

Teoria da Agência e Remuneração de Executivos: influência do uso de *stock options* no desempenho das empresas brasileiras

RESUMO

Na perspectiva da Teoria da Agência a separação entre propriedade e controle gera conflitos. De forma a permitir a convergência de interesses entre os proprietários do capital e os gestores das organizações, a concessão de *stock options* para os administradores das empresas tem sido um mecanismo constantemente utilizado. Nesse sentido, os benefícios que os acionistas concedem aos executivos tendem a motivá-los a melhorar o desempenho da empresa. Assim, o presente trabalho teve como objetivo geral verificar a existência de desempenho superior em empresas que concedem opções de ações como forma de remuneração quando comparado com outras companhias que não utilizam esse mecanismo de incentivo. Para atender os objetivos realizou-se uma pesquisa descritiva com utilização da estratégia de levantamento referente ao resultado econômico das companhias brasileiras de capital aberto. A amostra foi composta por 265, 252 e 263 empresas nos anos de 2007, 2008 e 2009, respectivamente, e foi subdividida em empresas que possuíam e não possuíam *stock options*, comparando os resultados por meio de teste de diferença de médias. Observou-se que, de modo geral, não havia diferença estatisticamente significativa entre os indicadores de desempenho das empresas que concediam e não concediam opções de ações. Conclui-se que a utilização de planos de opções de ações não leva as empresas a apresentarem melhor desempenho que suas correntes que não fazem uso desse tipo de remuneração.

Palavras-chave: *Stock options*. Remuneração de executivos. Teoria da Agência.

1. INTRODUÇÃO:

A organização moderna é caracterizada por estar inserida em um ambiente competitivo, com alta tecnologia, o que o torna dinâmico e eventualmente instável (KRAUTER; 2009). Adicionalmente, a escala alcançada pela economia fez surgir empresas de tamanhos continental e transcontinental que trouxeram consigo o distanciamento entre o dono do capital e da gestão.

Empresas que são administradas por executivos que não são os proprietários do capital sofrem a repercussão do que é tratado na literatura como teoria da agente. A referida teoria considera que entre os acionistas e os administradores existe um conflito de interesses, a partir do qual cada um busca a maximização da própria riqueza.

Assim, a teoria reconhece que a separação entre propriedade e controle gerencial cria um problema, pois o interesse dos gestores em receber mais e trabalhar menos acaba divergindo do desejo dos acionistas que é a maximização do valor dos seus investimentos (KYRICOU; MASE, 2006; O'REILLY III; MAIN, 2010).

O estabelecimento de uma remuneração variável atrelada ao desempenho da empresa consiste numa tentativa dos proprietários em sincronizar interesses. Em muitos casos, uma das formas utilizadas pelos acionistas das companhias para alcançar esse objetivo é conceder opções de ações (*stock options*) aos executivos.

Nesse sentido, o objetivo ao conceder ao empregado participação na empresa é gerar o sentimento de propriedade e, por conseguinte, despertar o interesse pelo desempenho econômico e financeiro da empresa em que ele trabalha, ou seja, condicionar o

comportamento do empregado (BARBOSA *et al.*, 2007; GODOI *et al.*, 2008; O'REILLY III; MAIN, 2010).

Apesar de controvérsias sobre motivação de executivos por meio de ganhos financeiros (GODOI *et al.*, 2008), a utilização de *stock options* é recorrente em todo mundo desde a década 1950, quando surgiu nos Estados Unidos. No Brasil, essa forma de remuneração tem ganhado espaço nos últimos anos, sendo usado por mais de 30% das empresas de capital aberto (TOLEDO FILHO *et al.*, 2009).

Neste contexto, o objetivo deste estudo é verificar se há desempenho superior em empresas que concedem opções de ações como forma de remuneração quando comparado com outras companhias que não utilizam esse mecanismo de incentivo. Em específico busca-se verificar esse relacionamento setorialmente.

As constantes divergências nos resultados de trabalhos empíricos no contexto da remuneração por meio de opções de ações reforçam a necessidade de continuidade e aprofundamento de pesquisas sobre o tema (KRAUTER, 2009). Adicionalmente, a crescente adesão de empresas brasileiras por incentivos remuneratórios atrelados a ações justificam estudos na busca de evidências empíricas sobre possíveis ganhos decorrentes de tal utilização.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência

Conforme Jensen e Meckling (1976), as relações de agência surgem quando uma pessoa contrata outra para executar em seu nome um serviço. Para tanto, haverá necessidade de delegar autoridade. Se a pessoa contratada, chamada de agente, agir de forma a maximizar os resultados do serviço, acredita-se que ele estará agindo em harmonia com os interesses de quem o contratou, chamado de principal.

Todavia, se o executivo contratado agir em busca do interesse próprio, haverá um desacordo entre ele e o principal, por possuírem interesses divergentes, configurando-se, assim, o denominado conflito de agência (MEHRAN, 1995; YERMACK, 1995, 1997; LOPES, 2004; O'REILLY III; MAIN, 2010). Hendriksen e Breda (1999) explicam que a situação de conflito de agência aparece no momento em que o agente, apesar de se comprometer com o atendimento ao que é importante para o principal, atividade pela qual será remunerado, não observa na prática o comportamento esperado pelo contratante.

Lopes e Martins (2007) generalizam tal entendimento, considerando que os interesses dos acionistas de uma empresa são forçosamente divergentes dos administradores. Espera-se que os agentes não tenham a mesma eficiência ao administrar os recursos que são colocados à sua disposição, quando comparados aos donos do capital (OLIVEIRA *et al.*, 2008).

Como consequência imediata do conflito, verifica-se que o principal não disporá de informações com a mesma facilidade que o agente, ocasionando a assimetria da informação (LOPES, 2004). Segatto-Mendes (2001), neste sentido, considera que a relação de agência traz consigo esse problema. As informações destinadas ao principal são originadas pelo agente, o que lhe permite controlar o tipo e profundidade do que é relatado ou demonstrado (HALL; MURPHY, 2000).

Dessa forma, a consequência do interesse adverso entre principal e agente é que o primeiro deverá monitorar o comportamento do outro, bem como incentivá-lo. Além disso, terá redução de bem-estar devido a essa divergência de interesse. As somas de tais aspectos,

ou seja, os gastos em que o principal incorrerá são tratados como custos de agência (EISENHARDT, 1989).

Assim, de forma a minimizar os efeitos causados pela dissociação de interesses entre agente e principal, os acionistas passaram a conceder aos executivos pacotes de remuneração (fixa e variável), de forma que eles tenham o desempenho desejado (DITTMANN; MAUG, 2007).

2.2 Perspectiva social para a teoria da agência

A perspectiva teórica dominante na maioria dos estudos sobre a remuneração de executivos é a teoria da agência (DITTMANN; MAUG, 2007). Alguns autores consideram a remuneração o meio mais eficaz para sincronizar os interesses entre agente e principal, considerando que os benefícios que os acionistas concedem aos executivos tendem a motivá-los a melhorar o desempenho da empresa (GAREN, 1994; KYRICOU; MASE, 2006; HARRIS, 2009).

No entanto, ao analisar a utilização da remuneração para minimizar os efeitos da relação entre contratante e contratado, devem-se considerar, também, as teorias sociais que estão subjacentes nas relações interpessoais dos indivíduos, conforme O'Reilly III e Main (2010).

A motivação é o conjunto de processos implicados na ativação, direção, intensidade e persistência da conduta de um indivíduo (GODOI *et al.*, 2008). Diversamente, outros autores desenvolvem os estudos do comportamento com base no *behaviorismo* radical, subtraindo-se de classificar os estudos como motivacionais e optando por definir como análise funcional os trabalhos que buscam variáveis que influenciam o comportamento (COSTA; MARINHO, 2002).

Dessa forma, a análise funcional é a identificação de relações importantes, controláveis, causais e funcionais aplicáveis a um grupo específico de comportamentos alvo para um indivíduo (HAYES *et al.*, 1986). Isto é, procura-se estabelecer o comportamento que se deseja e quais métodos e recursos deverão ser aplicados de forma a fazer o indivíduo corresponder a tais expectativas.

A pesquisa sobre o condicionamento comportamental procura vincular o ato que o indivíduo pratica com a forma como ele aprende, conforme Barbosa *et al.* (2007). Tais autores dividem o condicionamento de comportamento em clássico e operante. O primeiro se relaciona com a questão fisiológica interna do organismo, não havendo interferência no ambiente em que o indivíduo vive. A definição de comportamento operante, por sua vez, relaciona-se ao efeito que a ação tem sobre o ambiente, que é onde se insere o comportamento humano.

Thorndike, em 1898, foi o pioneiro no estudo do condicionamento operante. O pesquisador procurou verificar empiricamente o modo como os animais resolvem os problemas (KELLER; SCHOENELD, 1973). Thorndike utilizou animais de forma a verificar se era possível condicionar o comportamento deles (BARBOSA *et al.*, 2007).

O condicionamento de comportamento, conforme Skinner (1974), ocorre por meio de um reforço, e este é representado por qualquer estímulo cuja apresentação ou afastamento aumenta a probabilidade de uma resposta desde que haja associação entre ela e a ação (BARBOSA *et al.*, 2007).

Skinner (1974) verificou que, quando existe um comportamento a ser cerceado, o indivíduo pode ser reeducado por meio de um reforço negativo, ou seja, caso uma pessoa apresente um comportamento que se deseja eliminar, por meio de um estímulo nocivo ou mesmo ausência de recompensa, é possível condicioná-lo a evitar a repetição da atitude (DESSE; HULSE, 1975). Por outro lado, um reforço positivo é o que tenta estimular a repetição de um comportamento (WHALEY; MALOTT, 1980; ATKINSON *et al.*, 2002).

Os estudos de Thorndike, em 1898, e Skinner, em 1974, tem como característica o fato de se basearem em animais. Quando o foco se volta para seres humanos, as pesquisas têm demonstrado que o reforço negativo apresenta maior eficácia (MOLL *et al.*, 2001; HUNZIKER *et al.*, 2002; SANTOS *et al.*, 2004).

Pelos pressupostos apresentados, quando se tratar de um contexto organizacional, torna-se importante que o acionista conceda a remuneração variável na forma de *stock options* aos gestores. Todavia, deverá fazê-lo apenas quando obtiver o desempenho esperado. Assim, é necessário que se evite conceder a opção, quando não houver, ainda, a *performance* desejada, a fim de desestimular os executivos a permanecer com os interesses divergentes dos investidores.

2.3 Remuneração por desempenho

A compensação salarial é a forma pela qual o contratante compensa o contratado e tem como objetivo, em princípio, aumentar a satisfação dos empregados, recrutar e reter os qualificados e aumentar a lealdade com a empresa (VIEITO, 2008).

Dessa forma, a remuneração dos administradores pode ser dividida em dois grupos gerais: pagamento fixo e variável (MARCON; GODOI, 2001). A remuneração fixa é composta por salário fixo e salário indireto (vale alimentação, convênio médico e outros). São exemplos de remuneração variável: participação acionária, prêmios, gratificações, bônus, comissões, incentivos, participação nos lucros e resultados (ALMEIDA *et al.*, 2007).

A remuneração fixa é aquela que o executivo recebe de forma constante e previamente acordada. Normalmente está vinculada à posição que ocupa e a tarefas que desempenha, sendo possível verificar a equivalência do valor recebido no mercado entre outras empresas do mesmo setor (KRAUTER, 2009).

Por remuneração variável, entende-se o pagamento de valores indefinidos que são condicionados ao cumprimento de determinadas metas que normalmente estão atreladas a indicadores contábeis, econômicos, estratégicos e de mercado (MARCON; GODOI, 2001; DALMACIO *et al.*, 2007). A remuneração variável pode ser do tipo de curto prazo (gratificações, prêmios) e de longo prazo (*stock options*).

Medidas de desempenho consistem na busca de instrumentos que possibilitem a verificação do comportamento da empresa e/ou do empregado (FISCHMANN; ZILBER, 2002). Kaplan e Norton (2001) explicam que medir o desempenho da empresa é importante, e que não fazê-lo significa que a empresa não é gerenciada.

De acordo com Correa e Hourneaux Júnior (2008), um sistema de avaliação possibilita conhecer o que ocorre na organização de forma realista, bem como identificar falhas, investigar e erradicá-las. Além disso, viabiliza o *feedback*, a identificação do desempenho merecedor de recompensa e um processo decisório baseado em informações.

Em pesquisa realizada pela Pricewaterhouse Coopers Brasil, em 2006, com 93 empresas com faturamento médio de US\$ 300 milhões, comparando aproximadamente 200

cargos, divididos em presidente, vice-presidente, diretor executivo, diretor, gerentes, coordenador e supervisor e *staff*, levantou-se que 24% das empresas pesquisadas utilizam para o programa de bônus, o resultado ou lucro líquido do período; 23%, o resultado ou lucro operacional; 20%, o faturamento; 13%, a qualidade ou satisfação do cliente; 12%, os custos; 11%, o volume de produção; 8%, o retorno sobre o investimento (ROI); 8%, *market share*; e 1%, acidentes de trabalho. O item “outros” (capital de giro, clima, *turnover* de produtos) representou 12%.

Observa-se que os indicadores que as empresas utilizam para determinação do valor da remuneração variável dos executivos são financeiros e não financeiros, o que é condizente com o modelo de Kaplan e Norton (2001), pois tais autores dividem a avaliação estratégica de uma empresa em 04 perspectivas: do cliente, financeira, processos internos e aprendizado e crescimento.

Em observância a Kaplan e Norton (2001), os indicadores que procuram a perspectiva do cliente buscam seu conhecimento e a forma como ele percebe o produto. Quanto aos processos internos, os indicadores objetivam identificar os elementos essenciais e definir de que forma podem ser executados de modo a atingir a excelência. Sobre aprendizado e crescimento, a avaliação será com vistas a descobrir o meio de inovar e agregar valor ao conjunto de operações continuamente.

Outros autores dividem as medidas de desempenho financeiro basicamente em dois grupos: de caráter econômico e financeiro, tradicionais e de valor adicionado (KRAUTER, 2004; WAKAMATSU *et al.*, 2005). No primeiro grupo, estão indicadores como crescimento de vendas, lucro por ação e rentabilidade, sendo que nesse último caso, podem-se citar como exemplos ROI (*Return On Investment*), ROS (*Return On Sales*) e ROE (*Return on Equity*). No grupo de medidas de desempenho de valor adicionado, incluem-se EVA (*Economic Value Added*) e MVA (*Market Value Added*).

Os indicadores que forem usados como determinantes da remuneração variável, sobretudo para o cômputo das opções de ações, devem ser condizentes com a teoria econômica. Eles devem ser calculados utilizando-se dados disponíveis e não passíveis de manipulação; relevantes para o desempenho das outras unidades operacionais; importantes para a corporação de forma global; e, por fim, devem tornar possível a comparação com outras empresas concorrentes (DALMACIO *et al.*, 2007). Os autores mencionados reforçam ainda a questão da compreensibilidade dos indicadores e sua sincronia com os planos estratégicos da empresa.

Conforme mencionado, a forma pela qual se busca sincronizar os interesses do principal e do agente de modo a minimizar os efeitos dos problemas de agência é a remuneração (FISCHMANN; ZILBER, 2002; KRAUTER, 2004; MARCON; GODOI, 2004; WAKAMATSU *et al.*, 2005; DALMACIO *et al.*, 2007; FISCHMANN *et al.*, 2008). Por isso, os acionistas buscam pacotes ótimos de remuneração, o que não significa um conjunto perfeito de ganhos para os executivos, mas a melhor possível e que permita retornos pelos resultados que os empregados ajudaram a proporcionar e também estimulá-los a maximizar o investimento dos acionistas (DITTMANN; MAUG, 2007).

2.4 Pesquisas Relacionadas

O *stock options* é uma forma de remuneração variável destinada a executivos e que objetiva premiar e incentivar o bom desempenho das empresas por eles administradas. A utilização desse mecanismo remuneratório tem crescido significativamente nas últimas duas

décadas e agora é a parte mais significativa da remuneração global dos *Chief Executive Officer* (CEOs) americanos na maioria das grandes empresas de capital aberto (BETTIS *et al.*, 2010). Nesse sentido, vários autores buscam evidências do desempenho diferenciado das empresas que adotam o este tipo de remuneração.

Bettis *et al.* (2010) explicam que, dentre as possibilidades de remuneração por desempenho, a mais recorrente é a opção de ações. Assim, os referidos autores buscaram as demonstrações de 2.055 empresas listadas nas bolsas dos Estados Unidos entre os anos de 1995 e 2001, a fim de verificar se havia um desempenho maior nas empresas com plano de opções. Por fim, concluíram que as empresas que adotam o *stock options* têm desempenho maior tanto nas demonstrações contábeis quando na valorização das ações e também que esses planos são utilizados para atrair e reter os gestores.

Sobre o retorno em termos de valorização das ações no mercado, Santos (2008) verificou, por meio de estudos de eventos, qual seria o impacto no valor de ações sempre que houvesse anúncio sobre deliberação, outorga, exercício de opção e venda das ações que estivessem compreendidas num plano de opção de ações. A autora constatou que, dos 39 eventos analisados entre 1994 e 2007, o retorno anormal era percebido quando da deliberação dos planos, não havendo diferenças estatisticamente significantes nos demais. Esse resultado pode indicar, por um lado, que o mercado acha positivo a instituição do plano e, por outro, que ele não reage quando da outorga, exercício de opção e venda das ações.

Marcon e Godoi (2004) buscaram analisar se a rentabilidade, vendas líquidas e preço das ações de 32 empresas que estavam classificadas entre as maiores e melhores pela Revista Exame e que tinham capital aberto eram influenciados pelo fato da empresa pagar ou não *stock option*. A análise ocorreu entre os anos de 2000 e 2002 e as autoras concluíram que as empresas que pagam opção de ações tem um desempenho acima da média do setor que atuam nos três pontos analisados.

Jensen e Murphy (2010) analisaram 2.505 CEOs de 1.400 empresas ao longo de 50 anos para verificar como os executivos estão sendo pagos ao longo desse período. Os autores relatam dois resultados: primeiro, o valor das remunerações está crescendo, porém o nível atual é comparável ao nível encontrado no início da pesquisa; segundo, a remuneração não está atrelada ao desempenho das empresas. A segunda conclusão dos autores utilizou-se como *proxy* a saída dos CEOs das companhias. Considerando os desligamentos que ocorreram no período que eles analisaram, a probabilidade de um executivo deixar o seu cargo em uma empresa depois de ela ter tido um desempenho ruim é de 3,2% ao passo que, se o desempenho dela for de 50% abaixo do mercado, essas chances sobem para 23,9%. Por fim, se o desempenho for igual ao do mercado, a probabilidade do executivo deixar a empresa é de 20,7%.

Dessa forma, verifica-se que a política de remuneração dos executivos é o ambiente de várias pesquisas e que os resultados são, em alguns casos, diferentes. Ora ressalta-se a influência no desempenho das empresas, ora constata-se que não há essa influência. Mas o que não se refuta nos trabalhos é que em qualquer caso a política de remuneração é determinante no momento de se recrutar e reter os talentos que vão dirigir as organizações.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A presente pesquisa é de natureza descritiva, pois busca estabelecer relação entre o desempenho das empresas e sua prática de remuneração por meio de *stock options* (ANDRADE, 2006). Para tanto, utilizou-se a estratégia de levantamento, utilizada quando se tem o desejo de “responder às questões acerca da distribuição de uma variável ou das relações

entre características de pessoas ou grupos, da maneira como ocorrerem situações naturais” (MARTINS; THEÓPHILO, 2007, p. 60).

A técnica de coleta de dados utilizada neste estudo foi a pesquisa documental, por meio das Demonstrações Contábeis das empresas pesquisadas. A coleta de informações em tais documentos se deu por meio da base de dados Econômica e do sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA).

Na primeira etapa da pesquisa, buscou-se conhecer as empresas brasileiras que possuíam planos de opções de ações em sua política de remuneração. Nesse sentido, partiu-se da pressuposição de que toda companhia de capital aberto, registrada na BM&FBOVESPA, poderia utilizar tal incentivo. Posteriormente, verificou-se a existência ou não de pagamento de *stock options* por parte das empresas, observando-se a existência no *site* da CVM da divulgação de tal política, conforme determinação da Deliberação 371 de 13/12/2000. Assim, nos períodos de 16 a 30 de março e 30 a 31 de julho de 2010, buscou-se nos documentos arquivados de cada empresa no sítio eletrônico da CVM, a presença de registros, até 2009, de planos de opções de ações, encontrando 117 companhias possuidoras de planos de opções de ações.

Em seguida determinou-se aos indicadores de desempenho que seriam utilizados na pesquisa. Dessa forma, baseou-se nas abordagens teóricas de Assaf Neto (2008) sobre índices de desempenho corporativo e nos pressupostos metodológicos dos trabalhos de Fischmann; Zilber (2002), Krauter (2004), Wakamatsu *et al.*, (2005), Marcon; Godoi (2004) Dalmacio *et al.*, (2007), Corrêa; Hourneaux Junior (2008), Krauter (2009). Assim, os indicadores escolhidos foram: LPA - Lucro por Ação; ROA - *Return On Assets*; ROE - *Return on Equity* e ROS - *Return On Sales* (QUADRO 1).

Quadro 1 – Indicadores de desempenho utilizados na pesquisa

Indicador de Desempenho	Fórmula
Lucro por Ação – LPA	LL / AC
Retorno sobre o Ativo – ROA	$(LL / AT) \times 100$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE	$(LL / PL^*) \times 100$
Retorno sobre as Vendas – ROS	$(LL / RL) \times 100$

Legenda: AC = Ações em Circulação; LL = Lucro líquido; PL = Patrimônio Líquido; AT = Ativo total; RL = Receita Líquida.

* PL médio

Fonte: adaptado de Assaf Neto (2008).

Após a identificação das empresas que concediam ou não opções de ações as seus empregados, bem como definido os indicadores desempenho a serem analisados, a próxima etapa foi a coleta de dados referentes dos índices de cada companhia dos anos de 2007, 2008 e 2009. Ressalta-se que a escolha dos anos se deu por ser o período onde mais empresas aderiram a *stock options* como forma de remuneração, totalizando 94 contratos no período.

Destaca-se que na etapa de coleta dos dados, que aconteceu nos períodos de 05 de dezembro de 2010 a 23 de fevereiro de 2011, todas as empresas tiveram seus dados levantados. Contudo, a incompletude das informações necessárias para execução do trabalho, bem como a escolha do período de análise fez com a amostra inicial fosse composta por 285, 290 e 291 empresas nos anos de 2007, 2008 e 2009, respectivamente.

Finalizada a etapa de obtenção das informações realizou-se um tratamento preliminar na base de dados, a fim de minimizar possíveis problemas de violação de propriedades estatísticas e interpretação inadequada dos resultados, conforme destacado por Hair *et al.* (1998). Nesse sentido, buscou-se identificar a presença de observações atípicas (*outliers*), isto é, variável que apresenta características identificáveis de uma observação inconsistente com o restante da amostra (CORRAR *et al.*, 2009). Utilizou-se o gráfico de *boxplot* e o gráfico de ramo-e-folhas, estabelecendo que nos casos em que uma empresa apresentasse mais de uma variável (indicador) com comportamento atípico tal organização seria excluída da amostra. Tal procedimento fez com que a amostra final do estudo fosse composta por 265, 252 e 263 empresas nos anos de 2007, 280 e 2009, respectivamente (TABELA 1).

Tabela 1 – Quantidade de empresas analisadas

Setor	2007			2008			2009		
	Com *ST	Sem *ST	Total	Com *ST	Sem *ST	Total	Com *ST	Sem *ST	Total
Bens Industriais	5	18	23	5	18	23	5	15	20
Construção e Transporte	27	16	43	28	18	46	31	18	49
Consumo Cíclico	9	24	33	12	24	36	13	26	39
Consumo não Cíclico	13	15	28	13	10	23	14	12	26
Financeiro e Outros	4	11	15	9	11	20	11	11	22
Materiais Básicos	8	38	46	8	28	36	8	30	38
Petróleo, Gás e Biocombustível	0	6	6	0	2	2	0	2	2
Tecnologia da Informação	6	2	8	5	1	6	5	3	8
Telecomunicações	3	12	15	3	12	15	3	9	12
Utilidade Pública	3	45	48	4	41	45	4	43	47
Total	78	187	265	87	165	252	94	169	263

Fonte: dados da pesquisa

*ST = *Stock Options*

Por fim, depois de realizada a obtenção dos dados e definidas as empresas que seriam analisadas, os dados foram tratados de forma a estabelecer comparativo dos desempenhos das companhias que concediam opções de ações como forma de remuneração com as que não concediam, utilizando-se para isso a planilha eletrônica Excel[®] e o software estatístico SPSS[®].

Inicialmente, as informações de cada indicador foram analisadas por meio de estatística descritiva, calculando-se medidas de dispersão e medidas de localização. Após, aplicou-se o teste *t* de diferença de médias para duas amostras independentes (empresas com e sem *stock options*), estabelecendo um nível de confiança de 5% ($\alpha = 0,05$). Para tanto, foram elaboradas as seguintes hipóteses nula e alternativa:

H_0 : A média dos indicadores de desempenho das companhias que possuem política de concessão de opções de ações (*stock options*) não é diferente da média dos indicadores de desempenho das companhias que não possuem política de concessão de opções de ações (*stock options*).

H_1 : A média dos indicadores de desempenho das companhias que possuem política de concessão de opções de ações (*stock options*) é diferente da média dos indicadores de desempenho das companhias que não possuem política de concessão de opções de ações (*stock options*).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Tabela 2 são apresentados os resultados das medidas de localização (tendência central) e de dispersão de cada indicador referente às companhias brasileiras de capital aberto pesquisadas nos anos de 2007, 2008 e 2009.

Tabela 2 – Estatística descritiva dos indicadores

Ano	Indicador	MEDIDAS DE TENDÊNCIA CENTRAL			MEDIDAS DE DISPERSÃO			
		Média	Mediana	Moda	Variância	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
2007	LPA	4,81	0,69	0,00	631,09	25,12	315,15	-7,45
	ROA	5,11	4,52	3,45	32,64	5,71	28,08	-10,70
	ROE	14,57	12,72	0,13	646,51	25,43	292,59	-105,55
	ROS	12,40	7,14	2,65	1942,43	44,07	440,96	-97,31
2008	LPA	4,68	0,49	0,00	693,83	26,34	280,03	-31,01
	ROA	3,51	3,75	6,67	67,08	8,19	24,25	-44,43
	ROE	5,19	9,55	11,87	2115,83	46,00	96,29	-470,66
	ROS	-1,92	6,49	5,02	75608,20	274,97	2.517,93	-3.464,54
2009	LPA	5,70	0,68	0,00	1526,39	39,07	563,64	-2,50
	ROA	4,88	4,35	3,17	33,45	5,78	17,50	-50,34
	ROE	14,61	12,28	7,18	1932,60	43,96	647,63	-181,90
	ROS	8,47	8,08	3,48	3651,49	60,43	352,67	-674,24

Fonte: dados da pesquisa.

Verificou-se que, de modo geral, os valores dos indicadores no ano de 2007 apresentaram-se maiores durante o período analisado, com exceção do LPA e ROE de 2009. Por outro lado, destaca-se que 2008 foi o ano em que os indicadores tiveram os menores valores, onde o ROS médio das empresas atingiu valor negativo. Tal redução, possivelmente, reflete o impacto da crise econômica mundial, iniciada em 2008, que impactou negativamente os resultados das companhias.

Identificou-se, ainda, que os valores de todos os indicadores apresentaram alto desvio padrão nos anos analisados. Nesse sentido, destaca-se que, além da redução na média dos valores de cada indicador, o ano de 2008 foi o que demonstrou maior variabilidade nos índices, evidenciando que, apesar da crise, algumas empresas conseguiram manter seu desempenho em patamares próximos aos de 2007.

Outro fator de destaque é que em 2009 os valores médios dos indicadores aumentaram em relação a 2008, demonstrando recuperação das empresas. Contudo, o ROA e o ROS, apesar de tal evolução, não superou os valores do ano de 2007.

Tabela 3 – Comparação do desempenho entre as empresas que concedem e não concedem *stock options*

Ano	Indicador	Médias		Teste de diferença de média	
		Empresas com <i>stock options</i>	Empresas sem <i>stock options</i>	Estatística <i>t</i>	<i>p-value</i>
2007	LPA	0,85	6,46	1,662219	0,0977
	ROA	4,45	5,39	1,221347	0,2230
	ROE	15,49	14,19	-0,379175	0,7049
	ROS	11,90	12,61	0,118448	0,9058
2008	LPA	0,61	7,57	1,979630	0,0488**
	ROA	3,46	5,13	2,145573	0,0329**
	ROE	8,70	12,49	1,529626	0,1274
	ROS	32,27	5,27	-1,171425	0,2425
2009	LPA	0,88	8,43	1,501534	0,1344
	ROA	5,12	5,08	-0,063754	0,9492
	ROE	19,52	12,52	-1,250348	0,2123
	ROS	8,04	12,74	0,841922	0,4006

Fonte: dados da pesquisa.

** : estatisticamente significativo ao nível de 5%

Quando comparado às médias dos indicadores das empresas que concediam *stock options* com aquelas não utilizavam tal forma de incentivo, observou-se que, de modo geral, as companhias que utilizam planos de opções de ações apresentaram desempenho inferior durante o período analisado. Nesse sentido, o ROE de 2007 e 2008, ROS de 2008 e ROA de 2009 foram as exceções, onde os indicadores das empresas com *stock options* demonstram valores superiores.

Ao analisar as médias de cada indicador percebeu-se que o Retorno sobre o Ativo foi o que demonstrou menor diferença entre as companhias que utilizavam e não utilizavam planos de opções de ações. Por outro lado, as médias do LPA apresentaram as maiores discrepâncias entre os dois grupos de empresas.

Apesar das diferenças encontradas, faz-se relevante destacar que a simples análise descritiva dos dados não permite inferências quanto aos resultados. Desse modo, realizou-se o teste de diferença de médias entre os dois grupos, o qual demonstrou que, de modo geral, não havia diferenças estatisticamente significativas no período analisado. As exceções são o LPA e o ROA em 2008.

Como forma de confirmar os resultados encontrados, os dados foram analisados por setor de atuação das companhias, conforme Tabela 1 constante na metodologia. Desse modo, escolheu os setores de Construção e Transporte, Consumo não-cíclico e Financeiro por serem os que possuíam melhor distribuição entre empresas que concediam e não concediam *stock options* no período. Na Tabela 4 são apresentados os valores médios dos indicadores nos três setores.

Tabela 4 – Comparação das médias dos indicadores de desempenho por setor de atuação

Ano	Indicador	Construção e Transporte		Consumo não-cíclico		Financeiro e Outros	
		Empresas com <i>stock options</i>	Empresas sem <i>stock options</i>	Empresas com <i>stock options</i>	Empresas sem <i>stock options</i>	Empresas com <i>stock options</i>	Empresas sem <i>stock options</i>
2007	LPA	0,44	1,72	0,30	0,76	0,42	0,96
	ROA	4,14	3,73	3,01	3,69	1,80	2,47
	ROE	19,87	4,15	4,27	8,04	4,09	13,37
	ROS	10,74	12,49	4,08	1,83	-13,45	87,49
2008	LPA	0,40	0,93	0,36	0,66	0,37	0,55
	ROA	3,96	3,40	4,14	1,59	2,49	3,24
	ROE	9,33	2,85	7,01	2,76	6,02	8,62
	ROS	-2,53	-12,97	3,67	1,47	15,77	-16,44
2009	LPA	0,80	1,49	0,95	1,03	0,95	0,91
	ROA	5,55	5,45	5,19	3,48	6,58	2,15
	ROE	33,99	18,50	12,19	7,11	13,53	-6,04
	ROS	1,42	9,83	6,54	3,53	52,74	73,27

Fonte: dados da pesquisa.

Observou-se que no setor de Construção e Transporte os indicadores tiveram valores mais elevados para empresas que concediam *stock options*. As exceções foram o LPA, nos três anos, e o ROS nos anos de 2007 e 2009. Quanto às empresas pertencentes ao setor de Consumo não-cíclico, no ano de 2007 as empresas que não utilizavam planos de opções de ações apresentaram desempenho superior, com exceção do ROS. Nos anos 2008 e 2009 os indicadores das empresas que usavam programas de opções de ações foram superiores aos das outras companhias do setor, exceto o LPA. No setor Financeiro, o ano de 2007 foi marcado por um desempenho superior das entidades que não concediam opções de ações, enquanto nos anos de 2008 e 2009 os indicadores não apresentaram um padrão em relação a existência ou não de *stock options* nas empresas.

Adicionalmente, realizou-se o teste de diferença de médias para os indicadores das empresas dos setores de Construção e Transporte, Consumo não-cíclico e Financeiro. Os resultados do teste são apresentados na Tabela 5.

Ao realizar o teste de diferença de médias entre nos setores, constatou-se que, independente do setor de atuação, os indicadores de desempenho das empresas que concediam planos de opções de ações não eram estatisticamente diferentes dos índices de desempenho das companhias que não utilizavam tal forma de incentivo. A única exceção foi o ROA de 2009 no setor Financeiro.

Tabela 5 – Teste *t* de diferença de médias dos indicadores de desempenho por setor de atuação

Ano	Indicador	Construção e Transporte		Consumo não-cíclico		Financeiro e Outros	
		Estatística <i>t</i>	<i>p-value</i>	Estatística <i>t</i>	<i>p-value</i>	Estatística <i>t</i>	<i>p-value</i>
2007	LPA	1,413723	0,1650	1,326035	0,1964	1,065957	0,3058
	ROA	-0,267907	0,7901	0,263895	0,7939	0,319163	0,7547
	ROE	-1,036243	0,3062	0,624555	0,5377	1,485502	0,1613
	ROS	0,350343	0,7279	-0,739291	0,4664	1,189545	0,2555
2008	LPA	1,253737	0,2166	0,861687	0,3986	0,507510	0,6180
	ROA	-0,330266	0,7428	-1,191437	0,2468	0,362166	0,7214
	ROE	-1,260272	0,2142	-0,884380	0,3865	0,660822	0,5171
	ROS	-0,510820	0,6120	-0,741765	0,4664	-0,298846	0,7685
2009	LPA	1,238223	0,2218	0,141515	0,8886	-0,108908	0,9144
	ROA	-0,074919	0,9406	-0,962661	0,3453	-2,292962	0,0328**
	ROE	-0,566225	0,5739	-1,440113	0,1628	-1,090235	0,2886
	ROS	0,528565	0,5996	-1,238920	0,2274	0,460188	0,6503

Fonte: dados da pesquisa.

** : estatisticamente significativo ao nível de 5%

Desse modo, infere-se que, de forma geral, a utilização de *stock options* pelas empresas brasileiras parece não ocasionar em melhor desempenho, não podendo rejeitar-se a H_0 de igualdade de desempenho entre as empresas. Esta constatação se contrapõe àqueles resultados encontrados por outros estudos (YERMAK, 1995; MEHRAN, 1995; COLES *et al.*, 2006; MERHEBI *et al.*, 2006) e coincide com os trabalhos de Santos (2008) e Jensen e Murphy (2010).

Nesse sentido, Godoi *et al.* (2008) afirmam que a remuneração não é, isoladamente, o meio mais adequado para motivar os CEOs de forma a produzir a maximização da riqueza dos proprietários, e reforçam a idéia de que os executivos estão interessados também em fatores como realização, poder, *status*, resultados e progresso. O'Reilly III e Main (2010) observam que a remuneração dos executivos está mais associada à influência do CEO junto aos conselhos de administração e mesmo com o tamanho da empresa do que propriamente com seu desempenho. O que é indicativo, conforme Jensen e Murphy (2010), que a *stock options* é utilizada como política salarial para selecionar e reter os executivos.

5 CONCLUSÃO

Os pressupostos da Teoria da Agência indicam que entre os acionistas de uma empresa e os seus administradores existe uma divergência de interesses, cada um desejando a maximização da própria riqueza. Por outro lado, o estabelecimento de uma remuneração variável atrelada ao desempenho da empresa consiste numa tentativa dos proprietários em sincronizar os próprios interesses com os dos gestores. Desse modo, a opção de ações (*stock options*) apresenta-se como um dos meios para convergir estes desejos conflitantes, pressupondo que o executivo ao receber participação na empresa passará a ter maior interesse pelo desempenho corporativo.

Assim, o objetivo deste estudo é verificar se há desempenho superior em empresas que concedem opções de ações como forma de remuneração quando comparado com outras companhias que não utilizam esse mecanismo de incentivo. Em específico busca-se verificar esse relacionamento setorialmente.

Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, verificando os indicadores de desempenho (LPA, ROA, ROE e ROS) das companhias brasileiras de capital aberto que utilizavam e não utilizavam planos de opções. A base de dados Economatica foi utilizada para coleta de dados, onde foram analisadas 265, 252 e 263 empresas nos anos de 2007, 2008 e 2009, respectivamente, referente o período de 2007 a 2009.

Os resultados demonstram que, de modo geral, as companhias que utilizam planos de opções de ações apresentaram desempenho inferior quando comparado com as médias dos indicadores de desempenho das empresas que concediam *stock options*. Ressalta-se, ainda, que o LPA foi o indicador que apresentou maior divergência, sendo sempre superior para empresas que não usavam opções de ações como forma de remuneração.

Verificou-se que, apesar da existência de diferenças na média do desempenho das empresas que concedem das que não concedem opções de ações, a maior parte dos indicadores não apresentou diferença estatisticamente significativa. Tal fato também foi constatado ao analisar as companhias por setor.

Conclui-se que não houve melhor desempenho das empresas que optaram pela concessão de opções de ações daquelas que não optaram, apesar da literatura considerar a remuneração por meio de *stock options* como um dos meios mais eficazes para alinhar os interesses entre agente e principal e, conseqüentemente, melhorar o desempenho corporativo.

Ressalta-se que os resultados encontrados podem ser em decorrência das medidas de *performance* impostas pela organização, para a concessão das opções de ações, pode não considerar o desempenho organizacional frente às empresas concorrentes do setor. Adicionalmente, em algumas circunstâncias, a melhora no desempenho individual do gestor (beneficiário dos planos de opções de ações) pode não refletir na *performance* da empresa.

Sugestões de continuidade ao objeto desta pesquisa podem envolver um estudo longitudinal a busca de evidências sobre as possíveis mudanças no desempenho de organizações que aderiam à planos de opções de ações. Recomenda-se o relacionamento de diferentes características dos programas de opções de ações e os resultados corporativos. Sugere-se, ainda, pesquisas que relacione as métricas de desempenho estabelecidas pelas companhias para concessão de opções de ações e a *performance* empresarial.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, K.; NUNES, A. Q.; ALVES, T. D.; MONTEIRO, R. DA S. A remuneração baseada no desempenho e seus impactos no negócio – um estudo de caso. In: X Seminário em administração FEA-UPS (SEMEAD), 2007. São Paulo. **Anais...** São Paulo: SEMEAD.
- ANDRADE, M. M. **Introdução à Metodologia do Trabalho Científico**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ATKINSON, R. L.; ATKINSON, R. C.; SMITH, E. E.; BEM, D. J.; NOLEN-HOEKSEMA, S. **Introdução à Psicologia de Hilgard**. 13ª ed. Porto Alegre: Artes Médicas, 2002.
- BARBOSA, K. A.; CRUZ, E. D. N. DA; SILVA, J. A. DA; LOURENÇO, T. M. A. L.; SANTOS, N. A. A Técnica de Condicionamento Operante Dentro do Laboratório. In: X Encontro de Iniciação à Docência, 2007. João Pessoa. **Anais...** Paraíba.
- BETTIS, C.; BIZJAK, J.; COLES, J. KALPATHY, S. Stock and Option Grants with Performance-based Vesting Provisions. **The Review of Financial Studies**. V. 23, n. 10, p. 3849-3888, 2010.

- COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L. Managerial incentives and risk-taking. **Journal of Financial Economics**. V. 79, n. 4, p. 431-468, 2006.
- CORRAR, L. L.; PAULO, E., DIAS FILHO, J. M. (Coord.). **Análise multivariada**: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. São Paulo: Atlas, 2009.
- CORREA, H. L.; HOURNEAUX JUNIOR, F. Sistemas de Mensuração e Avaliação de Desempenho Organizacional: Estudo de Casos no Setor Químico no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**. v. 19, n. 48, p. 50-64, 2008.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Deliberação CVM 371**. Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a Contabilização de Benefícios a empregados. 2000.
- COSTA, S. E. G.; MARINHO, M. L. Um Modelo de Apresentação de Análise Funcionais do Comportamento. **Revista de Estudos de Psicologia**. V. 19, nº 3, p. 43-54, 2002.
- DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKI, V. Medidas de performance como determinantes de remuneração dos gestores: méritos do gestor ou características do setor. In: X Congresso del Instituto Internacional de Costos, 2007. Lion. **Anais...** França.
- DITTMANN, I.; MAUG, E. Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 303-343, 2007.
- EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74. 1989.
- FISCHMANN, A. A.; ZILBER, M. A. Competitividade e Importância de Indicadores de Desempenho: utilização de um modelo de tendência. In: Encontro Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2002. Salvador. **Anais...** Bahia: ENANPAD.
- GAREN, J. E. Executive Compensation and Principal-Agent Theory. **The Journal of Political Economy**. V. 102, n. 6, p. 1175-1199. 1994.
- GODOI, C. K.; MARCON, R.; BALSINI, C. P. V.; TEIXEIRA, M. C. Remuneração Acionária, Sentimento de Propriedade e Motivação de Empregados. **Faces Revista de Administração**. V. 7 nº 2. Belo Horizonte: 2008.
- HALL, B. J.; MURPHY, K. J. Stock Options for Undiversified Executives. NBER Working Paper, n. 8052, **National Bureau of Economic Research**, p. 1-49, 2000.
- HAYES, S. C.; BROWNSTEIS, A. J.; ZETTLE, R. D.; ROSENFARB, I.; ZORN, Z. Rule-governed behavior and sensitivity to changing consequences of responding. **Journal of the Experimental Analysis of Behavior**, v. 45, n. 3, p. 237-256, 1986.
- HARRIS, J. D. What's wrong with executive compensation? **Journal of Business Ethics**. v. 85, n. 2, p. 147-156. 2009.
- HENDRIKSEN, E. S.; BRENDA, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.
- HUNZIKER, M. H. L.; LEE, V. P. Q.; FERREIRA, C. C.; SILVA, A. P. DA; CARAMORI, F. C. Variabilidade Comportamental em Humanos: Efeitos de Regras e Contingências. **Psicologia: Teoria e Pesquisa**. v. 18, n. 2, p. 139-147, 2002.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Outubro de 1976.
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 22, n. 1, p. 64-76, 2010.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I. **American Accounting Association**, v. 15, n. 01, p. 87-104, 2001.

KELLER, F. S.; SCHOENFELD, W. N. **Princípios de Psicologias**. 1ª ed. São Paulo: E. P. U., 1973.

KYRICOU, K.; MASE, B. The Adverse Consequences of Share-Based Pay in Risky Companies. **Journal of Management Governance**, v. 10, n. 4, p. 307-323, 2006.

KRAUTER, E. **Contribuição do Sistema de Remuneração dos Executivos para o Desempenho Financeiro: Um Estudo com Empresas Industriais no Brasil**. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2009.

LOPES, A. B. **A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

LOPES, A.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MARCON, R.; GODOI, C. K. Desempenho Financeiro das Empresas e Remuneração Por *Stock Options*: Um Estudo Multissetorial. **Faces Revista de Administração**, v. 3, n. 1, p. 59-76, 2001.

_____. Desempenho Financeiro das Empresas e Remuneração por Stock Options: um estudo multissetorial. **FACES Revista de Administração Financeira**, v. 3, n. 01, p. 59-76, 2004.

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

MERHEBI, R.; PATTENDEN, K.; SWAN, P. L.; ZHOU, X. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. **Accounting and Finance**, v. 46, n. 3, p. 481-497, 2006.

MOLL, J.; OLIVEIRA-SOUZA, R. DE; MIRANDA, J. M.; BRAMATI, I. E.; VERAS, R. P.; MAGALHAES, A. C. Efeitos Distintos da Valência Emocional Positiva e Negativa na Ativação Cerebral. **Revista Brasileira de Psiquiatria**, v. 23, p. 42-45, 2001.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

O'REILLY III, C. A.; MAIN, B. G. M. Economic and psychological perspectives on CEO compensation: a review and synthesis. **Industrial e Corporate Change**. Publicação *online*. Disponível em: <<http://icc.oxfordjournals.org/cgi/reprint/dtp050v1?maxtoshow=&hits=10&RESULTFORM AT=1&author1=O%92Reilly+III&andorexacttitle=and&andorexacttitleabs=and&andorexactfulltext=and&searchid=1&FIRSTINDEX=0&sortspec=relevance&resourcetype=HWCIT>>. Acesso em: 03 fev. 2010.

OLIVEIRA, E. L.; SPESSATTO, G.; BEZERRA, F. A. Análise da Produção Científica Brasileira sobre Teoria da Agência e Assimetria da Informação Apresentada nos Congressos da USP e ENANPAD no Período de 2004 a 2007. In: IV Seminário de Ciência Contábeis – FURB. Disponível em: <<http://furb.br/especiais/interna.php?secao=1484>>. **Anais...** Blumenau, 2008. Acesso em: 30 mai. 2009.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **CEO**. V. 2, n. 8, 2006.

SANTOS, A. B. **Stock Options Plans: uma ferramenta de geração de valor? Um Estudo de Eventos para empresas negociadas na Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Curso de Mestrado em Economia Aplicada da Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora. Juiz de Fora, 2008.

SEGATTO-MENDES, A. P. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade – empresa**. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2001.

SKINNER, B. F. **Ciência e Comportamento Humano**. 2 ed. São Paulo: EDART, 1974.

TOLEDO FILHO, J. R.; SILVA, M.; SANTOS, F. T. Evidenciação de Práticas de Programas de Remuneração por Ações pelas Companhias Listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, Salvador, v. 3, n. 1, p. 05-19, jan./abr. 2009.

VIEITO, J. P. T. **Essays in executive compensation**. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Portugal: 2008.

WHALEY, D. L.; MALOTT, R. W. **Princípios Elementares do Comportamento**. 1ª ed. São Paulo: E. P. U., 1980.

WAKAMATSU, A.; KIMURA, H.; BASSO, L. F. C. Pesquisa Empírica sobre Programas de Opções sobre Ações para Funcionários em Empresas no Brasil. In: V Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...** São Paulo: 2005.

YERMACK, D. Do corporations award CEO stock options effectively. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2, p. 237-269, 1995.

_____. CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 449-476. 1997.