

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL E USO DE PLANOS DE OPÇÕES DE AÇÕES NAS MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

RESUMO

O estudo teve como objetivo analisar nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa qual a relação entre concentração de capital e uso de planos de opções de ações. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva conduzida por meio de análise documental, com consulta às notas explicativas, relatórios de administração e relatórios de referência disponíveis no site da BM&FBovespa e *websites* das organizações referentes ao ano de 2010. A amostra compreendeu as 5 maiores empresas de cada setor econômico, usando como critério o seu ativo total, totalizando 50 empresas. Os resultados demonstraram que das 50 empresas analisadas, 28 possuíam planos de opções de ações. Constatou-se que em média as empresas divulgam 86% das informações determinadas pelo CPC 10 (2008) e pela Instrução CVM 480 (2009). Percebeu-se, também, um ambiente com alta concentração de capital, pois, os controladores possuíam em média 58% do total de ações e em média de 70% do total de ações com direito a voto. Os dados demonstraram ainda que, nas empresas analisadas, aquelas onde os controladores possuíam maiores percentuais de ações ordinárias (direito de voto) e maiores percentuais totais de ações (ordinárias mais preferenciais), havia utilização de planos de opções de ações.

Palavras-chave: Empresas brasileiras. Concentração de capital. Planos de opções de ações.

1 INTRODUÇÃO

A dispersão do capital das empresas, ocorrida principalmente a partir da Revolução Industrial, deixou cada vez mais evidente a separação entre propriedade e gestão, pois, surgiu a necessidade da contratação de profissionais mais qualificados para enfrentar um cenário econômico caracterizado por mudanças cada vez mais rápidas e constantes (ANDRADE; ROSSETI, 2007; ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008; SANTOS, 2009; MOURA; BEUREN, 2011).

Essa separação de propriedade e gestão é tratada pela teoria da agência, que teve como primeiros formalizadores Jensen e Meckling (1976), em inauguraram o estudo das relações entre principais e agentes. Embora o agente, em princípio, trabalhe para o principal, ele acaba criando suas motivações pessoais e seus próprios objetivos de maximização de satisfação, que nem sempre estão alinhados aos do principal. Neste contexto, os incentivos são estabelecidos em contratos, que segundo Lane (2003), tem como principal função regular o relacionamento de agência, estabelecendo quais deverão ser as ações, os resultados produzidos pelo agente e quanto ele receberá por isso (remuneração).

Dentre os modelos de remuneração existentes, a participação acionária, que ocorre por meio de planos de opções de ações, é uma das formas de incentivo de longo prazo mais utilizadas nos Estados Unidos e Inglaterra, e que aos poucos vem se difundindo também no Brasil, em virtude da participação acionária dos gestores representarem um método direto e eficiente para alinhar interesses entre principal e agente (BYRD; PARRINO; PRITSCH, 1998; WOOD JR.; PICARELLI FILHO, 2004; OYER; SCHAEFER, 2005; GALDI E CARVALHO, 2006).

Wood Jr. e Picarelli Filho (2004) mencionam que os executivos que possuem sua remuneração atrelada à valorização da ação incorrem em grande risco e, por isso tendem a ser mais comprometidos com os objetivos da empresa, portanto, ocorreria maior alinhamento entre principal-agente. Galdi e Carvalho (2006) complementam descrevendo que esse tipo de remuneração, teoricamente, diminui conflitos de agência, em virtude de o empregado ter

como meta, a maximização do valor da empresa, para assim, aumentar também sua remuneração.

Outro fator que contribui para um maior alinhamento de interesses é o fato de algumas empresas possuírem grandes investidores como controladores, pois, a concentração reduz o comportamento discricionário dos gestores, haja vista que, grandes investidores visam à maximização do lucro da empresa e maior controle sobre os seus ativos para terem seus direitos respeitados (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS et al. 2002).

Diante desse contexto, a questão problema que norteia esta pesquisa é: em empresas brasileiras, qual a relação entre concentração de capital e uso de planos de opções de ações? Nessa perspectiva, o objetivo do estudo é analisar nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa qual a relação entre concentração de capital e o uso de planos de opções de ações.

Os objetivos específicos podem ser assim enunciados: a) identificar quantas empresas possuíam planos de opções de ações como incentivos de remuneração; b) verificar se todas as informações determinadas pelo CPC 10 (2008) e pela Instrução CVM nº 480 (2009) são evidenciadas nos relatórios anuais de administração, notas explicativas e relatórios de referência das empresas da amostra; c) verificar a existência de concentração de capital nas empresas da amostra; d) identificar de quais setores são as empresas que apresentaram maior concentração e maior utilização de planos de opções de ações;

O estudo justifica-se, principalmente, em virtude da crescente utilização dos planos de remuneração por meio de opção de ações pelas companhias brasileiras e pelas recentes reformas normativas acerca dessa forma de remuneração, sendo assim, torna-se importante conhecer possíveis causas desses fenômenos (WOOD JR.; PICARELLI FILHO, 2004; GALDI e CARVALHO, 2006; DIAS; MENDES; BARBOSA NETO, 2009; DIAS, 2010).

2 TEORIA DA AGÊNCIA

As raízes da teoria da agência surgem, de acordo com Eisenhardt (1989), a partir de trabalhos sobre a natureza do comportamento cooperativo nas organizações e sobre as relações de emprego. Durante as décadas de 60 e 70, economistas como Arrow (1971) investigaram o problema do compartilhamento de risco entre os indivíduos que atuavam de forma cooperativa e grande parte dessa literatura voltada para o problema de partilha de risco surge como resultado da existência de atitudes diferentes frente aos riscos, ou seja, divergências entre pessoas que trabalhavam juntas (EISENHARDT, 1989).

Lopes e Martins (2007) mencionam que o surgimento de corporações modernas resultou na separação da propriedade e gestão, possibilitando o surgimento de conflitos de interesse. Essa separação de propriedade e gestão resulta no problema clássico do conflito de agência, que é tratado pela literatura na teoria da agência, que teve como primeiros formalizadores Jensen e Meckling (1976), num estudo onde discutiram que a teoria da agência examina as relações entre principais e agentes, ou seja, entre os interessados diretos em decisões e os indivíduos que realmente têm o poder delegado para decidir.

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976, p. 5) como “[...] um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em favor deles e que envolve delegar alguma autoridade para a tomada de decisão do agente”. Na sequência os autores (1976, p. 5) mencionam ainda que, “se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não atuará sempre conforme os interesses do principal”.

Visando maximizar o bem estar ou satisfação pessoal, o agente em determinado momento pode assumir um comportamento oportunista no tocante as suas ações ou omissões, dando origem aos conflitos de agência, problema central de análise da teoria da agência. (MARTINEZ, 1998; SILVEIRA, 2002; MOURA; BEUREN, 2011).

Sendo assim, em virtude do agente não atuar sempre visando o melhor interesse do principal, surgem problemas de agência, como: o pagamento de salários excessivos para si próprios, gastos com despesas desnecessárias ou excessivas em viagens de negócios, gastos com acessórios de luxo para o escritório, autonomização em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si próprios ou para familiares e parentes, deságio na transferência de ações, pagamento de preços de transferência elevados para empresas das quais são proprietários, utilizar ativos da empresa como garantia em empréstimos pessoais e decisões de investimentos que reduzem seus riscos ao não maximizar o valor da empresa (SUBRAMANIAM, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) mencionam que é necessário estabelecer incentivos aos agentes, ou ainda, técnicas de monitoramento, que visem à maximização da riqueza do acionista ou protegê-los de ações inadequadas, porém, de acordo com os autores é praticamente impossível garantir que o agente tome sempre as melhores decisões, de acordo com os interesses do principal, a custo zero. Os gastos incorridos pelo principal são denominados por Jensen e Meckling (1976) como custos de agência e podem ser classificados, como: custos de monitoramento do principal; custos com cobertura de seguros e perdas residuais.

Quanto aos problemas de agência Martinez (1998, p. 10) cita que “[...] a contabilidade e a auditoria transformam-se em instrumentos de monitoramento, validando e preservando as relações contratuais”, e que “os relatórios contábeis, bem como os pareceres de auditoria, são os meios pelos quais as partes contratantes mensuram, monitoram a execução dos objetivos contratuais”. Para Martinez (1998) a contabilidade e a auditoria representam ações geradoras de custos de agência que podem ser classificados na modalidade de custos de monitoramento.

Outra possibilidade de reduzir os problemas de agência seria a diminuição do fluxo de caixa livre, que segundo Jensen (1986, p. 323) “[...] é o fluxo de caixa excedente após o financiamento de todos os projetos que apresentam valor presente líquido (VPL) positivo”, pois quanto maior o caixa livre, maiores serão os riscos de comportamentos negligentes e de consumo excessivo de mordomias praticado pelos administradores. Kimura, Lintz e Suen (1998) descrevem que o principal pode, também, exigir relatórios internos e realizar visitas periódicas. Outra forma de alinhar interesses é por meio das práticas de governança corporativa, apontada em diversos estudos (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA et al., 2000; ANDRADE; ROSSETTI, 2007; SANTOS, 2009; MOURA; BEUREN, 2011).

O principal pode ainda optar por oferecer incentivos por meio de contratos de emprego que ajudam a alinhar os interesses (SUBRAMANIAM, 2006). O conjunto de incentivos é denominado por Wood Jr. e Picarelli Filho (2004) como políticas de remuneração que objetivam alinhar todos os membros ao melhor desempenho da organização. Ou seja, os autores vinculam o desempenho com a recompensa a fim de alinhar atitudes e comportamentos com os objetivos da organização.

3 REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Os incentivos, estabelecidos por meio de contratos de emprego, segundo Lane (2003), tem como principal função regular o relacionamento de agência, estabelecendo quais deverão ser as ações, os resultados produzidos pelo agente e quanto ele receberá por isso.

Eisenhardt (1989) aponta os contratos como unidade de análise da teoria da agência, que busca determinar qual o contrato mais eficiente. A autora menciona ainda que existem dois tipos de contrato: o baseado em resultados - onde são estabelecidos estados futuros desejados e condições de remuneração para o alcance dos objetivos; e, o baseado em comportamentos - onde o principal estabelece como pretende que o agente se comporte após o estabelecimento de uma remuneração para esse comportamento esperado.

As organizações, por meio dos contratos, de acordo com Motta (2009), podem

oferecer três formas de incentivo aos funcionários por meio de sua política de remuneração: benefícios, remuneração fixa e remuneração variável.

Os benefícios podem ser concedidos por meio de planos de saúde, seguro de vida, auxílio-alimentação, planos odontológicos, entre outros (DIAS, 2010). A remuneração fixa é a parcela recebida independentemente do alcance de metas pré-estabelecidas ou demais indicadores financeiros que possam ser propostos com o objetivo de incentivar os gestores ao alcance de resultados específicos (SILVA, 2010). A remuneração variável, segundo Pontes (1995), é a parcela recebida pelo empregado que independe de fatores pré-definidos que tomam como base o desempenho do empregado e da empresa.

O uso da remuneração variável, para Carvalho (2001), favorece o aumento da eficácia corporativa em virtude de valorizar, de forma mais apropriada, os esforços dos colaboradores. Nesse sentido, Anthony e Govindarajan (2006) mencionam que a remuneração variável é a melhor alternativa para alinhar e convergir esforços dos administradores para melhorar o desempenho da organização e, descrevem também, que essa forma de incentivo é dividida em: remuneração variável de curto prazo e remuneração variável de longo prazo.

A remuneração de curto prazo para Anthony e Govindarajan (2006) está associada ao cumprimento de metas estipuladas para um dado período, ou seja, quando ocorre o atendimento de metas previamente negociadas haverá pagamento de bônus. Já, a remuneração variável de longo prazo, de acordo com Wood Jr. e Picarelli Filho (2004), está associada a incentivos que garantirão a valorização e retenção de profissionais da empresa, sendo assim, as formas de pagamento são superiores há um ano.

Os modelos de remuneração variável mais utilizados no Brasil, segundo Xavier, Silva e Nakahara (1999) são apresentados no Quadro 1.

Modelo	Definição
Bônus ou gratificação	Utilizado principalmente por grandes empresas multinacionais para remunerar os altos escalões. Os valores são pagos periodicamente, em razão do resultado obtido, geralmente lucro líquido.
Comissão	É a forma mais antiga e tradicional de remuneração. Utilizada principalmente para remunerar os funcionários da área comercial, consiste em um percentual sobre o volume de vendas.
Incentivos ou campanha	Utilizado principalmente para o alcance de metas preestabelecidas, tem um tempo de duração determinado. O pagamento é feito por meio de bens, serviços ou viagens.
Participação nos resultados (Gainsharing)	É a distribuição de ganhos financeiros decorrentes de aumento de produtividade, redução de custos, ou melhoria de outras metas predeterminadas.
Participação nos lucros (Profitsharing)	É a distribuição de parte do lucro da empresa segundo critérios preestabelecidos.
Participação acionária	É uma forma de incentivo de longo prazo, geralmente destinada aos cargos de direção de empresas de capital aberto. Caracteriza-se pela distribuição ou venda facilitada de ações, que podem ser negociadas, após um período de carência.

Quadro 1 – Modelos de remuneração variável

Fonte: Xavier, Silva e Nakahara (1999)

Dentre os modelos de remuneração apresentados no quadro 1, a participação acionária, que ocorre por meio de planos de incentivos em opção de ações, é uma das formas de incentivo mais utilizadas nos Estados Unidos e Inglaterra, há muitos anos, e aos poucos vem se difundindo também no Brasil (WOOD Jr.; PICARELLI FILHO, 2004; GALDI; CARVALHO, 2006).

Para Byrd, Parrino e Pritsch (1998) a participação acionária dos gestores é o método mais direto e eficiente para alinhar interesses entre principal e agente e, o uso das opções de

ações como forma de remuneração, de acordo com Nunes (2008) consiste em conceder numa data específica opções para compra de lotes de ações da empresa no futuro, a um preço de exercício fixo, que seja igual ou não ao preço de mercado corrente na época da concessão. Para o autor, a utilização desse tipo de remuneração, proporcionará maior motivação para que os empregados se esforcem para melhorar o desempenho da empresa que, conseqüentemente, refletirá no aumento do preço unitário de mercado da ação, excedendo-a do preço de exercício e proporcionando maior ganho.

Para Galdi e Carvalho (2006) as opções de ações fazem parte da remuneração variável dos executivos e podem ser consideradas um importante complemento da remuneração fixa (salário). Para Wood Jr. e Picarelli Filho (2004), os executivos que possuem alto percentual de sua remuneração atrelada à valorização da ação incorrem em grande risco e, por isso, tendem a ser mais comprometidos com os objetivos da empresa, portanto, ocorreria maior alinhamento entre principal-agente.

No ano de 2009, a Comissão de Valores Mobiliária (CVM) incluiu na Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009, a sessão 13 do anexo 24 no Formulário de Referência. O formulário de referência é um documento eletrônico que contém importantes informações periódicas e eventuais prestadas pelos emissores de valores mobiliários (CVM, 2011). A seção 13 do documento determina quais informações referentes à remuneração do conselho de administração e diretoria devem ser evidenciadas, a fim de proporcionar maior transparência sobre o tema (CVM, 2011).

O marco regulatório do tema no mercado brasileiro, conforme menciona Dias (2010) ocorreu no ano de 2008, quando o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 10 – Pagamento baseado em ações. Tal pronunciamento foi aprovado pela CVM, por meio da deliberação 562/08, e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) com a Resolução CFC 1.149/09.

Com a aprovação do Pronunciamento Técnico CPC 10 ficou determinado que as empresas brasileiras possuidoras de planos de opções de ações devem divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis entenderem a natureza e a extensão dos acordos de pagamento baseados em ações que ocorrerem durante o período (CPC 10, 2008).

As determinações do CPC 10 (2008) contribuem para o aumento da evidenciação de informações sobre a remuneração dos executivos, conseqüentemente, proporcionando maior transparência. Nos últimos anos, além da aprovação do CPC 10 (2008) também ocorreram outras reformulações de regras e orientações para políticas e práticas de remuneração dos gestores (SILVA, 2010).

4 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE O TEMA DE PESQUISA NO BRASIL

Alguns estudos têm sido realizados a fim de descrever como as informações referentes a opções de ações têm sido evidenciadas nos mais diversos mercados. Nunes e Marques (2005), por exemplo, apresentaram os fundamentos das opções de ações a funcionários e as normas existentes no tratamento contábil dos planos. Em um estudo empírico, selecionaram 14 companhias abertas nacionais e as informações coletadas demonstram que havia diferenças entre o que é divulgado para os órgãos reguladores e o mercado de capitais brasileiro, em comparação à divulgação aos órgãos reguladores e ao mercado de capitais internacional.

Galdi e Carvalho (2006) estudaram os temas relacionados com a remuneração baseada em ações, concentrando-se na remuneração com opções de ações, expondo e analisando o arcabouço conceitual do SFAS 123 revisado. Para isso apresentou a evolução histórica da controversa normatização do tema, discorrendo sobre os principais conceitos emanados do SFAS 123 revisado, abordando a argumentação utilizada pelo FASB para o embasamento teórico da norma. Constataram que a alteração mais significativa que o SAFS 123 revisado

sofreu com relação ao SFAS 123 original, é a do reconhecimento obrigatório do impacto da remuneração com opções de ações nas demonstrações financeiras.

Morais (2007) analisou os principais determinantes e atribuições das *stock options*, bem como, verificou as opções de ações como extração de rendimentos. A autora concluiu, que as *stock options* são de fato um dos instrumentos de remuneração que tem sido mais utilizado, fundamentalmente para remunerar empregados de topo e qualificados. Assevera ainda que os efeitos disfuncionais que podem advir da sua atribuição podem nem sempre justificar as vantagens que são geralmente apresentadas, como o fato de reter, atrair e motivar os empregados, ou alinhar os interesses dos empregados com os dos acionistas.

Nunes (2008) apresentou as opções de ações como forma de remuneração e as regras de tratamento contábil afins. No estudo empírico foram selecionadas 15 companhias abertas nacionais e as informações coletadas e os resultados demonstram que há diferenças entre o que é divulgado para os órgãos reguladores e o mercado de capitais brasileiro e a recomendação da CVM em Ofício Circular.

Bünn et al. (2009) analisaram os problemas de agência e o papel da governança corporativa nos programas de incentivos com base em ações. A pesquisa foi realizada em grandes empresas européias não financeiras listadas no MSCI Europa. Verificou-se que a aplicação dos programas de incentivos com base em ações exige das empresas elevado padrão de transparência. Os resultados demonstraram que as empresas utilizam os programas de incentivos com base em ações buscando alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas, levando em consideração o ambiente institucional.

Dias, Mendes e Barbosa Neto (2009) compararam o nível de divulgação nos mercados brasileiro e norte-americano das informações referente aos planos de incentivos em opções de ações no ano de 2007 por empresas brasileiras de capital aberto pertencentes aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA que possuíam ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA e na New York Stock Exchange – NYSE. Os autores analisaram as informações financeiras de oito empresas brasileiras dos setores: bens industriais; construção e transporte; consumo não cíclico e materiais básicos, as quais foram submetidas a análise de conteúdo. Como resultado, constataram que, as empresas não apresentavam a totalidade das informações requeridas pela CVM, além de apresentar distinção no nível evidenciação de tais informações aos mercados brasileiro e norte-americano, verificaram que a evidenciação no Brasil era maior que nos Estados Unidos.

Gallon, Miranda e Tomé (2011) tiveram como objetivo analisar nas melhores empresas para se trabalhar no Brasil, segundo o *ranking* da edição de 2009 das revistas Exame e Você S/A., a evidenciação da remuneração variável, diante das Deliberações CVM nº 562/2008 e 600/2009, que aprovaram e tornaram obrigatório, para as companhias abertas, a aplicação dos Pronunciamentos Técnicos CPC's 10 e 33. Realizaram pesquisa descritiva, de natureza qualitativa, por meio de análise de conteúdo nas Notas Explicativas de 2009 em uma amostra final de 19 companhias abertas listadas na BM&FBovespa. Os resultados apontam que das duas formas de remuneração variável propostas para a análise, tendo como referência os CPC's 10 e 33, os itens de divulgação relacionados a Benefícios a empregados (CPC 33) foram os mais pontuados. Os autores concluíram que, de modo geral, os fatores tamanho, setor e quantidade de empregados da empresa condicionam a maior extensão da evidenciação de informação sobre remuneração variável nas demonstrações contábeis.

5 METODOLOGIA

O objetivo do estudo é analisar nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa qual a relação entre a concentração de capital e o uso de planos de opções de ações. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, realizada por meio de análise documental.

A pesquisa descritiva, segundo Martins (1994, p. 28), “[...] tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos”. Para Beuren (2004, p.81), “[...] a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira nem tão aprofundada como a segunda.” Para a autora, descrever significa identificar, relatar, entre outros aspectos.

Quanto à pesquisa documental, Raupp e Beuren, (2004, p. 89) citam que este tipo de pesquisa “[...] baseia-se em materiais que ainda não receberam um tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Para o desenvolvimento deste estudo, foi realizada análise documental, com coleta de dados a partir das notas explicativas, relatórios da administração e formulários de referências das empresas, disponibilizados no *site* da BM&FBovespa e *websites* das organizações referentes ao ano base de 2010.

Em relação à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa quantitativa. Para Martins e Theóphilo (2007, p. 103), uma pesquisa classifica-se como quantitativa quando pode “organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”. Para atingir o objetivo deste estudo, as análises foram realizadas utilizando-se de estatística descritiva (médias, mínimos, máximos e desvio padrão), além da análise de correlação.

A população da pesquisa é composta pelas empresas listadas em todos os setores da BM&FBovespa. A amostra é considerada intencional não probabilística, compreendendo as cinco maiores empresas de cada setor econômico, usando como critério o ativo total. A escolha pelas cinco maiores empresas de cada setor justifica-se pela representatividade que possuem em seus respectivos setores econômicos.

Inicialmente, verificou-se em cada setor econômico e em cada nível de governança corporativa da BM&FBovespa o número de empresas da amostra que possuíam planos de opções de ações no ano de 2010. Em seguida, foi calculado o índice de evidenciação de informações sobre planos de remuneração baseado em opção de ações, com dados coletados por meio das notas explicativas, relatórios da administração e formulários de referências das empresas.

Para cálculo do índice, foi elaborado um constructo a partir do Pronunciamento Técnico CPC 10 (2008) e a Instrução CVM nº 480 (2009). O Quadro 2 apresenta as informações que devem ser divulgadas na sessão 13 do Formulário de referência conforme o referido pronunciamento técnico e a Instrução CVM.

Dimensões pesquisadas	Nº	Informações que devem ser divulgadas sobre os planos de opções de ações
Termos e condições gerais do plano de remuneração baseado em ações	1	Principais objetivos do plano.
	2	Como o plano se insere na política de remuneração da Companhia.
	3	Como o plano alinha os interesses dos administradores e da Companhia a curto, médio e longo prazo.
	4	Número máximo de ações abrangidas no plano.
	5	Número máximo de opções a serem outorgadas.
	6	Condições de aquisição de ações.
	7	Critérios para fixação do preço de aquisição ou exercício das opções.
	8	Critérios para fixação do prazo de exercício.
	9	Forma de liquidação.
	10	Restrições à transferência das ações.
	11	Critérios e eventos que, quando verificados, ocasionarão a suspensão, alteração ou extinção do plano.
Em relação à remuneração baseada em ações reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à revista para	12	Órgão e número de membros participantes do plano de remuneração baseado em opções.
	13	Data da outorga.
	14	Quantidade de opções outorgadas.
	15	prazo máximo para exercício das opções.
	16	prazo de restrição à transferência das ações.

o exercício social corrente.	17	Quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ação em aberto no início do período.
	18	Quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ação perdida durante o período.
	19	Quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ação exercida durante o período.
	20	Quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ação expirada durante o período.
	21	Quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ação em aberto no final do período.
	22	Valor justo das opções na data da outorga.
Em relação às opções ainda não exercíveis ao final do último exercício social	23	Quantidade.
	24	Data em que se tornarão exercíveis.
	25	Prazo máximo para exercício das opções.
	26	Preço médio ponderado de exercício.
	27	Valor justo das opções no último dia do exercício social.
Em relação às opções exercíveis	28	Quantidade
	29	Prazo máximo para exercício das opções.
	30	Prazo de restrição à transferência das ações.
	31	Preço médio ponderado de exercício.
	32	Valor justo das opções no último dia do exercício social.
	33	Valor justo do total das opções no último dia do exercício social.
Em relação às opções exercidas e ações entregues	34	Número de ações exercidas.
	35	Preço médio ponderado de exercício.
	36	Valor total da diferença entre o valor de exercício e o valor de mercado das ações relativas às opções exercidas.
	37	Número de ações entregues.
	38	Preço médio ponderado de aquisição das ações entregues.
	39	Valor total da diferença entre o valor de aquisição e o valor de mercado das ações adquiridas.
Outras informações adicionais	40	Para os acordos de pagamento baseados em ações modificados durante o período: explicação dessas modificações; valor justo incremental outorgado; informação sobre como o valor justo incremental outorgado foi mensurado.
	41	Total da despesa reconhecida no período decorrente de transações de pagamento baseadas em ações nas quais os produtos ou os serviços não tenham sido qualificados como ativos no seu reconhecimento.
	42	Saldo contábil no final do período para os passivos decorrentes de transações de pagamento baseadas em ações.
	43	Valor intrínseco total no final do período das exigibilidades para as quais os direitos da contraparte ao recebimento de dinheiro ou outros ativos foram concedidos até o final do período (como por exemplo, os direitos sobre a valorização das ações concedidas).

Quadro 2 – Informações a serem divulgadas

Fonte: adaptado do CPC 10 (2008) e Instrução CVM nº 480 (2009)

Para cada resposta poderiam ser atribuídas três notas (0, 1 ou 2), sendo 0 para aquelas que não estavam em conformidade com as determinações legais, 1 para as informações que foram apresentadas conforme as determinações e 2 quando a questão não era aplicável para determinadas empresas. Se o índice fosse composto apenas por questões binárias (0 e 1), a empresa poderia ser penalizada por não revelar um tipo específico de informação que não se aplica a sua realidade operacional. Ao final da coleta, as questões que receberam pontuação 2 (considerada não aplicável), foram removidas do índice, pois, caso não fossem, comprometeriam o resultado final. Desta maneira, a pontuação compreendeu somente a soma das questões que receberam pontuação 0 e 1.

Na sequência, foi analisado o percentual total de ações (ordinárias mais preferenciais) e o percentual de ações ordinárias (direito a voto) em posse dos controladores, com o objetivo

de analisar a concentração do capital nas empresas que compõem a amostra, também, referente ao período de 2010. Destaca-se que os percentuais das ações foram obtidos por meio do formulário de referência, documento que substitui a partir de 2009 o relatório de informações anuais (IAN). Trata-se de um documento eletrônico cujo conteúdo reflete importantes informações periódicas e eventuais prestadas pelos emissores de valores mobiliários (CVM, 2012).

Por fim, para atingir o objetivo da pesquisa, realizou-se o teste de *Kolmogorov-Smirnov* para testar se a distribuição amostral possuía normalidade dos dados. O resultado do teste foi positivo, sendo assim, foi possível utilizar o coeficiente de correlação de *Pearson* para verificar a relação entre concentração de capital e utilização de planos de opções de ações.

6 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Primeiramente, descreve-se o número de empresas em cada setor econômico e em cada nível de governança corporativa da BM&FBovespa que possuíam planos de opções de ações no ano de 2010. Em seguida, apresentam-se as estatísticas descritivas do índice de evidenciação das informações divulgadas sobre os planos. Na sequência, apresentam-se as estatísticas descritivas sobre o percentual total de ações (ordinárias mais preferenciais) e o percentual de ações ordinárias (direito a voto) em posse dos controladores, com o objetivo de analisar a concentração do capital nas empresas que compõem a amostra. E, por último, demonstram-se os resultados da correlação de *Pearson* que possibilitou alcançar o objetivo do estudo.

Tabela 1 – Empresas da amostra que possuíam planos de opções de ações no ano de 2010, em cada um dos setores econômicos da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	<i>Nº empresas</i>	<i>Nº Empresas que possuem planos</i>	<i>% Empresas que possuem planos</i>
Bens industriais	5	2	40
Construção e transporte	5	4	80
Consumo cíclico	5	3	60
Consumo não cíclico	5	5	100
Financeiro e outros	5	2	40
Materiais básicos	5	2	40
Petróleo, gás e biocombustíveis	5	4	80
Tecnologia da informação	5	4	80
Telecomunicações	5	2	40
Utilidade pública	5	-	-
Empresas com planos de opções de ações	50	28	56

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 1, que o setor econômico de consumo não cíclico se destacou, pois apresentou o maior número de empresas que possuíam planos de opções de ações, ou seja, 100% delas ofereciam esse tipo de remuneração. Destacaram-se também os setores de construção e transporte, petróleo, gás e biocombustíveis e tecnologia da informação, pois, 80% das empresas nesses setores tinham planos de opções de ações.

Negativamente, destacou-se o setor de utilidade pública, onde, nenhuma empresa possuía plano de opção de ações, e também, os setores de bens industriais, financeiro e outros, materiais básicos e telecomunicações, onde, apenas 40% ofereciam essa remuneração. Percebe-se, de modo geral que, das 50 empresas analisadas, 28 delas (56%), possuíam planos de opções de ações, ou seja, verifica-se que muitas empresas utilizam esse tipo de

remuneração.

Julgou-se ainda interessante analisar o número de empresas que possuíam planos de opções de ações no ano de 2010, em cada um dos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, conforme descrito na Tabela 2.

Tabela 2 – Empresas da amostra que possuíam planos de opções de ações no ano de 2010, em cada um dos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Nível de governança corporativa da BM&FBovespa	Nº total de empresas da amostra	Nº de empresas que possuíam planos de opções de ações	% empresas que possuíam planos de opções de ações
Mercado tradicional	14	6	43
Nível 1	11	4	36
Nível 2	5	3	60
Novo mercado	20	15	75
Empresas com planos de opções de ações	50	28	56

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 2, que as empresas do novo mercado foram àquelas que mais possuíam planos de opções de ações. Destaca-se que nesse nível de governança corporativa, as regras são mais rígidas e há maior preocupação em reduzir os riscos dos investidores, portanto, pode ser um dos motivos que justificam a maior utilização desse tipo de remuneração nas empresas desse nível, pois, a participação acionária dos gestores pode contribuir para o alinhamento de interesses com os acionistas e reduzir conflitos de agência, conforme mencionam Byrd, Parrino e Pritsch (1998) e Galdi e Carvalho (2006).

É possível observar ainda, na Tabela 2, que o mercado tradicional possuía um número maior de empresas com planos de opções de ações do que o nível 1, ou seja, destaca-se que essas empresas, constantes em níveis de proteção aos acionistas considerados inferiores, utilizaram-se mais dessa modalidade de remuneração.

Na sequência, na Tabela 3, apresentam-se as estatísticas descritivas do índice de evidenciação das informações sobre os planos de opções de ações.

Tabela 3 - Estatística descritiva do índice de evidenciação das informações sobre planos de opções de ações

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	% Mínimo	% Máximo	% Média	Desvio Pad. %
Bens industriais	2	75	95	85	14
Construção e transporte	4	88	95	92	3
Consumo cíclico	3	90	95	93	2
Consumo não cíclico	5	71	93	87	9
Financeiro e outros	2	88	93	90	4
Materiais básicos	2	82	93	87	8
Petróleo, gás e biocombustíveis	4	41	89	74	22
Tecnologia da informação	4	59	95	84	17
Telecomunicações	2	86	89	87	2
Utilidade pública	-	-	-	-	-
Índice de evidenciação	28	41	95	86	12

Fonte: dados da pesquisa.

Em relação ao índice de evidenciação, percebe-se na Tabela 3, que o setor econômico de consumo cíclico se destacou, pois, apresentou o maior índice médio de conformidade com o CPC 10 e a Instrução CVM nº 480, equivalente a 93%. O índice mínimo desse setor foi

90% e o máximo foi de 95%. O baixo desvio padrão (2%) demonstra a homogeneidade do índice nesse setor. As empresas do setor de construção e transporte também se destacaram com um índice médio de 92%, índice mínimo de 88% e máximo de 95%, e também, com baixo desvio padrão (3%).

Percebe-se ainda, na Tabela 2, que o setor de petróleo, gás e biocombustíveis possuía a empresa com menor índice de informações divulgadas sobre planos de opções de ações da amostra, cumprindo apenas 41% das determinações do CPC 10 e da Instrução CVM nº 480. Os setores de tecnologia da informação e consumo não cíclico também possuíam empresas com índices baixos de 59% e 71%, respectivamente.

Os setores de bens industriais, construção e transporte, consumo cíclico e tecnologia da informação, possuíam as empresas em maior conformidade de informações divulgadas sobre os planos, cumprindo 95% das informações determinadas legalmente.

De forma geral, têm-se um índice médio de conformidade de 86%, muito distante de 100%. A empresa com menor índice alcançou somente 41% de um total de 43 itens analisados, enquanto que o máximo atingindo foi de 95%. Cabe destacar que nenhuma empresa atingiu 100% de conformidade com o CPC 10 e a Instrução CVM nº 480 de informações divulgadas sobre planos de opções de ação, portanto, é evidente há necessidade do aumento do nível de evidenciação sobre esse tipo de remuneração.

A seguir, nas Tabelas 4 e 5, apresentam-se as estatísticas descritivas sobre o percentual total de ações e o percentual de ações ordinárias em posse dos controladores, com o objetivo de analisar a concentração do capital nas empresas da amostra.

Tabela 4 - Estatística descritiva do percentual total de ações (ordinárias mais preferenciais) em posse dos controladores nas empresas da amostra

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	% Mínimo	% Máximo	% Média	Desvio Pad. %
Bens industriais	5	24	70	48	17
Construção e transporte	5	55	87	62	14
Consumo cíclico	5	17	98	58	29
Consumo não cíclico	5	37	83	65	17
Financeiro e outros	5	33	81	56	19
Materiais básicos	5	22	99	54	33
Petróleo, gás e biocombustíveis	5	29	79	62	20
Tecnologia da informação	5	29	94	63	23
Telecomunicações	5	41	100	66	27
Utilidade pública	5	22	69	49	18
Índice de concentração de capital	50	17	100	58	21

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 4, é possível observar que no setor econômico de telecomunicações estão as empresas com maior concentração de capital, pois, nesse setor o percentual total médio de ações em posse dos controladores é de 66%. Na empresa com menor concentração, o controlador possuía 41% do total das ações e na empresa com maior concentração o controlador possuía 100% das ações da empresa, pelo desvio padrão é possível perceber que não há homogeneidade entre os percentuais encontrados nesse setor. Também se destacam, na Tabela 4, as empresas do setor de consumo não cíclico, onde o percentual total médio de ações em posse do controlador foi de 65%, o percentual total mínimo foi de 37% e máximo de 83%, com desvio padrão de 17%. Destaca-se, ainda, o setor de tecnologia da informação, construção e transporte e o setor de petróleo, gás e biocombustíveis, com percentuais médios de 63%, 62% e 62% respectivamente.

Nota-se ainda, na Tabela 4, que no setor de bens industriais estão às empresas com

menor concentração de capital, ou seja, nesse setor os controladores possuíam em média 48% do total das ações, o controlador com menor percentual total de ações possuía 24% e o com maior percentual detinha 70%, esse setor está entre os que apresentaram menor desvio padrão (17%), portanto, demonstrando menor variação em relação à média. O setor de utilidade pública também apresentou um percentual médio de concentração, inferior aos demais (49%).

De forma geral, os controladores possuíam em média 58% do total de ações, ou seja, há alta concentração de capital nas empresas da amostra. Na empresa com menor concentração, o controlador detinha 17% das ações totais, enquanto que na empresa com maior concentração o controlador detinha 100%.

A etapa seguinte, que consistiu em verificar o percentual do capital votante (total de ações ordinárias), dos controladores, nessas empresas e os resultados estão expostos na Tabela 5.

Tabela 5 - Estatística descritiva do percentual de ações ordinárias (com direito a voto) em posse dos controladores nas empresas da amostra

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empresas	% Mínimo	% Máximo	% Média	Desvio Pad. %
Bens industriais	5	52	81	68	12
Construção e transporte	5	55	93	69	19
Consumo cíclico	5	51	99	70	20
Consumo não cíclico	5	36	94	69	21
Financeiro e outros	5	66	90	78	10
Materiais básicos	5	53	99	74	17
Petróleo, gás e biocombustíveis	5	51	79	67	11
Tecnologia da informação	5	29	94	65	23
Telecomunicações	5	65	100	79	18
Utilidade pública	5	50	69	56	8
Índice de concentração de capital	50	29	100	70	16

Fonte: dados da pesquisa.

Contatou-se, conforme demonstrado na Tabela 5, que a concentração de capital votante por parte do controlador é extremamente alta e bastante superior a concentração de capital total demonstrada na Tabela 4. De modo geral, os controladores possuíam em média 70% do total de ações com direito a voto, na empresa com menor concentração, o controlador detinha 29%, enquanto que na empresa com maior concentração o controlador detinha 100%.

No setor econômico de telecomunicações, novamente, estão às empresas onde ocorre maior concentração de capital votante, pois, nesse setor o percentual total médio de ações ordinárias em posse dos controladores era de 79%. Na empresa com menor concentração, o controlador possuía 65% das ações ordinárias e na empresa com maior concentração o controlador possuía 100%. Agora, destacaram-se também as companhias do setor financeiro, onde o percentual total de ações ordinárias em posse do controlador foi de 78%, o percentual total mínimo foi de 66% e máximo de 90%, com desvio padrão de 10%. Destaca-se, também, a alta concentração no setor de materiais básicos, com média de 74% das ações ordinárias em posse dos controladores.

Verifica-se também, na Tabela 5, que às empresas com menor concentração de capital votante, estão no setor de utilidade pública. Nesse setor os controladores possuíam em média 56% do total das ações ordinárias, o controlador com menor percentual possuía 50% e o com maior percentual detinha 69%, esse setor apresentou o menor desvio padrão (8%), sendo assim, contata-se que há maior homogeneidade entre os percentuais nesse setor.

Na Tabela 6, evidenciam-se os coeficientes de correlação de *Pearson* com o objetivo de verificar nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da

BM&FBovespa se há relação entre a concentração de capital e o uso de planos de opções de ações.

Tabela 6 – Correlação entre utilização de planos de opções de ações, percentual de ações ordinárias e percentual total de ações do controlador

ÍNDICES	Plano de opção de ações	Percentual de ações ordinárias	Percentual total de ações
Plano de opção de ações	1		
Percentual de ações ordinárias	0,300*	1	
Percentual total de ações	0,424**	0,560**	1

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de significância de 0,01

*Correlação estatisticamente significativa ao nível de significância de 0,05

Fonte: dados da pesquisa.

Por meio da Tabela 6, observa-se que a variável plano de opção de ações apresentou uma correlação positiva de 30% com a variável percentual de ações ordinárias, e, estatisticamente significativa a um nível de 0,01. Portanto, o resultado demonstra que, naquelas empresa onde os controladores possuíam maiores percentuais de ações ordinárias (direito de voto) havia uso de planos de opções de ações, assim como o inverso.

Observa-se, ainda, na Tabela 6 que a variável plano de opção de ações também possui correlação positiva de 42% com a variável percentual total de ações, e, também estatisticamente significativa a um nível de 0,05. Ou seja, onde os controladores possuíam maiores percentuais totais de ações (ordinárias mais preferenciais) também havia utilização de planos de opções de ações. Portanto, os resultados demonstraram que, na amostra pesquisada, há relação entre concentração de capital e o uso de planos de opções de ações.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo analisar nas maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa qual a relação entre concentração de capital e o uso de planos de opções de ações. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva conduzida por meio de análise documental, com consulta aos relatórios de referência, notas explicativas e relatórios de administração disponíveis no site da BM&FBovepa e *websites* das organizações referentes ao ano de 2010. A amostra compreendeu as 5 maiores empresas de cada setor econômico, usando como critério o seu ativo total, totalizando 50 empresas.

Inicialmente, verificou-se em cada setor econômico e em cada nível de governança corporativa da BM&FBovespa o número de empresas da amostra que possuíam planos de opções de ações no ano de 2010 e os dados demonstraram que o setor econômico de consumo não cíclico se destacou, pois apresentou o maior número de empresas que possuíam planos de opções de ações. Destacaram-se também os setores de construção e transporte, petróleo, gás e biocombustíveis e tecnologia da informação. Negativamente, destacou-se o setor de utilidade pública, onde, nenhuma empresa possuía plano de opção de ações, e também, os setores de bens industriais, financeiro e outros, materiais básicos e telecomunicações, onde, apenas 40% ofereciam essa remuneração.

Quanto ao número de empresas que possuíam planos de opções de ações em cada um dos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, percebeu-se que as empresas do novo mercado foram àquelas que mais possuíam planos de opções de ações. Como trata-se do nível em que as regras são mais rígidas e há maior preocupação em reduzir os riscos e proteger os investidores, as empresas podem estar utilizando este tipo de remuneração visando um maior alinhamento de interesses dos gestores com os acionistas, ou seja, para reduzir conflitos de agência.

Em seguida, foi calculado o índice de evidenciação das informações sobre os planos

de opções de ações e, foi possível perceber que o maior índice médio de conformidade com o CPC 10 e a Instrução CVM nº 480, equivalente a 93% foi obtido pelas empresas do setor de consumo cíclico. O setor de petróleo, gás e biocombustíveis, além de apresentar o menor índice médio de evidência (74%), também possuía a empresa com menor índice entre todas, cumprindo apenas 41% das determinações. De forma geral, encontrou-se um índice médio de conformidade de 86%, bastante distante de 100%.

Na sequência foi analisado o percentual total de ações em posse dos controladores, com o objetivo de analisar a concentração do capital nas empresas da amostra e os resultados demonstraram que no setor econômico de telecomunicações o percentual total médio de ações em posse dos controladores era de 66%. No setor de bens industriais, havia a menor concentração, já que, nesse setor os controladores possuíam em média 48% do total das ações. De forma geral, os controladores possuíam em média 58% do total de ações, ou seja, no ano de 2010 havia sim alta concentração de capital nas empresas da amostra.

A concentração de capital ficou ainda mais evidente ao analisar o percentual do capital votante (total de ações ordinárias), pois, de modo geral, os controladores possuíam em média 70% do total de ações com direito a voto. No setor econômico de telecomunicações, novamente, estavam às empresas com maior concentração de capital votante (79%), destacaram-se também as companhias do setor financeiro, onde o percentual total de ações ordinárias em posse do controlador foi de 78%. As empresas de menor concentração no capital votante eram do setor de utilidade pública.

Por fim, utilizou-se na análise estatística o coeficiente de correlação de *Pearson* que possibilitou alcançar o objetivo do estudo, demonstrando que nas empresas analisadas, aquelas onde os controladores possuíam maiores percentuais de ações ordinárias (direito de voto) e maiores percentuais totais de ações (ordinárias mais preferenciais), havia utilização de planos de opções de ações. Sendo assim os resultados demonstraram que, na amostra pesquisada, há relação entre concentração de capital e o uso de planos de opções de ações.

Os resultados deste estudo despertam interesse em novas pesquisas sobre planos de opções de ações e fatores que podem influenciar no uso deste tipo de remuneração. Assim, recomenda-se ampliar o número de empresas pesquisadas, selecionando inclusive aquelas que não negociam ações na BM&FBovespa. Também seria interessante utilizar outros períodos de tempo e outros fatores não utilizados neste estudo.

REFERÊNCIAS

- ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. São Paulo: Atlas, 2006.
- BEUREN, I. M (Org.); LONGARAY, A. A.; RAUPP, F. M; SOUSA, M. A. B; COLAUTO, R. D.; PORTON, R. A. B. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- BRASIL, Comissão De Valores Mobiliários (CVM). **Anexo nº 24 da Instrução CVM nº 480**. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 06 out. 2011.
- _____. **Instrução CVM nº 480**. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 06 out. 2011.
- _____. Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). **Pronunciamento Técnico CPC 10 – Pagamento baseado em ações**. 2008. Disponível em: www.cpc.org.br. Acesso em: out. 2011.

- BÜNN, E.; RAPP, M. S.; SCHWANECKE, H. F.; WOLFF, M. Corporate governance and **stock-based incentives** – An analysis of European firms. jul. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1438059>>. Acesso em: 07 out. 2011.
- BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, v. 54, n. 3, p. 14-30, 1998.
- CARVALHO, M. V. F.. **Rumo à remuneração variável**: um estudo de caso de participação nos resultados em uma empresa de comunicações capixaba. 2001. 166 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2001.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, 2002.
- DIAS, W. O. **Remuneração variável nas empresas brasileiras**: estudo de determinantes da utilização de stock options. 2010. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.
- DIAS, W. O.; MENDES, R. C.; BARBOSA NETO, J. E. *Disclosure* no mercado de capitais: um estudo do nível de evidenciação de plano de opções em ações das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa e Nyse. In: VI CONVIBRA – Congresso Virtual Brasileiro de Administração, 2009.
- EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**, vol. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- GALDI, F. C.; CARVALHO, L. N. Remuneração em opções de ações: o sfas 123 revisado. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 23-35, set. 2006.
- GALLON, A. V.; MIRANDA, K. F.; TOMÉ, F. W. Evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na bm&fbovespa: um estudo à luz dos cpc's 10 e 33. In: 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade São Paulo, 11, 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011.
- JENSEN, M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, p. 323-29, 1986.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KIMURA, H.; LINTZ, A. C.; SUEN, A. S. Uma contribuição da teoria de opções para a avaliação dos custos de agência. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 6, 1998.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.
- LANE, J. Relevance of the principal-agent framework to public policy and implementation. **National University of Singapore, Faculty of Arts e Sciences**. Work paper series 2003. Disponível em <<http://faz.nus.edu.sg/ppp/docs/wp/wp29.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2011.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINEZ, A. L. Agency theory na pesquisa contábil. In: Encontro Nacional da Associação de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 22., 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.
- MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. Sao Paulo: Atlas, 1994.
- MARTINS, G.M.; THEÓPHILO, C.R. Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. São Paulo: Atlas, 2007.

- MORAIS, A. I. *Stock Options: Principais Determinantes da sua Atribuição*. **Revista Revisores e Auditores**, v. 1, p. 49-54, 2007.
- MOTTA, W. H.. Remuneração variável: “stock options”, valor econômico agregado, participação nos lucros ou resultados e benefícios flexíveis. Disponível em: http://www.aedb.br/seget/artigos05/6_REMUNERACAO%20variavel.pdf. Acesso em: out. 2011.
- MOURA, G. D.; BEUREN, I. M. Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**, v. 13, n. 29, p. 11-37, 2011.
- NUNES, A. A. Concessão de Opções de Ações a Funcionários: um Problema Contábil. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 1, p. 109-129, 2008.
- NUNES, A. A.; MARQUES, J. A. V. C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações enviadas à CVM e à SEC. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, n. 38, p. 57-73, mai./ago. 2005.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade edesempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.
- OYER, P.; SCHAEFER, S.; Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories. **Journal of Financial Economics**, v. 76, p. 99-133, 2005.
- PONTES, Benedito Rodrigues. **A competitividade a remuneração flexível**. São Paulo: LTr, 1995.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, Ilse Maria (org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2004.
- SANTOS, A. G. **Comitê de auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras**. 2009. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, 1997.
- SILVA, J. O. **Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras**. 2010. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2010.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- SUBRAMANIAM, N. Agency theory and accounting research: an overview of some conceptual and empirical issues. In: HOQUE, Zahirul (org.). **Methodological issues in accounting research: theories, methods and issues**. London: Spiramus, 2006.
- XAVIER, P. R.; SILVA, M. O.; NAKAHARA, J. M. **Remuneração variável: quando os resultados falam mais alto**. São Paulo: Makron Books, 1999.
- WAKAMATSU, A.; KIMURA, H.; BASSO, L. F. C. **Pesquisa Empírica Sobre Planos De Opções Sobre Ações Envolvendo Potenciais Beneficiários No Brasil**. 2005. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos52005/475.pdf>. Acesso em: out, 2011.
- WOOD Jr., T.; PICARELLI FILHO, V. Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.