

Relação entre a divulgação de pagamentos baseados em ações e os níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa

doi: 10.4025/enfoque.v33i3.21160

Rafaella Tonani

Bacharela em Ciências Contábeis e Especialista em Contabilidade Pública e Responsabilidade Fiscal
Ex-aluna da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo
rafaellatonani@yahoo.com.br

Ricardo Luiz Menezes da Silva

Doutor em Ciências Contábeis
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo
rims@fearp.usp.br

Recebido em: 15.06.2013

Aceito em: 17.07.2014

2ª versão aceita em: 20.10.2014

RESUMO

A Teoria de Agência prevê um desalinhamento entre os interesses de acionistas e gestores, devido às utilidades diferentes. O plano de pagamento baseado em ações pode ser usado como um mecanismo para alinhar os interesses, propondo-se a criar incentivos para que a gestão busque a maximização de valor da companhia. O Pronunciamento Técnico deste plano de incentivo é recente, surgindo a necessidade de estudar sua aplicação. Além disso, empresas podem adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, implicando maior transparência e proteção legal aos acionistas não controladores. Segundo pesquisas sobre divulgação contábil (VERRECCHIA, 2001), os gestores possuem incentivos ao tomarem decisões sobre o nível de divulgação de informações contábeis. Este trabalho investigou a relação entre a divulgação de pagamento baseado em ações e os níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. A análise de conformidade das demonstrações contábeis de 2011 das empresas possuidoras de pagamento baseado em ações seguiu um *check list* segundo os requisitos de divulgação do CPC 10 (R1). Compuseram a amostra 156 empresas listadas na BM&FBOVESPA que possuíam pagamento baseado em ações, sendo 122 pertencentes aos níveis de governança corporativa e 34 ao segmento tradicional, avaliadas pelo teste não-paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney. Concluiu-se que as empresas pertencentes aos seguimentos de governança corporativa apresentaram *score*/nível de divulgação mais elevado comparativamente às empresas do segmento tradicional, quanto ao pagamento baseado em ações. Isso se deve aos incentivos dados aos gestores, tal como listagem da empresa na BM&FBOVESPA e instrumentos de remuneração variável para alinhar os interesses, como o pagamento baseado em ações.

Palavras chave: Opções de ações. Pagamento baseado em ações. Remuneração variável. Planos de incentivos. Governança corporativa.

Relationship between the disclosure of share-based payments and the levels of Corporate Governance of the BM&FBovespa

ABSTRACT

The Agency Theory foresees a misalignment between the interests of shareholders and managers, because of various utilities. A mechanism that can be used to align the interests corresponds to the share-based payment plan, which proposes to create incentives for the management seeking to maximize the value of the company's value. In addition, companies can adopt differentiated corporate governance practices, which imply greater transparency and legal protection to non-controlling shareholders. The implementation of regulatory Technical Pronouncement of this type of incentive plan is recent, being necessary to study your application. According to research on accounting disclosure (VERRECCHIA, 2001), managers have incentives to make decisions about the level of disclosure of

accounting information. This study investigated the relationship between the disclosure of share-based payment and the corporate governance levels of the BM&FBOVESPA. The compliance analysis of the 2011 financial statements of companies with based payment followed the disclosure rules of the CPC 10 (R1). The sample consisted of 156 companies listed on the BM&FBOVESPA that has share-based payment, of which 122 belonged to levels of corporate governance and 34 the traditional segment, evaluated by non-parametric test Wilcoxon-Mann-Whitney. It was concluded that companies belonging to segments of corporate governance has higher disclosure score about share-based payment compared with companies belonging to the traditional listing segment of the BM&FBOVESPA. This is due to the incentives given to managers, such as listing the company on the BM&FBOVESPA and instruments of variable remuneration to align interests such as share-based payment.

Keywords: Stock options. Share-based payment. Variable remuneration. Incentive plans. Corporate governance.

1 INTRODUÇÃO

O crescente uso de programas de remuneração de funcionários por meio da concessão de opções de compra de ações e a revisão de normas internacionais de contabilidade sobre o tema trouxeram relevância ao assunto tanto para empresas, quanto para funcionários, gestores e público acadêmico, principalmente, após debates públicos sobre a relação entre estes pacotes e as fraudes ocorridas nos EUA em 2002 (IUDÍCIBUS; MARION; AUGUSTO, 2007).

Segundo levantamento realizado na base de dados Economática, em 2010, o volume de opções outorgadas foi cerca de R\$ 12,18 bilhões de reais e apenas dois anos depois, esse volume dobrou, sendo R\$25,89 bilhões em 2012. O crescimento desse tipo de remuneração variável permite que o empregado torne-se um acionista da empresa, conferindo uma pequena participação nos resultados gerados pela companhia (MARQUES, NUNES, 2005).

Estes pacotes se apresentam como uma tentativa de alinhar interesses entre funcionários e gestores, visando minimizar os conflitos de agência. Jensen e Meckling (1976), apontaram o surgimento de debates profissionais acerca da separação entre propriedade e controle e definiram a relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) designa outra (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, envolvendo a delegação de certa autoridade de tomada de decisão ao agente. Para os autores, caso ambas as partes busquem a maximização de sua utilidade nesse

relacionamento, há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Na tentativa de limitar tais divergências de interesses, o principal buscará alternativas, tais como incentivos aos agentes e técnicas de monitoramento (SEGATTO; ROCHA, 2005).

Ainda visando minimizar os conflitos de agência, destaca-se o princípio da divulgação, que ainda é um quebra-cabeça na literatura contábil (KORN; SCHILLER, 2002). A teoria da divulgação foi discutida precipuamente por Verrecchia (2001) e Dye (2001), entretanto para Dye (2001), o que existe é a teoria da divulgação voluntária, cuja decisão sobre o que será ou não divulgado, caberá à própria empresa, divulgando conforme seus próprios interesses.

Assim, o limiar entre o que a entidade divulgará ou não aos usuários da informação contábil não tem definição clara na literatura. Em razão desse tipo de dificuldade, os Pronunciamentos Técnicos têm como objetivo os procedimentos para reconhecimento e divulgação nas demonstrações contábeis. Especificamente, no caso das transações envolvendo o pagamento baseado em ações, o CPC 10 exige que seus efeitos estejam refletidos no resultado e no balanço patrimonial da entidade. Este Pronunciamento foi emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis intitulado “Pagamentos Baseados em Ações” que está referenciado à norma Share-based Payment - IFRS 2, emitida pelo *International Accounting Standards Board* - IASB.

A partir da adoção das normas internacionais, *International Financial Reporting Standards* – IFRS, o Brasil tem vivido um momento de convergência às normas internacionais de contabilidade. Apesar dessa tendência de uniformização das práticas contábeis internacionais, o país possui em seu histórico um mercado de capitais pouco desenvolvido, com um ambiente institucional fraco (ANDERSON, 1999). Na tentativa de criar incentivos para aumentar o volume de investimentos, em 2000, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA lançou segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), com regras rígidas de governança, além das obrigações impostas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.). A criação dos níveis de governança teve como premissa básica melhorar a avaliação das companhias que decidiam aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem (BM&FBOVESPA, 2012a).

Logo, o presente trabalho investigou a relação entre a divulgação de pagamento baseado em ações e os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, buscando responder a seguinte questão: **as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentam níveis de divulgação sobre o pagamento baseado em ações mais elevados do que as empresas listadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA?**

O trabalho torna-se relevante quando se analisa o atual contexto corporativo brasileiro, no qual cada vez mais empresas aderem aos seguimentos diferenciados de governança corporativa e adotam o pagamento baseado em ações, como forma de remuneração. Como citam Ludícibus, Marion e Augusto (2007, p. 1) “em pesquisa da CVM, de 23 empresas avaliadas, que abriram seu capital entre 2004 e 2006, 52% têm a intenção de remunerar seus principais executivos com opções de ações”. É válido relembrar também os recentes debates ocorridos acerca do reconhecimento, mensuração e contabilização desse tipo de remuneração variável, fazendo-se necessário um estudo mais a fundo sobre seu reflexo nas demonstrações

divulgadas aos usuários da informação contábil. O trabalho pode trazer evidências empíricas sobre o grau de aderência na adoção do CPC 10 (R1) – Pagamento Baseado em Ações, principalmente, diante de incentivos diferentes entre empresas do segmento tradicional e dos níveis de governança corporativa. Espera-se ainda trazer aos leitores reflexões úteis à expectativa dos usuários das informações contábeis, visto que as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa atendem regras mais rígidas, comparativamente às empresas do segmento tradicional.

Como último ponto a salientar, o levantamento bibliográfico realizado no presente trabalho, possibilitou a percepção de que, apesar da vasta discussão do tema na literatura nacional, poucos estudos investigaram a relação entre governança corporativa e pagamento baseado em ações, corroborando à conclusão de Rocha et al (2012), de que a Teoria da Agência e a Assimetria da Informação estão sendo mais pesquisadas no contexto internacional. Assim, por todos os fatores apontados, este artigo vem analisar o pagamento baseado em ações no cenário corporativo brasileiro.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

As relações entre proprietários e administradores são de longa data, mas a principal abordagem sobre o tema foi trazida, em meados de 1970, por Jensen e Meckling, que efetivamente passaram a definir os atores destas relações por meio da Teoria da Agência. Também é conhecida como Teoria do Agente Principal, e consiste numa das principais teorias de finanças, além de ser considerada a principal abordagem formal para a governança corporativa. Toda vez que alguém - denominado de agente - é posto para administrar os interesses de outro - o principal - surge a relação de agência (IBGC, 2012a).

Por outro lado, Zotto (2005) reforça que a teoria da agência tem como pressuposto a assimetria

de informação e a consequente possibilidade de oportunismo. Segatto e Rocha (2005) afirmam ainda que o principal buscará mecanismos para limitar estas divergências de interesse e, desse modo, serão estabelecidos ao agente incentivos e técnicas de monitoramento.

Lima, Araújo e Amaral (2008) destacam a preocupação inerente ao ambiente empresarial, sobretudo quando a propriedade é dispersa, por isso mecanismos de controle buscam assegurar que os gestores não tomem decisões conflitantes com o objetivo de maximizar o valor da empresa.

No que concerne ao cenário brasileiro, Gonzaga e Costa (2009) apontam uma grande concentração do controle acionário, decorrente do pequeno número de acionistas que detém a maioria das ações com direito a voto, garantindo assim o poder político. Assim, um possível conflito de interesses surge entre aqueles que detêm ações ordinárias e aqueles que possuem ações preferenciais.

2.2 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Para Korn e Schiller (2002), o chamado princípio de disclosure, ou princípio de divulgação, é um quebra-cabeça na literatura contábil. Assim, Silva (2009) relembra a discussão entre Verrecchia (2001) e Dye (2001) acerca da existência de uma teoria única ou abrangente sobre disclosure.

Para Dye (2001), a literatura ainda não está suficientemente madura a ponto de ser considerada como uma teoria. Segundo o autor, o que existe é a teoria da divulgação voluntária, cuja decisão sobre o que será ou não divulgado, caberá à própria empresa, divulgando conforme seus próprios interesses (DYE, 2001).

Ao passo que, Verrecchia (2001), em seu artigo “*Essays on disclosure*” propõe três categorias de pesquisas sobre a divulgação contábil. A primeira consiste na divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*), que estuda o efeito da divulgação exógena sobre o comportamento dos investidores, principalmente através do impacto da informação nos preços dos ativos e no volume de negociação

(VERRECHIA, 2001). A segunda, denominada divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*), analisa quais os incentivos gestores e/ou empresas têm para divulgar informações internas (VERRECCHIA, 2001). Por fim, a terceira categoria é a divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*), em que os trabalhos discutem os tipos de divulgação preferidos quando há ausência de conhecimento prévio da informação, aqueles incondicionalmente preferidos (VERRECCHIA, 2001).

Posteriormente, Korn e Schiller (2002), contrariamente ao exposto por modelos teóricos dos mercados financeiros que afirmavam que empresas em equilíbrio deveriam divulgar todas suas informações, concluíram em seu trabalho que a seletividade no equilíbrio não era um “mal” em si e que, nesse sentido, o princípio de *disclosure* ou princípio de divulgação, poderia ser muito restrito (KORN; SCHILLER, 2002). Korn e Schiller (2002) mostraram que quando o critério de seletividade do equilíbrio é um pouco menos restritivo, existem possíveis resultados mais semelhantes à realidade.

Nessa mesma busca pela reflexão da realidade, o próprio Pronunciamento Técnico normatizador das transações com pagamento baseado em ações, traz como objetivo os procedimentos para reconhecimento e divulgação, nas demonstrações contábeis, das transações com pagamento baseado em ações realizadas pela entidade. Especificamente, exigindo-se que os efeitos das transações de pagamentos baseados em ações estejam refletidos em seu resultado e em seu balanço patrimonial. Por essa razão, adotou-se como o nível/score de divulgação informacional máximo a totalidade das exigências contidas no Pronunciamento Técnico pertinente às transações envolvendo o pagamento baseado em ações, que consiste no CPC 10 (R1) – Pagamento baseado em ações.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conceitualmente, a Governança Corporativa surgiu para superar o “conflito de agência”, em função da separação entre a propriedade e a

gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. Todavia, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, resultando em um conflito de agência ou conflito agente-principal (IBGC, 2012).

Ainda segundo o IBGC, nos últimos anos, a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa tem se expandido tanto nos mercados desenvolvidos, quanto em desenvolvimento, porém não existe um modelo padrão de Governança. Apesar disso, é possível afirmar que todos se baseiam nos princípios da transparência, independência e prestação de contas (*accountability*) como uma forma de atrair investimentos aos negócios e ao país. Neste sentido, visando conquistar a confiança dos investidores, empresas e países perceberam a importância de incorporar algumas regras fundamentais, tais como sistemas regulatórios e leis de proteção aos acionistas; conselho de administração que atenda aos interesses e valores dos *shareholders*; auditoria independente; processo justo de votação em assembleias; e a maior transparência nas informações.

Azevedo (2000) destaca que “a implementação das boas práticas de governança não é uma tarefa fácil e tende a ser ainda mais complicada no Brasil”. A predominância do controle familiar, a reduzida pulverização do capital em bolsa e o reduzido percentual de acionistas com direito a voto são características que propiciam um cenário adverso à governança corporativa, e que abrem espaço para o desequilíbrio entre interesses de acionistas controladores e minoritários (VILELA, 2005).

Em dezembro de 2000 a Bolsa de Valores – BM&FBOVESPA lançou os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado), com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, de modo a criar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias, atraindo novos investidores e novas empresas

(BM&FBOVESPA, 2012a).

Segundo a BM&FBOVESPA, (2012a) essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e melhoram a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Além disso, as regras mais rígidas para as empresas reduzem o risco dos investidores que decidem ser sócios destas empresas, graças aos direitos e garantias asseguradas aos acionistas e às informações mais completas divulgadas, que reduzem as assimetrias de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado.

Neste contexto, este trabalho investiga a relação entre a Governança Corporativa, representada pela adesão aos níveis de Governança da BM&FBOVESPA, e a divulgação da remuneração por meio dos planos de *stock options*, regulados pelo CPC 10 (R1) - Pagamento Baseado em Ações, representando os mecanismos criados para diminuir os conflitos de agência. Posto o maior comprometimento para com os direitos dos acionistas e o maior nível de divulgação imposto pelas regras dos segmentos de governança, espera-se um maior nível de divulgação das empresas listadas nos níveis de governança, principalmente, no que diz respeito ao instrumento de pagamento baseado em ações, usado para alinhar os interesses das partes.

2.4 REMUNERAÇÃO VARIÁVEL E PAGAMENTO BASEADO EM AÇÕES

A remuneração é um dos sistemas mais relevantes e complexos na administração de recursos humanos (KRAUTER, 2009). Segundo Motta (2005) um funcionário tem essencialmente três fontes de renda: remuneração fixa, remuneração variável e benefícios, que compõem a remuneração total.

Dentre os vários procedimentos para a gestão de pessoas nas empresas com vistas a maior atração, retenção e produtividade do quadro funcional, destacam-se as formas de

remuneração variável, que buscam alinhar interesses de empregados e proprietários (MIRANDA; TOMÉ; GALLON, 2011). Pode-se notar que muitos trabalhos acadêmicos são unânimes ao afirmarem que os modelos de remuneração atreladas a desempenho estão numa crescente, sendo adotados por diferentes empresas. Para muitos autores, consultores e gerentes, a remuneração variável é considerada como uma das maiores tendências da gestão de pessoal para o futuro (DELLAGNELO; DELLAGNELO, 1996).

Para Dellagnelo e Dellagnelo (1996), a remuneração variável surge como uma opção coerente com a nova realidade de flexibilização, buscando aliar o comprometimento dos funcionários aos resultados da organização, vinculando, assim, sua remuneração à performance alcançada.

Dentre os diversos modelos de remuneração variável, a participação acionária, também denominada plano de incentivo em opções de ações, é um dos modelos de incentivo de longo prazo mais utilizados como remuneração de altos executivos (RAPPAPORT, 2001). Desse modo, o presente trabalho propõe-se a tratar deste tipo de plano de incentivo baseado em opções de ações, também denominado *stock options*.

Wood Júnior e Picarelli Filho (2004) afirmam que a finalidade dos programas de incentivos baseados em opções de ações pode ser dividida em dois grupos principais: i) aumentar o direcionamento para o alcance de determinadas metas, nas quais a remuneração total dos executivos é diretamente proporcional ao crescimento desejado; ii) criar ou reforçar o senso de identidade e comprometimento, no qual o incentivo objetiva um melhor desempenho organizacional.

Segundo Ludícibus, Marion e Augusto (2007), uma opção é um ativo que depende do desempenho de outro ativo, sendo, portanto, um derivativo. O Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1) (2012) define uma opção de ações como um contrato que confere ao seu titular o direito, porém não a obrigação, de subscrever as ações da entidade a um valor fixo

ou determinável, durante um período de tempo determinado. Por se tratar apenas de um direito, o detentor dessa opção pode ou não exercê-la.

Em sua configuração mais comum, a opção de ações confere ao empregado o direito de comprar certo número de ações da companhia a um preço fixo após um determinado período. O preço pelo qual a opção é concedida é usualmente o preço de mercado na data em que as opções são concedidas.

A lógica deste benefício consiste na expectativa que o preço das ações subirá e os empregados poderão exercer a opção ao preço que foi referenciado no momento da concessão. Após isso, eles poderão vender as ações pelo preço corrente do mercado, de modo que, se o preço acordado na concessão da opção estiver mais baixo que o preço atual corrente, há um ganho pela valorização das ações (CVM, 2007).

Consequentemente, o incentivo oferecido transforma-se em “combustível”, segundo Nunes (2008), de modo que os empregados trabalhem com afinco, a fim de que melhorem o desempenho da empresa e, por conseguinte, aumentem o preço de mercado da ação.

Todavia, Ludícibus, Marion e Augusto (2007) lembram que nem todas as organizações seguem o desenho tradicional, pois durante a existência destes planos foram desenvolvidos outros modelos que têm o mesmo propósito, porém com características diferentes. Isso ocorre em função da necessidade de adequar-se à realidade da empresa. A seguir, são apresentadas as diversas modalidades dos planos de incentivos baseados em ações:

- Direitos de valorização da ação (*Stock Appreciation Rights* – “SARs”): neste tipo de plano o benefício concedido ao funcionário é a valorização das ações. Seu diferencial consiste na forma de liquidação, pois ao invés do empregado pagar o valor de exercício e receber uma ação (com valor de mercado superior ao valor de exercício, caso contrário, não exerceria sua opção), ele recebe a valorização da ação, que corresponde à diferença entre o valor de

mercado da ação na data do exercício e o valor do exercício. Em geral, o pagamento é feito em espécie, ou em uma combinação de formas de pagamento (parte em espécie e parte em instrumentos patrimoniais), podendo também efetuar o pagamento com um volume de ações que representem o valor equivalente ao que o empregado deveria receber.

- Ações fantasmas (*Phantom Stocks*): da mesma forma que na SAR, o funcionário recebe a valorização da ação, porém o pagamento só pode ser feito em espécie.
- Ações restritivas (*Restricted Options*): os prêmios de ações “restritivas” são concessões de ações a funcionários, em geral a custo zero. Porém, a restrição está vinculada à permanência do empregado na empresa por certo período.
- Ações de desempenho (*Performance - Type Plans*): consiste na concessão de determinada quantidade de ações ao funcionário, quando este atinge metas de longo prazo previamente determinadas.
- Planos de compra de ações: Têm por objetivo incentivar uma cultura de investimento nos funcionários. As empresas promovem o desenvolvimento da habilidade de comprar ações oferecendo um desconto sobre o preço justo de mercado da ação. Trata-se de uma prática incentivada pelo Fisco americano. (IUDÍCIBUS; MARION; AUGUSTO, 2007; NUNES, 2008).

2.5 NORMATIZAÇÃO DO PAGAMENTO BASEADO EM AÇÕES

Desde 2004 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emite recomendações acerca da contabilização das remunerações por ações, todavia limitando-se às empresas brasileiras que negociavam papéis em mercados estrangeiros (IUDÍCIBUS; MARION; AUGUSTO, 2007). Essas recomendações orientavam que as companhias reconhecessem contabilmente as despesas referentes à concessão de ações como uma

maneira de remuneração de empregados, porém sem especificar como fazê-lo. Quanto aos detalhes de cada plano, solicitava-se apenas a divulgação em notas explicativas (GALDI; CARVALHO, 2006).

No atual cenário de convergência às IFRS, o pagamento baseado em ações é tratado no CPC 10 (R1) – Pagamento baseado em ações, aprovado pela Deliberação CVM nº 562/2008 e pela Resolução CFC nº 1.149/2009. Essa norma determina quais os pontos a serem divulgados pela entidade a fim de possibilitar aos usuários das demonstrações contábeis, sobretudo, o entendimento quanto à natureza e a extensão dos acordos com pagamento baseado em ações existentes. São eles:

- A descrição de cada tipo de acordo com pagamento baseado em ações que vigorou por algum momento do período, incluindo, para cada acordo, os termos e condições gerais, tais como os requisitos de aquisição de direito, o prazo máximo das opções outorgadas e o método de liquidação (se em caixa ou em instrumentos patrimoniais);
- A quantidade e o preço médio ponderado de exercício das opções de ações para cada um dos seguintes grupos de opções: (a) em circulação no início do período; (b) outorgadas durante o período; (c) com direito prescrito durante o período; (d) exercidas durante o período; (e) expiradas durante o período; (f) em circulação no final do período; e (g) exercíveis no final do período;
- Para as opções de ações exercidas durante o período: o preço médio ponderado das ações na data do exercício. Se as opções forem exercidas em base regular durante todo o período, a entidade pode, em vez disso, divulgar o preço médio ponderado das ações durante o período;
- Para as opções de ações em circulação no final do período: (a) a faixa de preços de exercício; e (b) a média ponderada da vida contratual remanescente. Se a faixa de preços de exercício for muito ampla, as

opções em circulação devem ser divididas em faixas que possuam um significado para avaliar: (a) a quantidade e o prazo em que ações adicionais possam ser emitidas; e (b) o montante em caixa que possa ser recebido por ocasião do exercício dessas opções.

- A entidade deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis entender como foi determinado, durante o período o valor justo dos produtos ou serviços recebidos; ou o valor justo dos instrumentos patrimoniais outorgados.

Por fim, a divulgação de transações de pagamento baseado em ações deve ser realizada da forma mais clara possível, com o objetivo de garantir que os usuários das demonstrações contábeis possam entender as suas principais características e condições.

3 METODOLOGIA

Com base na literatura apresentada, a hipótese de pesquisa é:

H₁: as empresas que possuem planos de pagamento baseado em ações e que estão listadas nos níveis de Governança Corporativa da B&FBOVESPA apresentam um nível de divulgação maior em relação às listadas no segmento tradicional.

Esse estudo pode ser classificado como uma pesquisa descritiva, pois busca comparar o nível de divulgação em termos de opções de ações das companhias listadas nos níveis de governança corporativa em relação às empresas listadas no segmento tradicional.

Dias, Veneroso e Mario (2009) ressaltam que uma pesquisa descritiva mostra as características de uma determinada população ou de certo fenômeno, todavia sem o compromisso de explicar os fenômenos que está descrevendo, mesmo que sirva de base para tal explicação.

Quanto aos procedimentos técnicos, o estudo classifica-se como uma pesquisa do tipo documental, pois, segundo Gil (1999), usa de materiais que ainda não receberam nenhum tratamento analítico, ou que ainda são passíveis de reelaboração conforme os objetivos da pesquisa. Por usar como fonte de análise as demonstrações contábeis e notas explicativas retiradas do sítio eletrônico da CVM, esse trabalho caracteriza-se como documental com o uso de informações primárias, ou seja, “são documentos de primeira mão, que não receberam qualquer tratamento analítico, tais como: documentos oficiais, reportagens de jornal [...] etc” (GIL, 1999).

Além disso, este estudo analisa a totalidade de empresas listadas nos níveis de governança corporativa, tornando-o mais consistente em comparação àqueles que utilizam apenas amostras.

Em julho de 2012, 412 empresas estavam listadas na BM&FBOVESPA. Foram selecionadas apenas aquelas que haviam outorgado opções até o exercício findo de 2011, que divulgaram suas demonstrações contábeis referentes ao ano de 2011 em padrão IFRS, e que possuíam suas opções de ações negociadas na BM&F BOVESPA, totalizando assim 156 companhias com esse perfil.

Posteriormente, as demonstrações contábeis e notas explicativas das empresas foram submetidas a uma análise de conformidade com as regras de divulgação exigidas pelo Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1) a fim de identificar como foram evidenciadas as informações sobre opções de ações no exercício de 2011. Para realizar tal comparação, foi elaborado um *check list* com 5 pontos principais baseados nos itens mínimos de divulgação exigidos no Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1) – Pagamento Baseado em Ações, avaliando-se o nível de conformidade das demonstrações contábeis em relação ao CPC 10 (R1). O Quadro 1 apresenta os itens avaliados.

Itens de Divulgação CPC 10 (R1)

- 1- Descrição de cada tipo de acordo que vigorou por algum momento do período (Item 44, CPC 10 (R1))
- 2- Quantidade e preço médio de exercício das opções para cada grupo de opções (Item 45, CPC 10 (R1))
- 3- Divulgação de como foi determinado o valor justo dos produtos, serviços ou instrumentos patrimoniais outorgados (Itens 46 a 49, CPC 10 (R1))
- 4- Apresentação de informações que permitem o entendimento dos efeitos das opções de ações nas demonstrações contábeis (Itens 50 e 51, CPC 10 (R1))
- 5- Divulgação de informações adicionais (Item 52, CPC 10 (R1))

Quadro 1- Check list de conformidade ao Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1).

Fonte: Próprio autor.

Para cada um dos 5 itens, pontuações foram atribuídas segundo o *score*/nível informacional das demonstrações. Para realizar tal análise comparativa das informações, os resultados foram mensurados em uma escala, a fim de quantificar o grau de aderência das informações divulgadas nas demonstrações contábeis de cada empresa em relação aos requisitos de divulgação estabelecidos pelo CPC 10 (R1). A escala variou de 0 a 3, com os seguintes critérios de classificação: 0 – nenhuma informação mencionada; 1- baixo nível informacional, determinado por até 50% de atendimento ao tópico; 2- evidenciação parcial, dada por mais de 50% do requerido e inferior a 100%; e, por fim, 3 quando a informação para certo item é completa. Portanto, nessa escala, 0 é a nota mais baixa e 3 a mais alta.

Após aplicação do *check-list*, os dados foram submetidos a tratamento quantitativo, no qual foi calculado o total de pontos para cada empresa. Desta maneira, as companhias poderiam atingir uma pontuação total de 15, resultando em 100% de evidenciação. No caso de ausência de divulgação sobre o CPC 10 (R1), a empresa não recebeu nenhum ponto, indicando total assimetria de informação no que diz respeito ao pagamento baseado em ações.

Após a análise de cada demonstração contábil das 156 empresas que apresentavam pagamento baseado em ações, as empresas foram divididas em dois grupos: “GOV”, o qual contém as empresas dos 3 níveis de governança corporativa totalizando 122 companhias; e “TRAD”, composto apenas por 34 companhias pertencentes ao segmento tradicional.

A análise estatística foi realizada no *software* SPSS *Statistics* 19. Primeiramente, a população

foi submetida a um teste de normalidade para verificar se um teste paramétrico poderia ser realizado. Fávero et al. (2009) afirmam que os testes paramétricos implicam em suposições específicas sobre a população da qual foi extraída a amostra. Supondo-se, grande parte das vezes, que elas tenham sido obtidas a partir de populações normais.

Após a realização do teste de Kolmogorov-Smirnov, o qual averigua a normalidade da amostra, verificou-se que os dados não possuem distribuição normal, descartando assim, a possibilidade de realização de teste paramétrico.

Por conseguinte, a população foi submetida ao teste estatístico não-paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney. Fávero et al. (2009) sugere que para duas amostras independentes, mensuradas em nível ordinal, utilize-se o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney, que consiste num dos testes não-paramétricos mais poderosos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, a tabela 1 apresenta a estatística descritiva da população, que segundo Triola (2007), é de extrema importância por apresentar as ferramentas fundamentais para a medição e descrição das diferentes características do conjunto de dados.

Tabela 1 - Estatística descritiva dos dados.

Descrição Estatística	GOV	TRAD
Média	12,32	10,03
Mediana	13,00	11,50
Variância	4,63	19,42
Desvio Padrão	2,15	4,41
Mínimo	4,00	1,00
Máximo	15,00	15,00
Amplitude	11,00	14,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao se observar as medidas de variação da população estudada, conclui-se que o grupo TRAD apresenta uma amplitude maior em seu escore informacional comparativamente ao grupo GOV. Isso ocorre pois o menor *score*/nível informacional obtido em toda a população provém do grupo TRAD, cujo menor valor apresentado foi a pontuação absoluta 1, enquanto o grupo GOV possui como menor valor informacional absoluto 4. Com relação à média, também nota-se que o grupo GOV se sobressai, apresentando como média um valor maior comparativamente ao grupo TRAD. Há ainda que se destacar que, tanto a variância dos dados quanto o desvio-padrão, são maiores no grupo TRAD, comparativamente ao grupo GOV, demonstrando assim que o grupo TRAD é mais disperso e heterogêneo do que o grupo GOV. Especificamente no caso do desvio padrão, o valor observado no grupo TRAD é maior que o dobro do valor obtido no grupo GOV. Já para a variância, o grupo tradicional apresenta quase o

quádruplo da variância observada no grupo GOV. Tais constatações podem ser visualizadas no gráfico 1, que apresenta a análise do diagrama de caixa, também conhecido como *boxplot*, a partir do qual podemos descrever a medida de tendência central (NORMANDO; TJÄDERHANE; QUINTÃO, 2010) e observar as diferenças entre os grupos.

Enquanto o grupo GOV se encontra em níveis de evidenciação que variam de 8 a 15, o grupo TRAD revela-se bem mais disperso, com notas variando de 1 a 15. Da mesma forma, pode-se dizer que 50% dos valores do grupo GOV, concentram-se entre os *scores*/níveis 11 e 14. Já no grupo TRAD, o mesmo não ocorre, já que, mais uma vez, os dados ampliam-se visivelmente, partindo de 8 a 14. O gráfico 1 ilustra a distribuição dos *scores*/níveis de divulgação sobre as informações de pagamento baseado em ações nos dois grupos de empresas listadas (GOV e TRAD).

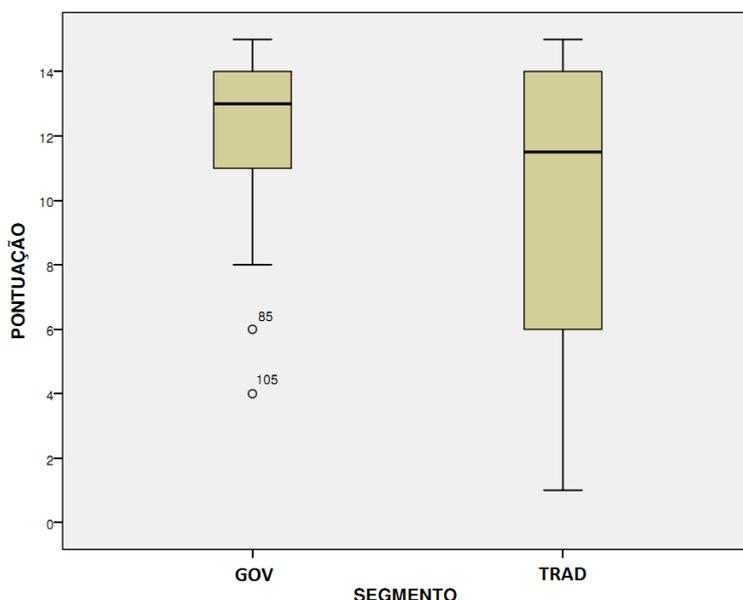


Gráfico 1 - Boxplot dos dados.

Fonte: Dados da pesquisa.

Posteriormente, aplicou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov para os dois grupos: GOV – Segmentos de governança corporativa, composto por 122 empresas; e TRAD- Segmento tradicional, com 34 empresas. A hipótese nula (H_0) do teste em questão afirma que, “a população provém de distribuição normal”. Como

hipótese alternativa (H_1), afirma-se que “a população não provém de uma distribuição normal”. O nível de significância (α) considerado foi $\alpha = 0,05$, sendo essa, portanto, a probabilidade de que a estatística teste cairá na região crítica se H_0 for realmente verdadeira (TRIOLA, 2007).

O teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov foi aplicado para os dois grupos, revelando que, tanto para o grupo GOV, quanto para o grupo TRAD, os níveis de significância são menores que 5%, pois $p < 0,05$. Este resultado implica na rejeição da hipótese nula, permitindo afirmar que os dados não apresentam uma distribuição normal. Portanto, o teste paramétrico para duas amostras independentes não pode ser aplicado.

Tabela 2 - Resultados do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov.

Kolmogorov-Smirnov ^a			
Segmento	Estatística	DF	Sig.
GOV	0,157	122	0
TRAD	0,191	34	0,003

^a Lilliefors Significance Correction

Fonte: Dados da pesquisa.

Alternativamente, adotou-se o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney, um teste não paramétrico que não exige normalidade nos dados. Esse teste foi aplicado para verificar se os segmentos diferenciados de governança corporativa apresentam maior nível de divulgação em relação às empresas do segmento tradicional. Para isto, foram formuladas as seguintes hipóteses: Hipótese nula (H_0) “o grupo de empresas pertencente ao segmento tradicional (grupo TRAD) possui um escore de divulgação informacional sobre pagamento baseado em ações maior ou igual ao grupo de empresas pertencentes aos segmentos de governança corporativa (grupo GOV)”. Por outro lado, a hipótese alternativa (H_1) determina que “o grupo de empresas pertencente ao segmento tradicional (grupo TRAD) apresenta um *score/nível* de divulgação informacional sobre pagamento baseado em ações menor do que o grupo de empresas pertencente aos segmentos de governança corporativa (grupo GOV)”. Considerou-se um nível de significância (α) de 5%. Na tabela 3 é possível verificar a média e soma dos postos para cada grupo.

Tabela 3 - Postos.

Segmento	N	Média dos postos	Soma dos postos
GOV	122	82,6	10077
TRAD	34	63,79	2169
Total	156		

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados mostraram que o grupo de empresas pertencente aos segmentos de governança corporativa (GOV) apresentaram *scores/níveis* de divulgação informacional sobre pagamento baseado em ações mais elevados do que o grupo de empresas pertencentes ao segmento tradicional (TRAD) e as diferenças observadas foram estatisticamente significantes ($U=1574$; $W=2169$; $p=0,015$). A tabela 4 apresenta os resultados obtidos.

Tabela 4 - Estatísticas do teste de Mann-Whitney.

Testes estatísticos	Pontuação
Mann-Whitney U	1574
Wilcoxon W	2169
Z	-2,169
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,03

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos resultados obtidos, a resposta do problema central da pesquisa foi respondida, ou seja, as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa possuem um *score/nível* de divulgação sobre as informações de pagamento baseado em ações mais elevado comparativamente às empresas provenientes do segmento tradicional. As diferenças foram estatisticamente significantes ($U=1574$; $W=2169$; $p=0,015$).

Torna-se relevante ainda realizar a comparação dos resultados com outras pesquisas que também abordaram tópicos relacionados à temática central do presente trabalho. Em 2008, Nunes realizou um estudo empírico para verificar o tratamento contábil das empresas brasileiras, nos planos de incentivo a funcionários, atrelados à cessão de opções de ações. Ele revelou que os demonstrativos contábeis, enviados à CVM e ao mercado de capitais nacional, possuíam informações dos incentivos em opções, todavia sem seguir o padrão de informações básicas solicitado pelo mesmo órgão (NUNES, 2008).

Nos últimos anos, com a maior utilização desta forma de remuneração e a própria emissão do CPC 10 (R1), muitos avanços ocorreram em termos de divulgação, os quais são observados pelas pesquisas. O presente estudo constatou que, tanto para o segmento tradicional, quanto para os níveis de governança corporativa, a

média de divulgação das informações sobre planos de opções de ações em conformidade às normas técnicas vigentes foram relativamente altas, uma vez que em ambos os segmentos o *score*/nível de divulgação das informações foi maior que 50%. Nesse mesmo sentido, Dias, Veneroso e Mario (2009) verificaram se a publicação do CPC 10 (R1) provocou maior detalhamento de informações divulgadas em 2008 em relação ao ano de 2007, analisando a divulgação das informações quanto aos planos de incentivos em opções de ações nos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA. Os resultados obtidos, de forma geral, revelam que o nível de evidenciação das empresas analisadas é superior em 2008, após publicação do CPC 10 (R1), quando comparado ao ano de 2007.

Ainda nesse estudo, Dias, Veneroso e Mario (2009) afirmaram que, em geral, nenhuma das empresas analisadas apresentou divulgação em um nível máximo de conformidade com os itens analisados no ano de 2007. Por outro lado, na presente pesquisa, nota-se que, das 156 empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, 22 apresentaram nível máximo de divulgação. Deste conjunto, 17 pertencem aos níveis de governança corporativa.

Há que se destacar ainda, a grande evolução do número de empresas que concedem a remuneração variável, alvo desse estudo. Dias, Veneroso e Mario (2009) trabalharam com uma amostra de 12 companhias que atendiam aos critérios de inclusão. Atualmente, utilizando-se dos mesmos critérios, o grupo de companhias presentes nos níveis de governança corporativa, aumentou para 122. Tal fato aponta a relevância e atualidade do estudo das opções de ações, visto que é crescente o número de empresas que adotam esse tipo de remuneração.

Este estudo pode incitar os usuários externos a ter discernimento em relação a divulgação dos planos de pagamento baseado em ações pelas diversas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Neste sentido, de acordo com os achados desta pesquisa, espera-se maior conformidade para a divulgação das empresas listadas nos níveis de governança corporativa, permitindo compreender

mais claramente o tipo de plano que vigora, a quantidade e o preço médio de exercício das opções, a determinação do valor justo dos produtos, serviços ou instrumentos patrimoniais outorgados, além dos efeitos das opções de ações nas demonstrações contábeis. Em especial este último influencia o montante de lucro da companhia e, conseqüentemente, a sua distribuição de dividendos.

Portanto, a divulgação das informações contábeis sobre pagamento baseado em ações pode revelar ou confirmar os incentivos que os gestores estão sujeitos, conforme prevê a linha de divulgação baseada em julgamento (VERRECCHIA, 2001). As escolhas em relação ao nível de governança corporativa ou segmento de listagem podem ser influenciadas pela necessidade de reduzir a assimetria informacional entre agente e principal, dada a Teoria de Agência de Jensen e Meckling. Com isso, as escolhas podem ser reforçadas pelos instrumentos de remuneração variável como o pagamento baseado em ações, que buscam alinhar os interesses entre as partes.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho investigou a relação entre a divulgação de pagamento baseado em ações e os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, buscando responder a seguinte questão: **as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentam scores/níveis de divulgação informacional sobre o pagamento baseado em ações mais elevados do que as empresas listadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA?**

Para responder a questão proposta, inicialmente foram selecionadas todas as empresas listadas na bolsa de valores que apresentaram plano de pagamento baseado em ações. Compuseram a amostra 156 empresas listadas na BM&FBOVESPA que possuíam pagamento baseado em ações, sendo 122 pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa e 34 provenientes de segmento tradicional. Posteriormente, suas demonstrações contábeis e

notas explicativas foram submetidas à análise de nível de conformidade a fim de verificar como foram evidenciadas as informações sobre opções de ações no exercício de 2011, tomando como base as normas de divulgação contidas no Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1) - Pagamento Baseado em ações.

Em seguida, os dados foram submetidos à análise estatística, avaliados pelo teste não-paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney. Concluiu-se que as empresas pertencentes aos seguimentos de governança corporativa apresentaram *scores*/nível de divulgação mais elevado do que as empresas pertencentes ao segmento tradicional de listagem na BM&FBOVESPA, quanto ao pagamento baseado em ações. As diferenças foram estatisticamente significantes ($U=1574$; $W=2169$; $p=0,015$). Os resultados atenderam às expectativas de que as empresas provenientes de segmentos de governança corporativa evidenciavam em *score*/nível mais elevado, comparativamente às empresas listadas em segmento tradicional, quanto às informações sobre o pagamento baseado em ações. Acredita-se que isso seja decorrente das exigências adicionais a elas impostas, como discutido no referencial teórico, segundo a BM&FBOVESPA (2012a), essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e melhoram a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Corroborando ao conceito de que regras mais rígidas para as empresas reduzem o risco dos investidores que decidem ser sócios destas empresas, graças aos direitos e garantias asseguradas aos acionistas e graças às informações mais completas divulgadas, que reduzem as assimetrias de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado.

Associado à ideia de que a divulgação de informações mais completas reduz a assimetria informacional, pode-se discutir, a partir dos resultados aqui obtidos, que as empresas pertencentes aos segmentos de governança corporativa apresentaram maior *score*/nível informacional comparativamente às empresas

pertencentes aos segmentos tradicionais e que, conseqüentemente, apresentaram maior redução da assimetria informacional comparativamente às empresas provenientes dos segmentos tradicionais. Se tal análise for retomada à luz da teoria da agência, pode-se inferir, que os conflitos de agência tiveram maior redução nas empresas adeptas aos segmentos de governança corporativa.

Com o presente trabalho, foi possível ainda perceber o avanço obtido na adoção dos planos de pagamento baseado em ações, devido ao número de entidades adotando tal forma de remuneração, sendo 12 companhias em 2009 (DIAS; VENEROSO; MARIO, 2009) e 122 em 2011. Fato que torna a evidenciação dessas informações cada vez mais importante aos usuários das informações contábeis, em razão do acentuado crescimento das entidades adeptas a esta forma de remuneração variável.

Com os resultados obtidos, tornou-se clara a diferença, em termos de divulgação das transações envolvendo o pagamento baseado em ações, entre os segmentos de governança corporativa e o segmento tradicional, sobretudo depreende-se que os usuários dessas informações contábeis divulgadas pelas empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa encontram-se munidos de mais informações comparativamente àqueles que acessam tais informações divulgadas pelas empresas do segmento tradicional.

Ao se pensar no impacto das informações contábeis divulgadas aos usuários externos sobre a tomada de decisões, no quanto as opções de ações podem afetar a contabilidade, na crescente adoção desses planos de pagamento baseado em ações e no volume de companhias que adotam tal forma de remuneração, verifica-se a importância da análise do tema e da forma como ele vem sendo tratado pelas empresas.

Contudo, este estudo possui limitações, pois verifica a diferença entre o *score*/nível de divulgação informacional entre empresas pertencentes ou não dos seguimentos de governança corporativa somente das transações

relacionadas ao pagamento baseado em ações. Nesse sentido, sugere-se que futuros trabalhos investiguem o *score*/nível de divulgação de outros aspectos tratados em outros pronunciamentos técnicos, verificando se a diferença no *score*/nível de divulgação aqui encontradas estendem-se também aos demais temas contábeis.

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, C. W. Financial contracting under extreme uncertainty: an analysis of Brazilian corporate debentures. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 45-84, 1999.
- AZEVEDO, Simone. Administrar para todos os acionistas é o grande desafio. **Clipping do IBGC**, n. 1. Publicação Bimestral do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, 2000.
- BM&FBOVESPA. "O que são segmentos de listagem". Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: Abr. 2012.
- CVM. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007, Rio de Janeiro, 14 de fevereiro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp>. Acesso em: Out. 2012.
- DELIBERAÇÃO CVM Nº 562, de 17 de dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=D&File=\\deli\deli562.doc>. Acesso em: Jun. 2012.
- DELLAGNELO, E. H. L.; DELLAGNELO, J. R. G. Modelo de eficácia subjacentes aos programas de remuneração variável. **Revista de Negócios**, v. 2, n. 1, p. 53 e 55, out./dez. 1996.
- DIAS, W. O.; VENEROSO, J. A. C.; MARIO, P. C. Plano de incentivo em opções de ações e a harmonização contábil: estudo do nível de disclosure das empresas brasileiras após o CPC 10 (R1). **Pensar Contábil**, v. XI, p. 29-38, 2009.
- DYE, R. A. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p.181-135, 2001.
- FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009. 646 p.
- GALDI, F. C.; CARVALHO, L. N. SFAS 123 revisado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. E.C., p. 23-35, 2006.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas e pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. v. 1. 206 p.
- GODOY, Paulo de; MARCON, Rosilene. Teoria da Agência e os conflitos organizacionais: a influência das transferências e das promoções nos custos de agência em uma instituição bancária. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, p. 168-210, 2006
- GONZAGA, R. P.; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, p. 95-195, 2009.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: Abr. 2012.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Perguntas Frequentes: O que é a Teoria da Agência, Problema e Custos de Agência? Definição cedida pelo Professor Alexandre Di Miceli da Silveira (FEA/USP). Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>>. Acesso em: Abr. 2012.
- IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C.; AUGUSTO, A. S. **Opções de ações para funcionários**. 1. ed. São

Paulo: Editora Atlas, 2007. v. 1. 116 p., p. 32-33.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 305-360.

KORN, Evelyn; SCHILLER, Ulf. Voluntary disclosure of nonproprietary information – A complete equilibrium characterization. **Journal of business finance & accounting**: JBFA.- Oxford : Blackwell, ISSN 0306-686x, ZDB-ID 1929628. - Vol. 30.2003, 9-10, p. 1327-1340

KRAUTER, E. **Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro**: um estudo com empresas industriais brasileiras. 2009.180 p. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.

LIMA, R. E.; ARAÚJO, M. B. V.; AMARAL, H. F. Conflitos de Agência: Um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. In: V Encontro de Pesquisadores Latino-Americanos de Cooperativismo, 2008, Ribeirão Preto. V Encontro de Pesquisadores Latino-Americanos de Cooperativismo, 2008.

MENDES-DA-SILVA, W.; José Mauro FERRAZ-ANDRADE; Rubens, FAMÁ; MALUF FILHO, J.A. Disclosure via website corporativo: um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. **RAE (Impresso)**, v. 49, p. 190-205, 2009.

MIRANDA, K. F.; TOMÉ, F. W. C.; GALLON, A. V. Evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na BM&FBOVESPA: um estudo à luz dos CPCs 10 e 33. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2011, São Paulo. Evidenciação da remuneração variável nas melhores empresas para se trabalhar listadas na BM&FBOVESPA: um estudo à luz dos CPCs 10 e 33. São Paulo : FEA/USP, 2011. v. 11. p. 1-16.

MARQUES, J.A.V.C.; NUNES, Alexssander de Antonio. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre a CVM e a SEC. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 2, n.32, p. 57-73, 2005.

MOTTA, W.H. Remuneração Variável: Stock Options, Valor Econômico Agregado, Participação nos Lucros ou Resultados e Benefícios Flexíveis. In: VII SIMPOSIO DE EXCELÊNCIA E GESTÃO EM TECNOLOGIA (Seget), 2005, Resende - RJ. Seget - 2005, 2005.

NORMANDO, A. D.; Tjäderhane, Leo; QUINTÃO, C. C. A. A Escolha do Teste Estatístico- Um Tutorial em forma de apresentação em PowerPoint. **Revista Dental Press de Ortodontia e Ortopedia Facial**, v. 15, p. 107-112, 2010.

NUNES, Alexssander de Antonio. Concessão de opções como ferramenta para a gestão empresarial e sua apresentação contábil. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, v. VI, p. 141-161, 2008.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC Eletrônica (Online)**, v. 1, p. 119-135, 2007.

PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 10 (R1) - Pagamento Baseado em Ações. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC10_R1.pdf>. Acesso em: Abr. 2012.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE. Revista de Gestão USP**, v. 19, p. 327, 2012.

SEGATTO, A. P.; ROCHA, K. C. Contribuições da teoria de agência ao estudo dos processos de

cooperação tecnológica universidade-empresa. **Revista de Administração (FEA-USP)**, São Paulo, v. 40, n. Número 2, p. 172-183, 2005.

SILVA, Andre Luiz Carvalho da; LEAL, Ricardo Pereira Camara; VALADARES, Sílvia Mourthe. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

SILVA, R. L. M. **Divulgação de informações e liquidez de ações**: evidências do setor de Siderurgia e Metalurgia do Brasil. 2009. 152 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2009.

TRIOLA, M. F. **Introdução à estatística**. 10. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2007.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 97-180, 2001.

VILELA, Bruno Guedes. **O Novo Mercado e a Governança Corporativa no Brasil**. Disponível em:

<http://www.azevedosette.com.br/pt/noticias/o_novo_mercado_e_a_governanca_corporativa_no_brasil/257>. Acesso em: Abr. 2012.

WOOD JÚNIOR, Thomaz; PICARELLI FILHO, Vicente. **Remuneração estratégica**: a nova vantagem competitiva. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

ZOTTO, Tânia Christina. Informação assimétrica na negociação coletiva: uma análise da greve como estratégia pela teoria dos jogos. **Rev. TRT** - 9ª R. Curitiba, a.30, n.55, p., Jul./Dez. 2005

Endereço dos Autores:

Rua Tenente Catão Roxo, 848
Monte Alegre
Ribeirão Preto –São Paulo – Brasil
14051-140