

6 FIN Finanças

REMUNERAÇÃO BASEADA EM AÇÕES E VALOR DE EMPRESA: UMA ANALISE EM DIMENSÃO REGIONAL.

Resumo O artigo tem como objetivo compreender como o valor das empresas de capital aberto listadas na B3 pode ser influenciado pela remuneração baseada em ações. Adicionalmente, foi realizado um corte regional, a fim de expandir essa análise em direção à verificação do impacto da localidade da sede das empresas nessa relação. Por meio da técnica de regressão linear multivariada com dados em painel foram analisadas 375 empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3, para o período de 2010 a 2021. O valor da empresa foi mensurado por meio das variáveis dependentes market-to-book e variação do valor de mercado. Para o estudo do impacto regional foram realizadas análises considerando a região na qual está localizada a sede da empresa, bem como se a empresa está situada na capital ou no interior. Os resultados demonstram que, para a amostra composta por todas as empresas brasileiras, a propensão e a intensidade do pagamento em ações são fatores que afetam positivamente o valor da empresa. No que se refere às regiões brasileiras, sugere-se que esta relação pode ser diferente dependendo da região da sede da empresa, todavia, não há diferença se a empresa se localiza na capital ou no interior. Este artigo colabora com a literatura ao apresentar uma análise mais robusta e também regional da compensação aos gestores. Além disso, contribui com a estratégia de políticas de remuneração das companhias.

Palavras Chaves: Remuneração baseada em ações, Valor, Governança Corporativa, Regionalidade

Abstract: The article aims to understand how the value of publicly traded companies listed on B3 can be influenced by share-based compensation. Additionally, a regional cut was carried out in order to expand this analysis towards the verification of the impact of the location of the companies' headquarters in this relationship. Using the multivariate linear regression technique with panel data, 375 publicly traded non-financial companies listed on B3 were analyzed for the period from 2010 to 2021. The company's value was measured using the market-to-book and market-to-book dependent variables. change in market value. For the study of the regional impact, analyzes were carried out considering the region in which the company's headquarters is located, as well as whether the company is located in the capital or in the countryside. The results demonstrate that, for the sample composed of all Brazilian companies, the propensity and intensity of payment in shares are factors that positively affect the value of the company. With regard to Brazilian regions, it is suggested that this relationship may be different depending on the region where the company is headquartered, however, there is no difference if the company is located in the capital or in the countryside. This article collaborates with the literature by presenting a more robust and also regional analysis of compensation to managers. In addition, it contributes to the companies' compensation policy strategy.

Keywords: Share-based compensation, Value, Corporate Governance, Regionality

Introdução

Os escândalos corporativos e as crises financeiras recentes ressaltaram a importância do debate sobre as boas práticas de governança tanto no meio corporativo quanto para o acadêmico (VASCONCELOS; MARTINS, 2020).

Vários estudos têm buscado demonstrar como os profusos mecanismos de governança são capazes de mitigar os problemas gerados pelos conflitos de agência e a assimetria de informação entre todos *stakeholders* da companhia e, conseqüentemente, gerar valor para a empresa (DUARTE; CARDOSO; VICENTE, 2012; AGRAWALL, 2013; BUENO et al., 2018; KREUZBERG; VICENTE, 2019).

Segundo Peixoto et al. (2014) e Moura (2022) os instrumentos de governança corporativa podem ser divididos em cinco dimensões: (1) proteção aos investidores minoritários; (2) composição do conselho de administração; (3) estrutura de propriedade e controle; (4) transparência das informações publicadas; e (5) compensação ao gestor.

No que tange a categoria compensação dos gestores, a importância da governança surge devido a aspectos como a aptidão ao risco em que estão envolvidos, o universo temporal em relação à firma, encaixe tributário, entre outros, os quais levam a divergência de objetivos entre os acionistas e a diretoria (MINHAT; ABDDULAH, 2016; AL-OWNM; MINHAT; GAO, 2018).

Para Jensen e Murphy (1990) o modelo de remuneração dos gestores pode ser uma das formas mais eficientes para alinhar os interesses entre agente e principal. À medida em que o desempenho da firma gera ganhos para os diretores, a condução da estratégia converge para o interesse comum.

Akindayomi (2010), enfatiza que as opções de ações dos executivos é um plano de remuneração de longo prazo, que pode ser usado como um prêmio motivacional para alcançar um melhor desempenho corporativo. Por outro lado, os diretores podem usar esse mecanismo de remuneração para fazer gerenciamento contábil dos resultados a seu favor.

Estudos recentes vêm analisando se a remuneração baseada em ações, em especial, *stock options*, podem gerar um melhor desempenho para as empresas (KAVESC et al., 2015; OLIVEIRA; SILVA JUNIOR, 2018; COLETI; SILVA; NARDI, 2020; SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2021; MUNIZ; GALD; DAMASCENO, 2022). Segundo Aggarwal e Ghosh (2015), o benefício da performance advém do fato de que, ao tornar o gestor também proprietário, a criação de valor se torna um objetivo comum para todos os envolvidos (COLETI; SILVA; NARDI, 2020).

Além disso, fatores como a região na qual a empresa atua podem gerar diferentes estratégias de governança corporativa (LU; XU; LIU, 2009). E considerando as peculiaridades de diferentes regiões brasileiras, caracterizadas principalmente pela concentração de desenvolvimento econômico nas regiões sul e sudeste, espera-se encontrar também aqui diferentes estratégias de governança corporativa, as quais podem gerar diferentes impactos no valor das empresas.

Neste sentido, o intuito principal deste artigo é investigar se a presença de uma remuneração baseada em ações agrega valor de mercado para empresas que utilizam esta estratégia. Ademais, como objetivo específico busca-se avaliar se essa relação é influenciada pela região na qual a empresa atua, considerando as diferentes macrorregiões brasileiras, bem como as empresas localizadas na capital e no interior.

Diferenciando-se de pesquisas anteriores, esse estudo amplia a análise para todas as empresas de capital aberto listadas na B3 em também um período mais amplo. Ademais, uma

abordagem sobre o aspecto regionalidade como um fator que pode influenciar a relação estudada.

Referencial Teórico

No estudo de Kreuzberg e Vicent (2019), os objetivos da Governança Corporativa (GC) são: criar valor para os *stakeholders*; compreender o papel dos agentes; mitigar os custos de agência; garantir o cumprimento do contrato; estimular mudanças institucionais; criar mecanismo de controle da gestão; evitar qualquer comportamento de entrincheiramento interesse próprio; e manter o equilíbrio entre objetivos econômicos e sociais, individuais e coletivos.

No nível corporativo, transparência e rigor de gestão estão se tornando dois valores organizacionais básicos. Torna-se evidente que cada organização e todos os seus parceiros têm real interesse em ter em vigor políticas, procedimentos e práticas equitativas e transparentes de GC. Como representante dos acionistas, os conselhos, auxiliados por seus diversos comitês, têm a responsabilidade de zelar e respeitar as práticas de GC (NARDI, 2008).

Com efeito, exige-se dos gestores o aprimoramento de suas práticas de gestão, enfatizando a ética empresarial e o cumprimento às leis. Ou seja, as organizações estão percebendo que o sucesso de seus negócios anda de mãos dadas com sua capacidade de conquistar o respeito e a confiança de seus acionistas, seus funcionários, suas comunidades e seu mercado (DUARTE; CARDOZO; VICENTE, 2012; BUENO et al., 2018).

Neste sentido, um sistema de governança eficaz é essencial para a sobrevivência da organização. Com isso, diversos estudos no mundo todo têm buscado compreender empiricamente como se dá a relação entre as práticas GC e criação de valor para as empresas (DUARTE; CARDOZO; VICENTE, 2012; BUENO et al., 2018; KREUZBERG; VICENT, 2019; MELCHEBERG, 2020).

No que se refere à remuneração dos gestores, a literatura aponta uma forte ligação estatística entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa. Assim, é preciso examinar as participações de ações restritas e opções de ações, uma vez que trabalhos empíricos recentes demonstraram que a grande maioria da ligação entre a riqueza dos acionistas e a remuneração dos executivos vem de ações e opções de ações (EDMAX; GABAIX; JENTER, 2017).

De acordo com Al-Owmm, Minhat e Gao (2018), diferentemente dos gestores, os acionistas podem diversificar sua exposição ao risco não sistemático de uma companhia, mantendo uma cesta de ativos suficientemente grande em suas carteiras de investimento. Assim, essa suposição da moderna teoria de portfólio considera os acionistas como investidores neutros ao risco.

Desta forma, além de ferramentas eficientes de remuneração projetadas para alinhar os objetivos incomuns entre os agentes, a utilização de opções de ações também pode ser um incentivo à tomada de risco por parte dos gestores (MINHAT; ABDDULAH, 2016; AL-OWNM; MINHAT; GAO, 2018).

Além disso, a remuneração baseada em ações é corroborada de outras formas. Aldatmaz, Ouimet e Van Wesep (2018) demonstram que após a uma grande outorga de opções de ações para empregados, a rotatividade de empregados cai na empresa concedente. Bird (2018) relata que as concessões de opções podem ser usadas, a depender do país/legislação, como forma de benefícios tributários.

Segundo Jensen e Murphy (1990), modelos efetivos de remuneração são aqueles que conseguem incitar os gestores à criação de valor para os acionistas. Para isso, é necessário que o Conselho saiba lidar com todo o espectro de *stakeholders*, buscando um bom equilíbrio de recompensas entre a produção de curto e longo prazo, forma e instrumentos para o tratamento

de medições e indicadores de produção, e a parcela necessária de medições internas em comparação com medições externas de desempenho.

Construção das hipóteses

Vários estudos têm tentado demonstrar a relação entre os mecanismos de governança corporativa e os diversos fatores financeiros (DUARTE; CADOZO; VICENTE, 2012; RIBEIRO; COSTA; FERREIRA, 2014; BUENO et al., 2018; KREUZBERG; VICENTE, 2019), em especial testando sua eficiência frente aos objetivos mais buscados pelos *stakeholders* dentro das companhias, quais sejam o valor da empresa, o desempenho e o retorno (AGGARWAL, 2013; SANT-ANA; BRUZONI JUNIOR, 2019; MACHADO et al., 2020; VASCONCELOS; MARTINS, 2020).

No estudo de Peixoto et al. (2014), dentre as cinco vertentes que estão divididas as práticas de GC, os mecanismos de compensação dos gestores são aqueles que mais se mostram eficazes em relação ao desempenho, valor de mercado e risco, tanto nos anos de crises quanto nos períodos de não crise.

De acordo com Conyon (2014), a remuneração dos executivos apresenta uma relação estatisticamente significativa e positiva com a performance das empresas. Ademais, as opções de ações continuam sendo uma parte importante da remuneração dos executivos. No mesmo sentido, Conyon e He (2011) fizeram uma pesquisa com empresas de capital aberto na China e também constataram que a remuneração dos executivos está positivamente correlacionada com o desempenho da empresa.

Para empresas que negociam suas ações na Bolsa de Valores de Tel-Aviv entre 1995 e 2001, os achados revelam que quando um CEO profissional não proprietário administra a empresa, tal aspecto está positivamente correlacionado com a sensibilidade ao desempenho da remuneração do CEO e incentivos em ações para CEOs profissionais ajudam a promover o valor da empresa (BARAK; COHEN; LAUTERBACH, 2008).

Os achados de Marcon e Godoi (2004) e de Nicoletti, Cord e Nardi (2020) mostram que empresas brasileiras com plano de *stock options* têm melhor desempenho financeiro e maior valor de mercado que suas concorrentes setoriais. Ramalho, Bortolon e Macedo (2017), encontraram indícios consistentes de um efeito positivo no desempenho e na oportunidade de crescimento, corroborando com os autores supracitados.

Alguns ensaios tiveram conclusões ambíguas sobre as análises da remuneração baseada em ações. Se por um lado o valor de mercado das empresas apontou uma correlação positiva, por outro a rentabilidade das firmas se mostrou inversa com esse método de pagamento (GOMEZ-MEJIA; LARRAZA-KINTANA; MAKRI, 2003; KAVESKI et al., 2015).

Bebuck e Fried (2003) consideram que o uso de *stock options* é uma ferramenta ineficaz para melhorar a performance da firma. Ao encontro desses autores, Hasegawa, Kim e Yasuda (2017), constataram que, no geral, os resultados não apoiam a visão, pelo menos no contexto japonês, de que as opções de ações podem funcionar como um incentivo para melhorar o desempenho da empresa.

Tendo em vista os resultados controversos da literatura sobre a relação entre opções de ações executivas e performance corporativa, esta pesquisa sustenta que mais estudos são necessários para melhorar empírica ou analiticamente a compreensão dos pesquisadores ou fornecer informações adicionais sobre as atitudes de risco dos destinatários executivos em relação às concessões de opções de ações.

Neste sentido, este trabalho segue os passos de Perobelli, Lopes e Silveira (2012) e formula as seguintes hipóteses:

H1: Existe uma relação positiva entre a adoção de remuneração baseada em ações e o valor das companhias que negociam suas ações na B3.

H2: Existe uma relação positiva entre a intensidade da remuneração baseada em ações e o valor das companhias que negociam suas ações na B3.

A literatura em administração, gestão e finanças também tem buscado compreender como a regionalidade pode ser um fator incremental e/ou diferencial nos achados científicos. Assim, estudos têm buscado explorar como os aspectos regionais podem contribuir para determinados resultados das pesquisas (GIL; OLIVA; GASPAR, 2008; GIL et al., 2013).

Azevedo et al. (2018), demonstrou que índice de corrupção, indicadores sociais e governança são características distintas em cada uma das regiões brasileiras. Neste aspecto, o cenário que denota a realidade socioeconômica brasileira de cada localidade pode gerar impacto na forma como as organizações são geridas.

Sonza et al. (2019), procuraram entender os determinantes dos endividamentos das empresas brasileiras e relatam que a diferença regional é um dos aspectos que afeta significativamente a composição das dívidas das firmas. Neste mesmo caminho, Iglessias et al. (2021) salientam a importância do contexto regional na relação negativa entre endividamento e alavancagem.

Em um trabalho investigando a relação entre governança e estrutura de capital em empresas que atuam no Triângulo Mineiro e Alto Paranaíba, e no Sul de Goiás, Jesuka (2020) relata que os resultados apresentam a mesma relação entre as variáveis representantes de Governança Corporativa e o endividamento das firmas, e ao comparadas com as de nível nacional e multipaís (América Latina).

As diferenças encontradas em cada macrorregião do Brasil no que tange o aspecto econômico é evidente. Mesmo que algumas políticas públicas tenham amenizado as discrepâncias nos últimos anos, ainda há um desenvolvimento maior no sul e sudeste, o que pode refletir nas práticas de governança corporativa (LU; XU; LIU, 2009).

Neste caminho, para expandir os horizontes desta pesquisa para um corte regional da correlação, formula-se as seguintes hipóteses:

H3: A adoção de remuneração baseada em ações e o valor de mercado das companhias que negociam suas ações na B3 é diferente entre as regiões do Brasil.

H4: A adoção de remuneração baseada em ações e o valor de mercado das companhias que negociam suas ações na B3 é diferente considerando se a sede é na capital ou interiorana.

Procedimentos Metodológicos

Este artigo é caracterizado como uma pesquisa descritiva, tendo em vista que seu intuito é buscar um conhecimento mais a fundo sobre o tema, e tentar melhor elucidar os conceitos que têm sido discutidos na literatura. Também é classificado como quantitativo, pois visa mensurar os efeitos da relação entre variáveis financeiras (BEUREN, 2003). A metodologia usada é a regressão linear múltipla com dados em painel para analisar a relação entre Remuneração Baseada em Ações e Valor da Empresa.

Os dados foram coletados diretamente nos formulários de referências das empresas (Item 13 - Remuneração dos executivos); no formulário cadastral (sede); e no banco de dados Econômica. O período analisado neste estudo corresponde aos exercícios financeiros de 2010 a 2021, dado que vai desde a integração das normas internacionais de contabilidade até o ano mais recente de publicação dos dados.

A amostra é composta por empresas de capital aberto que negociam seus ativos na B3 atualmente. Por motivos de representações contábeis, foram excluídas da pesquisa as empresas do setor financeiro. Ademais, também foram excluídas as empresas que não declaram nos seus

informes os valores das remunerações pagas a seus executivos e as que apresentaram patrimônio líquido negativo.

Para explorar o aspecto regional da pesquisa, considerou-se a localidade em que está a sede da companhia, uma vez que fatores como a região na qual a empresa atua podem gerar diferentes estratégias de governança corporativa (LU; XU; LIU, 2009), bem como pelo fato de que as peculiaridades de diferentes regiões brasileiras, caracterizadas principalmente pela concentração de desenvolvimento econômico nas regiões sul e sudeste, podem gerar diferentes impactos no valor das empresas.

Em seguida, foram adotados dois caminhos metodológicos como parâmetros para apurar as diferenças regionais. O primeiro, seguindo os passos de Sonza et al. (2020), consistiu na subdivisão da amostra em 5 macrorregiões geográficas, com uma pequena adaptação referente à junção das regiões norte e nordeste, e a separação do estado de São Paulo da região sudeste. O segundo, consistiu na segregação das empresas entre as que possuem sede na Capital e as que têm seu centro de custo em uma região do interior.

Tabela 1 – Descrição das variáveis do estudo.

Sigla	Variável	Métrica	Relação Esperada	Base Teórica
MKB	Market-to-Book	Preço de Mercado /Valor Contábil por Ação	Variável dependente	(5)
VVM	Variação do Valor de Mercado	(Valor de mercado do ano corrente - Valor de mercado do ano anterior)/valor de mercado do ano anterior	Variável dependente	(1)
DRBA	Presença De Remuneração Baseada Em Ações	<i>Dummy</i> para Remuneração Baseada em Ações. Atribuindo 1 para quando há e 0 para quando não há	(+ ou -)	(3), (6),(7)
RBAT	Porcentagem RBA Na Remuneração Total	Remuneração Baseada em Ações / Remuneração Total	(+)	(2), (4), (5)
GC	Governança Corporativa	<i>Dummy</i> Para empresas do Novo Mercado	(+)	(3), (4)
TAM	Tamanho	Ln do Ativo Total	(+)	(1), (3)
ROA	Retorno sobre o Ativo total	Lucro líquido / Ativo Total	(+)	(3), (5)
LIQ	Liquidez	Ativo Circulante / Passivo Circulante	(+)	(1), (4)
CC	Concentração de Propriedade	Porcentagem de ações com direito a voto dos 3 maiores acionistas	(-)	(3)
ALV	Alavancagem	Dívida total / Ativo total.	(-)	(8), (9)
SET	Setor	<i>Dummy</i> para cada setor	Economática	

Fonte: elaborado pelos autores.

Notas: (1) Iglesias et al. (2022); (2) Politelo et al. (2014); (3) Oliviera e Silva Júnior (2018); (4) Perobelli, Lopes e Silveira (2012); (5) kaveski et al. (2015); (6) Bird (2018); (7) Hasegawa, Kim e Yasuda (2017); (8) Ramalho, Bortolon e Macedo (2018); (9) Marschner, Dutra e Ceretta (2019).

Para avaliar os efeitos da remuneração baseada em ações, foram utilizadas duas regressões diferentes. A primeira utiliza uma variável *dummy* (DRBA) como explicativa para empresas que adotam este tipo de pagamento ou não e busca averiguar o efeito. Em seguida, foi realizada outra regressão com a *proxie* PBAT, considerando apenas as empresas que utilizam essa ferramenta, para avaliar a intensidade da remuneração (PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; POLITELO et al., 2014;; KAVESKI et al., 2015; HASEGAWA; KIM; YASUDA, 2017) OLIVIERA E SILVA JUNIOR, 2018; BIRD, 2018).

A variável dependente do estudo é o valor de mercado das empresas e será mensurada de duas maneiras. A primeira é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil (KAVESKI et al., 2015). O segundo modo verificará a variação do valor de mercado de um ano para o outro, aferindo sua alteração percentual (IGLESIAS et al., 2021).

Como variáveis de controle dessa relação pesquisada, optou-se por usar o tamanho da firma, nível de governança corporativa, rentabilidade, liquidez, alavancagem, concentração de propriedade, setor de mercado e ano (POLITELO et al., 2014; OLIVIERA; SILVA JÚNIOR, 2018; PEROBELLI; LOPES; SILVEIRA, 2012; KAVESKI et al., 2015; HASEGAWA; KIM; YASUDA, 2017). Desta forma, utilizou-se os seguintes modelos:

$$(1) MKB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DRBA_{i,t} + \beta_2 CONTRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t};$$

$$(2) MKB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RBAT_{i,t} + \beta_2 CONTRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(3) VVM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DRBA_{i,t} + \beta_2 CONTRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(4) VVM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RBAT_{i,t} + \beta_2 CONTRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Análise dos Resultados

O primeiro passo para averiguar as hipóteses da pesquisa foi a análise descritiva dos dados coletados. A tabela 2 sintetiza de forma detalhada como se comportam as variáveis escolhidas, no qual, os números discriminam a quantidade de observações, média, mínimo e máximo.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

		MKB	VVM	DRBA	RBAT	GC	TAM	ROA	LIQ	CC	ALV
Brasil	Obs	2642	2706	3020	3018	4380	3654	3649	3642	3247	3636
	Méd	2,49	0,19	0,35	0,088	0,53	14,26	24,09	14,3	69,04	13,04
	Min	0,01	30,6	0	0	0	-0,4	0	0	0,13	0,01
	Max	177,3	-1	1	1	1	20,7	11770	5512	100	10011
São Paulo	Obs	1295	1356	1485	1483	2184	1747	1742	1745	1538	1733
	Méd	2,85	0,19	0,42	0,1	0,64	14,42	23,18	5,93	65,56	10,36
	Min	0,01	-1	0	0	0	0,69	0	0,01	0,13	0,01
	Max	132,7	26,03	1	1	1	19,71	6400	2474	100	2145
Sudeste	Obs	641	641	754	753	1104	966	966	958	866	966
	Méd	2,12	0,14	0,37	0,09	0,46	13,9	40,1	42,5	67,4	21,6
	Min	0,01	-1	0	0	0	-0,4	0,01	0	6,89	0,01
	Max	177	7,06	1	0,95	1	20,71	11770	5512	100	10011
Sul	Obs	422	367	486	489	636	559	559	559	518	557
	Méd	2,11	0,18	0,17	0,03	0,33	14	8,38	1,54	75	8,05
	Min	0,01	-1	0	0	0	10,3	0,01	0,01	7,04	0,01
	Max	71,93	5,73	1	0,55	1	17,89	114	7,49	100	1200

Norte/Nordeste	Obs	210	257	217	215	336	285	285	283	243	283
	Méd	2,19	0,3	0,19	0,05	0,5	14,72	10,25	2,88	75,94	4,81
	Min	0,01	-1	0	0	0	9,38	0,01	0,01	25,1	0,01
	Max	25,57	30,63	1	1	1	18,59	106,4	33,39	100	80,1
Centro-Oeste	Obs	42	61	66	66	96	79	79	79	68	79
	Méd	2,87	0,07	0,15	0,02	0,25	15,4	11,91	1,98	92,08	33,47
	Min	0,03	-1	0	0	0	11	0,08	0,1	68,6	0,05
	Max	77	0,77	1	0,49	1	19,05	173	9,58	99,93	2267
Capital	Obs	1782	1878	2072	2067	2988	2538	2533	2528	2287	2524
	Méd	2,36	0,19	0,39	0,1	0,55	14,43	29,9	19,64	67,14	15,35
	Min	0,002	-1	0	0	0	-0,4	0	0	0,13	0,003
	Max	177	1	1	1	1	20,71	11770	5512	100	10011
Interior	Obs	828	804	936	939	1368	1098	1098	1096	946	1094
	Méd	2,81	0,18	0,23	0,05	0,49	13,86	10,9	2,12	73,2	7,9
	Min	0,01	-1	0	0	0	6,07	0,01	0,01	11,2	0,01
	Max	78	26	1	0,85	1	18,42	357	113	100	1200

Fonte: elaborado pelos autores.

A Variação do Valor de Mercado (VVM), teve um crescimento de cerca de 19% durante o período em questão. Excetuando a região do Centro Oeste, que cresceu um patamar abaixo das demais (7%), todas as outras sub amostras apresentaram uma evolução no valor de mercado em níveis semelhantes.

Os dados descritivos referentes à *dummy* de Remuneração Baseada em Ações (DRBA) trazem achados interessantes. Primeiramente, verifica-se que 35% das empresas nacionais utilizam esse mecanismo de remuneração. Além disso, as empresas com sede no estado de São Paulo e nos outros estados da região sudeste apresentam números maiores que a média nacional, enquanto as demais regiões ficam abaixo. Ademais, essa diferença também está presente na distinção entre empresas da capital e do interior.

Em relação à porcentagem de pagamentos realizados em ações no pagamento total (RBAT), as disparidades regionais também são as mesmas observadas anteriormente. Ressalta-se, que foram encontrados valores máximos iguais a 1, ou seja, a amostra possui empresas em que a remuneração total é paga em forma de ações.

Outro fator relevante na estatística descritiva são os dados de GC. Um pouco mais da metade das empresas aderem ao Novo Mercado (53%), no qual a maioria pertence à região de São Paulo. As regiões Sul (33%) e Centro Oeste (25%) são os destaques negativos no nível de governança corporativa.

Os dados confirmam a tese de que as empresas brasileiras de capital aberto possuem alta concentração de controle, nas quais os três maiores acionistas (CC) detêm em média quase 70% das ações com direito a voto. Ademais, as firmas localizadas nas regiões sul, norte/nordeste e centro-oeste e também as do interior estão mais concentradas que a média nacional.

Nossa amostra geral, relata que a Alavancagem Financeira (ALV) das companhias são em médias de 13 vezes, no qual as macrorregiões, diante de suas peculiaridades, apresentam uma alavancagem divergente. Foram observados altos patamares nas regiões sudeste (21x) e no centro-oeste (33x), e níveis mais baixos nas regiões norte/nordeste (4x). Além disso, a estatística descritiva relata que empresas da capital, em média, se alavancam duas vezes mais que as do interior.

Por fim, as diferenças regionais referentes a liquidez (LIQ) tem destaque pelo alto percentual na região sudeste (42%) em relação às outras regiões e também pela diferença entre empresas interioranas e as firmas localizadas nas capitais.

A tabela 3 traz as estatísticas descritivas sobre governança e remuneração baseada em ações, considerando apenas as empresas que utilizam essa ferramenta. Esses dados demonstram que, neste aspecto, as porcentagens de ações representam em média entre a 20 a 30 por cento da remuneração total. E que não há diferença entre as regiões analisadas.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas considerando apenas empresas que usam RBA.

Região	RBAT			GOV	
	Obs	Med	Max	Med	Max
Brasil	1062	0,24	1	0,77	1
SP	634	0,24	1	0,80	1
Sudeste	281	0,26	0,95	0,76	1
Sul	83	0,20	0,55	0,73	1
Centro Oeste	10	0,19	0,49	0	0
Norte/Nordeste	42	0,28	0,65	0,80	1
Capital	827	0,25	1	0,78	1
Interior	223	0,24	0,85	0,77	1

Fonte: elaborado pelos autores.

No que tange a governança, as empresas que usam ações como pagamento são em sua maioria pertencentes (média de 77%) ao nível de governança do novo mercado da B3. Com exceção da região centro-oeste que não tem nenhuma empresa nesta classificação, as outras regiões têm resultados semelhantes.

Em seguida, testou-se a colinearidade das variáveis em questão por meio de matriz de correlação, inferindo-se que em uma análise individual, não foi encontrado nenhum problema neste aspecto. Buscando confirmar o resultado, foi feito o teste de multicolinearidade, e de acordo com a regra de ouro VIF individual ou médio menor de 10 (O'BRIAN, 2007), conforme demonstrado na tabela 3, não houve problemas neste aspecto em nenhum dos modelos do estudo.

Os pressupostos de Heterocedasticidade (teste de Wooldridge) e de Autocorrelação (teste de Wald) também foram testados, e na maioria dos modelos eles não foram violados. Para as regressões que apresentaram problemas de Heterocedasticidade foi aplicado a correção de erro padrão robusto de White. Já em relação à violação de Autocorrelação utilizou-se estimação de Cochrane-Orcutt para corrigi-las.

No que tange o melhor modelo de regressão linear múltipla (efeitos fixos, aleatórios ou *polled*), dado a possibilidade da heterogeneidade não observável, foram feitos os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hawsman.

A tabela 4 demonstra os resultados de regressões com dados em painel para a variável dependente Valor da Empresa (MKB), buscando estimar a relação entre esta variável e a remuneração com base em ações para empresas brasileiras que operam na B3, e outras sete sub amostras considerando um corte regional.

Tabela 4 – Resultados Market-to-Book x Presença De Remuneração Baseada Em Ações

	Brasil	SP	Sudeste	Sul	CO	N/N	Capital	Interior
Modelo	Aleatórios	Aleatórios	Fixos	Aleatórios	Fixos	Aleatórios	Aleatórios	Aleatórios
DRBA	0,3592***	0,5849**	0,18005	0,2762	0,0962	-1,002***	0,2685**	0,7613**
GC	0,8634***	0,8805**	Omitted	1,5422***	omitted	1,979***	0,6467**	1,3318**
TAM	-0,7837	-0,1378	-0,1961	0,0599	0,7352***	0,3159	-0,1252	-0,0087
ROA	0,0021	0,0035	-0,0022	0,0032	-0,0117**	0,0391	-0,002	0,2196
LIQ	0,0095	0,0066	-0,008***	0,1247	-0,4916***	0,0569	-0,0114	0,0752
CC	-0,0006	0,0012	-0,006	-0,0047	0,1826***	0,0117	0,00107	-0,0035
ALV	0,6277***	0,0768***	0,0214	0,0523***	-0,0002	0,2229***	0,513***	0,0948***
Wooldridge	39,88***	10,89***	13,44***	2,298	0,609	12,71**	52,71***	0,375
Wald	1,1e35***	3,9E34***	3,3e32***	1,4e33***	42,59***	6,1e32***	1,1e34***	4,8e32***
R ² within	0,1529	0,1818	0,1587	0,1422	0,8381	0,5786	0,1624	0,1606
R ² between	0,1614	0,1097	0,0658	0,4003	0,0021	0,2864	0,1076	0,3064
R ² overall	0,1173	0,1128	0,0910	0,3360	0,8138	0,4898	0,0767	0,2188
VIF	1,29	1,28	1,25	1,54	4,64	1,69	1,26	1,43
OBS	2202	1104	534	354	36	164	1509	683

Fonte: elaborado pelos autores.

Notas: os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%.

Os resultados obtidos corroboram com os achados de Oliveira e Silva Junior (2018) e Bird (2018) e vão na contramão do que foi observado por Hasegawa, Kim e Yasuda (2017), no sentido de que empresas que utilizam a Remuneração Baseadas em Ações (DRBA) apresentam maior valorização de mercado. Desta forma, confirma-se a hipótese 1 desta pesquisa, em que a utilização deste instrumento é considerada eficaz para alinhar o interesse entre os agentes da firma.

Além disso, foi observado para a amostra nacional, correlação positiva e significativa com os níveis diferenciados de Governança Corporativa (GC) e com a Alavancagem Financeira (ALV). Esses achados vão ao encontro dos estudos de Nascimento et al. (2020) e de encontro aos estudos de Marschner, Dutra e Ceretta (2019), ou seja, outras características que contribuem para a valorização da firma.

Na averiguação regional dessa relação, os efeitos positivos de utilizar ações no salário da diretoria executiva, somente foram estatisticamente significantes para a região de São Paulo. Para as regiões sul e sudeste não houve relação significativa entre as variáveis. Por outro lado, a região norte/nordeste apresentou uma relação negativa, contrariando a expectativa.

Tais resultados podem ser explicados pelo efeito da regionalidade nessa relação, no sentido de que a proximidade geográfica do mercado de capitais, a perspectiva cultural da localidade onde vive o gestor e até com o aprimoramento da governança em cada região, gere mais valor às empresas dessas regiões. Neste sentido, aceita-se a hipótese 3 de que o efeito da regionalidade afeta a relação.

Vale salientar que a Alavancagem (ALV) demonstrou uma relação direta e significativa com o Valor de Mercado (MKB) para todas as sub amostras do estudo. Com efeito, corrobora-se assim com os estudos de Sonza et al. (2020) e Iglesias et al. (2021).

No que tange às sub amostras de capital e interior, ambas mostram relação positiva e significativa entre Market-to-book (MKB) e Remuneração Baseada em Ações (DRBA). Além

disso, as outras variáveis do estudo observaram o mesmo comportamento entre as duas e com a amostra total. Assim, rejeita-se H4, não havendo diferença entre empresas interioranas e capitais.

A tabela 5 testou a hipótese 2 de que quanto maior for a valorização da empresa perante o mercado, maior será a remuneração baseada em ações dos diretores. Nossos achados vão ao encontro dos estudos de Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003), Marcon e Godoi (2004), Perobelli, Lopes e Silveira (2012), e Kaveski et al. (2015), apresentando uma relação direta entre as duas variáveis.

Tabela 5 – Resultados Market-to-Book x Porcentagem RBA Na Remuneração Total

	Brasil	SP	Sudeste	Sul	N/N	Capital	Interior
Modelo	Aleatórios	Aleatórios	Fixos	Aleatórios	Aleatórios	Aleatórios	Aleatórios
RBAT	0,9176**	0,7186	1,1165*	1,0791	0,0253	0,7399*	1,2937
GC	0,7621	-0,3698	-0,422	omitted	Omitted	0,0502	0,6072
TAM	-0,1979	-0,3115	-0,3413	0,9861**	0,4341**	-0,1442	-0,2257
ROA	0,0102	-0,021	-0,0102	0,1993*	-0,1433	0,0001	0,1614
LIQ	0,0148	-0,3835	0,0039	-0,3596	-0,009	0,0476	-0,3872**
CC	-0,0048	-0,0062	-0,0088	-0,0132	0,0029*	0,0007	-0,0203*
ALV	0,0556***	0,0737***	0,0226	-0,0608	-0,0002	0,572**	0,0659**
Wooldridge	39,85***	12,18***	13,33***	2,29	0,528	52,61***	0,796
Wald	4,3e35***	1,4e34***	2,0e36	93,19***	8,7e30***	5,8e34***	1,4e34***
R ² within	0,1592	0,1801	0,2799	0,5929	0,5234	0,1728	0,3008
R ² between	0,0568	0,0594	0,0141	0,0537	0,0902	0,0485	0,0848
R ² overall	0,0721	0,0690	0,01324	0,4036	0,2399	0,0518	0,2752
VIF	1,16	1,22	1,14	1,87	2,46	1,16	1,22
OBS	861	511	232	73	35	659	192

Fonte: elaborado pelos autores.

Notas: os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%.**** conforme os dados, foram encontrados alguns problemas estatísticos como um número de observação baixo, VIF médio alto, e problemas de auto correlação. O que compromete um pouco a análise desta região.

Por outro lado, essa relação só se confirmou na região Sudeste e para empresas com a sede em capitais. Todavia, como a há um encurtamento da amostra e já existe uma prévia seleção de empresas, nada pode ser inferido para uma diferenciação entre as localidades.

As tabelas 6 e 7 demonstram os resultados das regressões para a variável dependente Variação do Valor de Mercado (VVM) buscando estimar a relação entre esta variável e a remuneração com base em ações para empresas brasileiras que operam na B3, e outras sete sub amostras considerando um corte regional.

Tabela 6 – Resultados Variação do Valor de Mercado x Presença De Remuneração Baseada Em Ações

	Brasil	SP	Sudeste	Sul	N/N	Capital	Interior
--	---------------	-----------	----------------	------------	------------	----------------	-----------------

Regressão	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>
DRBA	0,0687**	0,1191***	0,0233	-0,0633	0,0818	0,0357	0,1188
GC	-0,0845**	-0,1711***	0,0287	-0,0037	-0,2786*	-0,0410	-0,2000***
TAM	0,0027	0,0089	-0,0017	0,0036	0,0777	0,0017	0,01325
ROA	0,0004	-0,0005	0,0012	-0,0094	0,0116	-0,0004	0,0045
LIQ	-0,0013	-0,0021	--0,0008	-0,0567	0,0178	-0,0019	-0,0043
CC	-0,0009	-0,0012	0,0009	-0,0023	-0,0076**	-0,0007	-0,0019
ALV	0,0009	0,0029	0,0049	-0,0036	-0,0009	0,0014	0,0001
Wooldridge	0,102	0,030	1,922	0,870	2,055	0,011	0,139
Wald	8,2e34***	1,8e34***	9,7e33***	8,9e35***	1,4e35***	2,2e34***	6,0e35***
R ² ajst	0,1566	0,1811	0,1941	0,2063	0,1854	0,1867	0,1331
VIF	1,28	1,24	1,41	1,60	1,69	1,27	1,41
OBS	1709	819	420	282	137	1208	491

Fonte: elaborado pelos autores.

Notas: os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. **** conforme os dados, foram encontrados alguns problemas estatísticos como um número de observação baixo, VIF médio alto, e problemas de auto correlação. O que compromete um pouco a análise desta região.

Tabela 7 – Resultados Variação do Valor de Mercado x Porcentagem RBA Na Remuneração Total

	Brasil	SP	Sudeste	Sul	Capital	Interior
Regressão	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>	<i>Polled</i>
RBAT	-0,0022	-0,1046	0,1305	-0,6574	-0,0367	-0,1407
GC	-0,0790	-0,3137***	0,199**	0,1735	-0,0740	-0,2131
TAM	-0,0142	-0,0148	-0,0146	-0,0361	-0,233	0,0369
ROA	-0,0003	0,0009	0,0043	0,0330	-0,0018	0,0133
LIQ	0,0021	0,0192	0,0091	-0,0397	0,0085	-0,0194
CC	0,0003	-0,0012	0,0021	-0,0024	0,0005	-0,0033
ALV	0,0011	0,0066	-0,0059	-0,0496***	-0,0043	0,0063
Wooldridge	0,123	0,000	1,62	0,866	0,000	0,187
Wald	2,4e34***	5,0e34***	8,6e33***	8,95e35**	6,5e34	2,1e34***
R ² ajst	0,1720	0,1703	0,3181	0,4018	0,2395	0,1795
VIF	1,15	1,19	1,28	1,57	1,14	1,36
OBS	653	382	165	66	523	120

Fonte: elaborado pelos autores.

Notas: os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%. **** conforme os dados, foram encontrados alguns problemas estatísticos como um número de observação baixo, VIF médio alto, e problemas de auto correlação. O que compromete um pouco a análise desta região.

Em linha como os trabalhos de Oliveira e Silva Junior (2018) e Bird (2018) e na contramão do que foi observado por Hasegawa, Kim e Yasuda (2017), os dados demonstraram que a utilização de ações para a remuneração dos executivos é eficaz para mitigar os conflitos de agência entre acionistas e gestores, aceitando H1 e gerando valor para as empresas.

No aspecto regional, essa relação somente se confere para as empresas com sede em São Paulo. Assim, nota-se mais uma vez que a localidade da companhia pode ser um fator explicativo para essa correlação. Todavia, não houve diferenças entre empresas da capital e do interior.

Entretanto, no aspecto sobre a intensidade do pagamento de ações em relação ao pagamento total, não foi possível inferir uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis.

Considerações Finais

O artigo buscou compreender como o valor das empresas de capital aberto listadas na B3 pode ser influenciado pelo modo de remuneração dos diretores, em especial a remuneração baseada em ações, tanto pela utilização desse mecanismo, quanto pela intensidade sobre o salário total dos gestores. Além disso, essa relação foi expandida para corte regional sobre a localidade da sede destas.

Quadro 1 – Síntese das regressões

	DRBA x MKB	RBAT x MKB	DRBA x VVM	RBAT x VVM
Brasil	Positiva	Positiva	Positiva	Não significativa
SP	Positiva	Não significativa	Positiva	Não significativa
Sudeste	Não significativa	Positiva	Não significativa	Não significativa
Sul	Não significativa	Não significativa	Não significativa	Não significativa
CO	Não significativa	Não significativa	Não significativa	Obs. Insuficiente
N/N	Negativa	Obs. Insuficiente	Não significativa	Obs. Insuficiente
Capital	Positiva	Positiva	Não significativa	Não significativa
Interior	Positiva	Não significativa	Não significativa	Não significativa

Fonte: elaborado pelos autores.

O quadro 1 detalha e resume os principais resultados apontados pelas regressões que foram utilizadas nesse estudo. É possível perceber que houve uma relação positiva e significativa entre a presença de remuneração baseada em ações e a valorização de mercado das empresas de capital aberto. Neste sentido, aceita-se a primeira hipótese da pesquisa.

A hipótese 2 também pode ser suportada no que tange a valorização da empresa perante o mercado. Assim, de acordo com os achados da pesquisa, infere-se que quanto maior a remuneração em ações maior é o market-to-book.

Em relação à hipótese 3 sugerida pela pesquisa, como houve diferentes resultados para as diferentes subamostras e as diferentes regressões entre as proxies, pode-se concluir que localidade da empresa é um aspecto que influi na relação entre a remuneração baseada em ações e o valor da empresa.

Os achados referentes à divisão de empresas localizadas em capitais e nas cidades do interior foram praticamente os mesmos para quase todos os modelos. Desta forma, a hipótese 4 foi rejeitada.

A maior limitação deste estudo consiste no tamanho da amostra, principalmente, na medida em que se divide em regiões (existe uma concentração de empresas de capital aberto no estado de São Paulo) e também no aspecto de avaliar a intensidade usando apenas empresas com tal prática nas averiguações estatísticas. Neste sentido, para pesquisas futuras, sugere-se aplicar outras formas de compensação aos gestores além de uma ampliação da amostra.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, Priyanka. Impact of corporate governance on corporate financial performance. *IOSR Journal of Business and Management*, v. 13, n. 3, p. 01-05, 2013.

AKINDAYOMI, Akinloye. Executive stock options and firm valuation: a literature review and research framework. *International Journal of Business Excellence*, v. 3, n. 4, p. 470-493, 2010.

AL-OWN, Bassam; MINHAT, Marizah; GAO, Simon. Stock options and credit default swaps in risk management. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, v. 53, p. 200-214, 2018.

ALDATMAZ, Serdar; OUMET, Paige; VAN WESEP, Edward D. The option to quit: The effect of employee stock options on turnover. *Journal of Financial Economics*, v. 127, n. 1, p. 136-151, 2018.

ARMSTRONG, Christopher; NICOLETTI, Allison; ZHOU, Frank S. Executive stock options and systemic risk. *Journal of Financial Economics*, 2021.

AZEVEDO, Elis Bianca et al. Corrupção, governança e desenvolvimento: uma análise seccional de dados para o Brasil. *GCG: Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, v. 12, n. 1, p. 48-62, 2018.

BARAK, Ronen; COHEN, Shmuel; LAUTERBACH, Beni. The effect of CEO pay on firm valuation in closely held firms. In: *International Corporate Governance*. Emerald Group Publishing Limited, 2011.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M. **Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation**. Harvard University Press, 2004.

BIRD, Andrew. Taxation and executive compensation: Evidence from stock options. *Journal of Financial Economics*, v. 127, n. 2, p. 285-302, 2018.

BUENO, Giovana et al. Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 21, n. 1, p. 120-141, 2018.

CANIL, Jean; KARPAVIČIUS, Sigitas. Are employee stock option proceeds a source of finance for investment? *Journal of Corporate Finance*, v. 50, p. 468-483, 2018.

CATUOGNO, Simona et al. Exploring the relation between family ownership and incentive stock options: The contingency of family leadership, board monitoring and financial crisis. *Journal of Family Business Strategy*, v. 9, n. 1, p. 59-72, 2018.

COLETTI, Rosiane Nunes Silva; DA SILVA, Ricardo Luiz Menezes; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. As stock options influenciam a informação contábil e o valor das empresas brasileiras de capital aberto? **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 15, n. 2, p. 20-39, 2020.

CONYON, Martin J. Executive compensation and board governance in US firms. **The Economic Journal**, v. 124, n. 574, p. F60-F89, 2014.

CHEN, Shenglan et al. Controlling shareholders' incentives and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from the split share structure reform in China. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 34, p. 147-160, 2015.

DE OLIVEIRA, Isaac Gezer Silva; DA SILVA JUNIOR, Annor. Determinantes econômicos do uso de stock options em companhias brasileiras de capital aberto. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 1, p. 55-70, 2018.

DO NASCIMENTO, João Carlos Hipólito Bernades et al. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 166-185, 2018.

DUARTE, Elizângela; CARDOZO, Maria Aparecida; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Governança: uma investigação da produção científica brasileira no período de 2000 a 2009. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 15, n. 1, 2012.

EDMANS, Alex; GABAIX, Xavier. Is CEO pay really inefficient? A survey of new optimal contracting theories. **European Financial Management**, v. 15, n. 3, p. 486-496, 2009.

GOMEZ-MEJIA, Luis R.; LARRAZA-KINTANA, Martin; MAKRI, Marianna. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. **Academy of management journal**, v. 46, n. 2, p. 226-237, 2003.

HART, Oliver. Corporate governance: Some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995. <https://doi.org/10.2307/2235027>

IGLESIAS, Thayla Machado Guimarães et al. O financiamento das empresas brasileiras à luz das teorias pecking order e market timing: evidências da regionalidade. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 080-094/095-108, 2021.

IGLESIAS, Thayla Machado Guimarães et al. Reflexos da Governança Corporativa sobre a Pay-Performance Sensitivity: Uma Nova Perspectiva. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 23, 2021.

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

JESUKA, Duterval. **Governança corporativa, estrutura de capital, rating soberano e desempenho da firma: uma análise em níveis múltiplos, nacional e regional**. 2020. 125 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2020.

KAVESKI, Itzhak David Simão Simão et al. Fatores determinantes da remuneração baseada em ações de empresas brasileiras. **Revista de Administração Unimep**, v. 13, n. 2, p. 100-116, 2015.

KREUZBERG, Fernanda; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Para onde estamos caminhando? Uma análise das pesquisas em governança corporativa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, p. 43-66, 2019.

LOVETT, Steve; RASHEED, Abdul A.; HOU, Wanrong. Stock options, restricted stock, salary, or bonus? Managing CEO compensation to maximize organizational performance. **Business Horizons**, v. 65, n. 2, p. 115-123, 2022.

LU, J.; XU, B.; LIU, X. The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. **Management International Review**, v. 49, n. 4, p. 455- 478, 2009.

MARCON, Rosilene; GODOI, Chistiane Kleinubing. Desempenho financeiro das empresas e remuneração por stock options: um estudo multisetorial. **Revista de Administração FACES Journal**, 2004.

MACHADO, Luiz Kennedy Cruz et al. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 39, n. 2, p. 27-41, 2020.

MICHELBERGER, Knut. Corporate Governance Effects on Firm Performance: A Literature Review. **Regional Formation & Development Studies**, n. 20, 2016.

MINHAT, Marizah; ABDULLAH, Mazni. Bankers' stock options, risk-taking and the financial crisis. **Journal of Financial Stability**, v. 22, p. 121-128, 2016.

MARSCHNER, Paulo Fernando; DUTRA, Vanessa Rabelo; CERETTA, Paulo Sergio. Alavancagem financeira e rentabilidade nas empresas brasileiras listadas na B3. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 2, p. 44-58, 2019.

MUNIZ, Janaina; GALDI, Fernando; STORCH DAMASCENO, Felipe. Stock options: do they influence dividend payments?. **RAUSP Management Journal**, v. 57, p. 22-34, 2022.

NIYAMA, Jorge Katsumi et al. Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação de Operações de Remunerações em Opções de Ações de Companhias Abertas Listadas nos Segmentos Especiais de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 49-72, 2012.

PEIXOTO, Fernanda Maciel et al. Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 39, p. 119-133, 2014.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; DE SOUZA LOPES, Bruno; DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Planos de opções de compra de ações e o valor das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 1, p. 105-147, 2012.

RAMALHO, Renata Tamirez; BORTOLON, Patricia Maria; DA SILVA MACEDO, Marcelo Alvaro. Planos de Opções de Compra de Ações, Oportunidades de Crescimento e Desempenho: Evidências na BM&Fbovespa. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 20, n. 3, p. 483-506, 2017.

RIBEIRO, Henrique César Melo et al. Produção científica sobre os temas governança corporativa e stakeholders em periódicos internacionais. **Contabilidade, gestão e governança**, v. 17, n. 1, p. 95-114, 2014.

SONZA, Igor Bernardi et al. Mapeamento Financeiro das Regiões Brasileiras: Determinantes do Endividamento das Empresas de Capital Aberto. **Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional**, v. 16, n. 3, 2020.

SOUSA, Victor Hugo Teodoro Ferreira; PENEDO, Antonio Sergio Torres; PEREIRA, Vinicius Silva. Mechanisms of Compensation and Performance of Companies. An Empirical Analysis of Companies Listed in B3. **InterSciencePlace**, v. 16, n. 2, 2021.

SOUZA SANT'ANNA, Victor; CARLOS BRUNOZI JÚNIOR, Antônio. Governança Corporativa, TMT e Book-Tax Differences (BTD) Anormais em Empresas de Capital Aberto Listadas no Brasil. **Advances in Scientific & Applied Accounting**, v. 12, n. 2, 2019.

VASCONCELOS, LUCAS NC; MARTINS, ORLEANS S. Governança via negociação de ações no brasil: evidências com investidores institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 21, 2020.