/05/2019.

INSTITUTO ASSAF. <http://www.institutoassaf.com.br/>. Acesso em 13/05/2019.

IUDÍCIBUS, S., MARTINS, E., GELBCKE, E. R., SANTOS, A. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas. 2010.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305–360. 1976. Retrieved from http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?_tid=c6510254-9c3b-11e5-8845-

[0000aab0f26&acdnat=1449421804_a15a45b7555ebf80a38334ebcf91883e](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304188)

KEDIA, S.; MOZUNDAR, A. Performance impact of employee stock options (2002). AFA 2003, **Washington DC Meetings**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304188>.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, 31, 105–231. 2001.

LEAL, R. P. C., SILVA, A. L. C., VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias de capital aberto- **RAC – Revista de Administração Contemporânea**; v. 6, n.1, p 07-18, 2002.

LOPES, A. B. **Contabilidade e Finanças no Brasil**: Estudos em Homenagem ao Professor Eliseu Martins (1a). São Paulo: Atlas. 2012.

MARTINEZ, A. L. “**Gerenciamento**” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Universidade de Sao Paulo. 2001.

NARDI, P. C. C., NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 20, p. 77-100, 2009.

NUNES, A. A.; MARQUES, J. A. V. C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista Contabilidade & Finanças**, vol.16 no.38 São Paulo May/Aug. 2005.

OKIMURA, R. T., ROCHA, K. C., SILVEIRA, A. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista Administração Contemporânea**, 119–135. 2007.

OLIVEIRA, A. G., MULER, A. N., NAKAMURA, W. T. **A Utilização das Informações Geradas pelo Sistema de Informação Contábil como Subsídio aos Processos Administrativos nas Pequenas Empresas** (pp. 1–12). pp. 1–12. Curitiba. 2000.

PAZ, V., GRIFFIN, T. Granting Stock Options as Part of CEO Compensation and the Impact on Earnings Quality. **Journal Multidisciplinary**, 6(1), 31–47. 2014.

PEROBELLI, F. F. C., LOPES, B. S., SILVEIRA, A. D. M. Plano de opções de compra de ações e o valor das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 105-147, mar. 2012.

RICHARDSON, S. Earnings quality and short sellers. **Accounting Horizons**, v. 17, p. 49-61, 2003.

SANTOS, A. **Stock Options Plans**: Uma Ferramenta de Geração de Valor? Um Estudo de Eventos Para as Empresas Negociadas Na BOVESPA. Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora. Dissertação de Mestrado. 2008.

SCHIPPER, K., & VINCENT, L. Earnings quality. **Accounting Horizon**, 17, 97–110. 2003.

SILVA, A. P. A., ARAÚJO JUNIOR, A. H., MARION, J. C., IUDÍCIBUS, S. **Opções de Ações**

para Funcionários. 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007. v. 1. 116 p.

SILVA, P. Y. C. FONSECA, M. W. Gerenciamento De Resultados: Estudo Empírico Em Empresas Brasileiras E Portuguesas Antes E Após A Adoção Das IFRS. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 12, n. 3, p. 193-209, 2015.

SILVEIRA, A. di M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** Universidade de São Paulo. Dissertação de Mestrado. 2002.

SLOAN, R. G. Do stock prices reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, 71(3), 289–315. 1996.

TZIOUMIS, K. Why do firms adopt CEO stock options? Evidence from the United States. **Journal of Economic Behavior & Organization**. v. 68, p. 100–111, 2008.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory.** New Jersey: Prentice-Hall, 1986.

ZOMIGNANI, T. M. **Governança Corporativa e Valor:** Relação entre as práticas de governança corporativa e o valor das empresas de capital aberto no mercado de capitais brasileiro. Fundação Getúlio Vargas. 2003. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2241/98335.pdf>>. Acesso em 03/06/2019.