

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

AVENI MARANHA ROSA

PBA NAS EMPRESAS DA B3:
ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA

GOIÂNIA
2017

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pro-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Kleber Domingos de Araújo
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

AVENI MARANHA ROSA

**PBA NAS EMPRESAS DA B3:
ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: **Prof. Dr. Ercilio Zanolla**

GOIÂNIA

2017

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do
Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Maranha Rosa, Aveni

PBA NAS EMPRESAS DA B3: ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE
OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA [manuscrito] / Aveni
Maranha Rosa. - 2017.
xxxii, 32 f.

Orientador: Prof. Dr. Ercilio Zanolla.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2017.
Bibliografia.

Inclui abreviaturas, gráfico, tabelas.

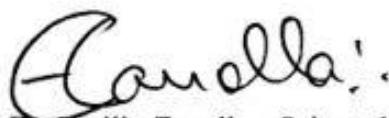
1. Pagamento baseado em ações. 2. PBA. 3. Governança
Corporativa. 4. Teoria da Agência. I. Zanolla, Ercilio, orient. II. Título.

CDU 657

AVENI MARANHA ROSA

**PBA NAS EMPRESAS DA BOVESPA:
ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Ercilio Zanolla - Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Moises Ferreira da Cunha - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Ilirio José Rech - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 05 de dezembro de 2017.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família e patroa pela paciência e entendimento das ausências durante o período da faculdade.

Agradeço ao professor, Ercilio Zanolla, por ter me orientado, mesmo que de última hora, e por toda paciência e ajuda, mesmo quando estive "sumido".

Agradeço a todos os amigos destes longos anos de UFG, em especial ao Ricardo Puentes e ao meu amigo Túlio Augustus pelas revisões e sugestões sempre pertinentes.

Agradeço também a todos os professores e funcionários da UFG que, direta ou indiretamente, participaram desta etapa prestes a ser concluída.

RESUMO

Este estudo teve como objetivo, investigar a diferença no valor da remuneração variável denominada pagamento baseado em ações (PBA), quando comparados os Níveis de Governança Corporativa da B3. Assim, o presente estudo analisou, por meio da verificação das diferenças de médias, a existência de variações significativas na remuneração baseada no PBA. Efetuou-se o cálculo do índice ipba, mediante a relação do PBA com o lucro líquido e a receita, comparando-se, posteriormente, as médias encontradas entre os NG. Verificou-se que houve variações estatisticamente significativas de diferenciação na remuneração do PBA entre os Níveis de Governança Corporativa da B3, principalmente no Novo Mercado. Concluiu-se, portanto, que os níveis que apresentam melhores práticas de Governança Corporativa, utilizam-se da remuneração variável, PBA, como forma de melhor alinhar interesses dos agentes. Como contribuição, foi possível identificar o uso concomitante de remuneração variável e melhores práticas de governança, com o intuito de se obter um maior alinhamento de interesses, almejando, possivelmente, maior valor ao acionista.

Palavras-chave: Pagamento baseado em ações (PBA); Governança Corporativa; Teoria da Agência;

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Comparativo dos segmentos de listagem	16
Tabela 2 - Estatística descritiva <i>PBA_{luc}</i>	20
Tabela 3 - Estatística descritiva <i>PBA_{rec}</i>	21
Tabela 4 - Teste de normalidade <i>PBA_{luc}</i>	22
Tabela 5 - Teste de normalidade <i>PBA_{rec}</i>	23
Tabela 6 - Testes de Mann-Whitney <i>PBA_{luc}</i>	23
Tabela 7 - Testes de Mann-Whitney <i>PBA_{rec}</i>	24

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo da análise das hipóteses pesquisadas.....	25
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
GC	Governança Corporativa
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standarts</i>
IPBA	Índice de pagamento baseado em ações
NGC's	Níveis de Governança Corporativa
PBA	Pagamento Baseado em Ações

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	9
1.1	JUSTIFICATIVA	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA	13
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	14
2.3	PAGAMENTO BASEADO EM AÇÕES	17
3	METODOLOGIA DE PESQUISA	18
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	18
3.2	AMOSTRA E PERÍODO DE ANÁLISE.....	18
3.3	VARIÁVEIS E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	19
3.4	TESTE ESTATÍSTICO	20
4	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	20
4.1	ANÁLISE DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA	20
4.2	RESULTADOS E ANÁLISE DO TESTE DE NORMALIDADE	22
4.3	TESTE NÃO PARAMÉTRICO DE MANN-WHITNEY	23
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	27
	REFERÊNCIAS	28

1. INTRODUÇÃO

O atual cenário empresarial é cercado de uma intensa e contínua busca pela otimização, maior produtividade e rentabilidade. Essa busca tem algumas finalidades específicas, como atrair mais investidores para garantir recursos à entidade, continuidade e desenvolvimento.

A participação das empresas no mercado acionário mundial é cada vez mais comum, inclusive no Brasil, assim como também se tornou corriqueira a participação do cidadão como acionista de uma ou várias empresas. Conforme divulgação do histórico de participação de pessoas físicas da B3, nota-se um aumento de mais de 700% no período de 2002 até outubro de 2017, em busca de maior valorização e retorno dos recursos investidos.

É nesse sentido que surge a necessidade da implementação de planos de incentivos, para estimular os gestores a tomar iniciativas e atitudes com o intuito de alinhar interesses para o incremento do valor da empresa. Na literatura recente predomina a discussão sobre a utilização de sistemas de incentivos como ferramenta de alinhamento de interesses e esforços para alcance dos objetivos organizacionais (ANTHONY, GOVINDARAJAN, 2008).

Percebe-se nas empresas, uma inclinação ao uso de programas de incentivo, tal como o pagamento com opções de compras de ações, disponibilizadas após o atendimento de determinadas condições de qualificação (*vesting conditions*), para os agentes envolvidos nessa relação (OYADOMARI, CESAR, SOUZA, 2009). Segundo estudos de Hall e Liebman (1998), a partir de 1980, houve um aumento significativo no modelo de remuneração variável baseado no PBA (Pagamento Baseado em Ações). Essa forma de remuneração flexível é considerada como um incentivo que tem como premissas alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas afim de reduzir o conflito de agência, reter mão-de-obra qualificada, reduzir o pagamento de impostos pelas empresas e aumentar o retorno sobre o valor investindo, aumentando também, consequentemente, o valor de mercado da empresa.

O conflito de interesses, também denominado conflito ou teoria da agência, ocorre quando partes cooperantes têm diferentes objetivos na relação trabalho e capital. Uma das partes, o principal, delega para um terceiro, agente, a incumbência de tomar decisões e executar tarefas em seu nome (MECKLING, 1876).

Assim o agente deve atuar de maneira a beneficiar o principal, porém, muitas vezes ocorrem interesses conflitantes, o que pode levar o agente a demonstrar um comportamento oportunista, maximizando seu benefício em detrimento do interesse do principal.

Nessa relação destacam-se dois problemas: (a) o conflito de interesses entre o principal e o agente, (b) a dificuldade e o custo para o principal conseguir verificar se o agente está atuando de maneira apropriada para aos seus interesses.

Nesse sentido, são buscados meios eficientes para lidar com a situação na qual o agente decide tomar certas atitudes baseadas na sua preferência por assumir determinados riscos, diferentes do que espera o principal. Para Jensen e Meckling (1976) os contratos podem ser orientados para resultados, desempenho e valor. Nesse estudo, o PBA direciona os agentes a se comportarem de acordo com o interesse do principal.

Outra variável decorrente da relação de agência é a assimetria informacional que, de acordo com Milgrom e Roberts (1992), é caracterizada por uma situação na qual os participantes de um contrato não possuem a mesma, ou toda, informação necessária e relevante. Essa divergência pode dificultar, e até mesmo inviabilizar, o custeio de projetos possivelmente produtivos (CARVALHO, 2002).

A assimetria informacional é uma anomalia de mercado, como é explicado por Akerlof (1970). Todavia, a problemática da assimetria informacional pode ser controlada, e ter sua influência reduzida. Para Vieira e Mendes (2005), diminuir o conflito de interesses e a assimetria informacional torna-se uma questão fundamental no mundo corporativo contemporâneo.

É nesse contexto, portanto, que a Governança Corporativa (GC) surge vinculada à gestão das entidades, visando melhorar sua relação com os acionistas e outros interessados (stakeholders), aumentando assim a transparência, com a divulgação de informações pertinentes, completas e tempestivas. Para tanto, as empresas que cumprirem algumas exigências, almejando obter maior segurança e qualidade na apresentação das informações, poderão aderir aos Níveis de Governança Corporativa (NGC), criados pela B3.

A necessidade de se preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, contribuindo para a qualidade da gestão e sua longevidade, baseando-se no atendimento de princípios básicos e em recomendações objetivas, define a GC segundo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2013).

No entanto, no entendimento de Azevedo (2000), não é fácil implantar práticas de GC no caso brasileiro pois, muitas empresas ainda são familiares e a pulverização de ações na B3 ainda é pequena com poucos acionistas com direito a voto.

Juntamente aos NG, o PBA passa a ser implementado pelas entidades, com a perspectiva de melhorar a relação de agência, e na tentativa de reduzir o conflito de interesses bem como a assimetria informacional.

O PBA, é regulamentado, internacionalmente pelas normas da IFRS (*International Financial Reporting Standards*) e do IASB (*International Accounting Standards Board*), mais especificamente pela norma IFRS 2, *Share-based Payment*, emitida em fevereiro de 2004 e com vigência a partir de 2005.

A IFRS 2 corresponde à norma CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações, que determina que as entidades forneçam informações sobre as transações com PBA para seus funcionários, e/ou, prestadores de serviços. Também contempla procedimentos para reconhecimento, mensuração e divulgação de tais informações.

Diante do exposto, esse trabalho visa responder à seguinte questão: **a remuneração de PBA em empresas da B3 é diferenciada entre os NGC?**

De outra forma, pode-se indagar se as empresas utilizam o PBA para mitigar o conflito de interesses dos agentes das empresas que compõe os NGC.

Para responder a esse problema, o presente estudo tem como objetivo verificar a existência de diferenciação na remuneração por incentivos, baseada em PBA, das empresas listadas nos NGC da B3.

Segundo Bernardes e Brandão (2005), os NGC da B3 tem o objetivo de reduzir a assimetria informacional, respeitar a lei, evitar fraudes contábeis e tratar os atores (acionistas e credores) de forma igualitária.

Perseguindo esse objetivo, é possível elaborar as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: O PBA é maior nas empresas do Novo Mercado em relação ao Nível 1;

H2: O PBA é maior nas empresas do Novo Mercado em relação ao Nível 2;

H3: O PBA é maior nas empresas do Novo Mercado em relação ao Nível 1 e ao Nível 2;

H4: O PBA é maior nas empresas do Nível 2 em relação às de Nível 1.

Espera-se que as empresas com maior NGC, *a priori*, com melhores práticas e comprometidas com a governança corporativa, adotem maior PBA como remuneração flexível aos seus gestores.

Estudos como o de Junqueira (2014), mostra a importância da consolidação da GC no Brasil, consolidação essa que teve grande ajuda da B3, ao criar os níveis de governança com padrões específicos e de aumento gradual de exigência, proporcional ao aumento do nível de governança.

Depreende-se daí que os NG visam reduzir os conflitos de interesses e melhorar a transparência das empresas.

Ainda, como nota-se no estudo de Krieck e Kayo (2012) a empresa que buscar atingir o maior nível de GC, como ferramenta para mitigar os conflitos de agência, pode ser recompensada com retornos maiores, no que tange ao valor de mercado das ações. Isso confirma que os NGC exigem melhores práticas de governança. Para tanto, as empresas buscam estimular os gestores com incentivos, remuneração flexível e com a utilização do PBA, conforme é indagado neste estudo.

1.1 JUSTIFICATIVA

Os conflitos de interesses entre os agentes geram a necessidade em se buscar mecanismos para limitá-los, fornecendo incentivos ao agente (SEGATTO e ROCHA, 2005). A remuneração variável, em especial o PBA, é uma tentativa de alinhar interesses e reter talentos.

Para Dellagnelo e Dellagnelo (1996, p. 55):

"(...) a remuneração variável aparece como uma alternativa coerente com a nova realidade de flexibilização, tentando aliar o comprometimento dos empregados com os resultados da organização, vinculando, desta forma, sua remuneração ao desempenho alcançado".

Nos últimos anos, verifica-se um aumento da remuneração flexível na forma de PBA em empresas situadas na Bélgica, Alemanha, Itália, Holanda e Espanha (NIEMANN; SIMONS, 2003).

A relevância da adoção do PBA é notória também no Brasil. Segundo Iudícibus, Marion e Augusto (2007), no período entre 2004 e 2006, 52% das empresas que abriram seu capital, tiveram a intenção de utilizar a remuneração com opções de ações.

No meio acadêmico, o estudo de PBA ainda é incipiente, tendo em vista se tratar de um tema cuja aprovação, CPC 10 (Pagamento Baseado em Ações), baseado na IFRS 2, ocorreu apenas em dezembro de 2010.

No que tange aos NG, a adoção de práticas de uma gestão voltada para atender e apresentar informações relevantes e tempestivas, transparentes e livre de erros, visa aumentar a credibilidade da entidade junto aos acionistas e ao mesmo tempo reduzir a assimetria informacional.

Ademais, ressalta-se a importância em analisar a relação entre PBA e a GC, tendo em vista que ambos os modelos procuram aumentar o controle sobre os comportamentos dos

agentes envolvidos nas decisões das entidades. Além disso, tanto os NG quanto o PBA podem ser definidos como padrões relativamente novos no caso brasileiro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Nos anos 1960 e início dos anos 1970, alguns estudos sobre divisão de riscos em individuais ou coletivos foram descritos como problemáticos devido a comportamentos diferentes das partes perante a assunção de riscos (ARROW, 1971; WILSON, 1968; apud EISENHARDT, 1989 p. 58). A partir disso a Teoria da Agência incluiu esse conceito definido como "problema de agência",

A Teoria da Agência trata de maneira específica a relação entre o principal, que delega para terceiro(s), agente, o poder de tomar decisões, por meio de um contrato (Jensen & Meckling, 1976). O agente, que administra o negócio, possui informações privilegiadas e assim suas decisões podem afetar o bem estar das partes. Desta forma o principal apesar de todo poder que possui, torna-se as, às vezes, refém do agente.

Pelo exposto, percebe-se a dificuldade do principal em verificar se o agente age ou tem agido de forma apropriada, de acordo com suas expectativas. Também, outro problema surge quando os agentes têm posicionamentos diferentes na divisão do risco e do retorno.

A Teoria da Agência busca determinar uma forma eficiente de lidar com esses conflitos (interesse próprio, aversão ao risco, conflito de interesses entre membros e assimetria informacional) e encontrar maneiras de monitorar as atitudes dos agentes.

Estudos como o de Barney (1991) e Agrawal & Mandelker (1987, apud HILLIER; McCOLGAN; TSEKERIS, 2013) mostram que existe uma relação positiva entre a redução da divergência de interesses entre o principal e o agente e o uso de contratos orientados a incentivos, como PBA. Esse sistema de incentivo tem o intuito de reduzir ou limitar qualquer intenção escusa do agente.

Essa forma de incentivo, usualmente atrelada ao desempenho, tem o intuito de direcionar os esforços do agente para o mesmo objetivo do principal, que é a valorização das ações da empresa.

Porém, ao atrelar-se desempenho e remuneração, a exposição ao risco, conseqüentemente, tende a aumentar, pois uma performance mais agressiva na tentativa de

aumentar o valor de mercado das ações impactará de maneira positiva na remuneração do agente.

Para Perrow (1986), a Teoria da Agência mostra a importância dos incentivos e do interesse pessoal no meio organizacional. Com isso pode-se entender que, para o bem e para o mal, o interesse pessoal está presente nas entidades. Nesse sentido a informação tem sua importância e seu valor, e é uma ferramenta importantíssima para ajudar no controle do oportunismo do agente (EISENHARDT, 1989).

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

As discussões sobre GC têm origem nos Estados Unidos no início dos anos 1990 (AGUIAR; CORRAR; BATISTELLA, 2004). A necessidade de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas faz evoluir essa discussão (SILVEIRA; BARROS, 2008).

Conforme Chagas (2007, p. 2):

"(...) a governança corporativa trata de um sistema que, usando principalmente o conselho de administração, a auditoria externa e o conselho fiscal, estabelece regras e poderes para conselhos, comitês, diretoria e outros gestores, procurando prevenir abusos de poder e criando instrumentos de fiscalização, princípios e regras que possibilitem uma gestão eficiente e eficaz".

Para o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) governança é:

"o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas".

Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) indicam que algumas ferramentas devem ser adotadas e desenvolvidas com o intuito de reduzir os problemas causados pela relação de agência. Surge então a discussão sobre a GC que busca adotar uma série de medidas na tentativa de alinhar os interesses dos envolvidos.

Segundo o IBGC, no Brasil, as privatizações e a abertura do mercado nacional nos anos 1990, impulsionou a adoção das boas práticas de gestão. Isso originou, em 1995, a criação do IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração) que em 1999 passou a ser chamado de IBGC.

Assim, nota-se uma preocupação maior com as boas práticas de governança na primeira década do século XXI, especialmente por conta dos escândalos envolvendo empresas norte-americanas como a ENRON e a WorldCom.

Nesse sentido, adotou-se a GC como alternativa para proteger os interesses dos acionistas minoritários. Para tanto, alguns princípios foram emitidos como a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa que são alicerces da GC além de serem considerados alguns dos principais conceitos relacionados à contabilidade (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

Os agentes devem informar de maneira tempestiva e com qualidade, suas ações, para que princípios como a equidade sejam realmente praticados. A prestação de contas (*accountability*) é também de suma importância, como respaldo aos investidores na medida em que demonstra a diligência com que os agentes atuam buscando a perenidade da organização.

É nesse sentido que a criação do Novo Mercado, e dos níveis diferenciados de GC, da B3, busca preparar e incentivar as empresas a melhorar suas práticas de governança e o seu relacionamento com os atuais e os potenciais investidores. A adesão ao Novo Mercado é voluntária e ao fazê-la, as empresas se comprometem a adotar práticas adicionais às já previstas na legislação conforme (VILELA, 2007 apud ARRUDA; MADRUGA; JUNIOR, 2009).

O Novo Mercado foi criado inspirado no *Neuer Markt* alemão, onde as empresas ao abrirem seu capital escolhem entre participar do mercado tradicional, devendo então seguir apenas as normas da legislação vigente, ou aderirem ao Novo Mercado, devendo, nesse caso, cumprir regras próprias, restritivas, que visam maior proteção ao acionista minoritário.

Podemos dizer que o Novo Mercado é como um selo de qualidade. Como as regras e obrigações deste nível são na prática bastante restritivas, a B3 criou outros dois níveis, o Nível 1 e Nível 2. Assim, as empresas que não se adequarem ao Novo Mercado têm a opção de seguir regras mais simples e de mais fácil implementação.

A grande diferença para as empresas que aderem ao Nível 1, em distinção ao mercado tradicional, reside no maior detalhamento e na maior qualidade na prestação de suas informações contábeis. Já no caso das que aderem ao Nível 2, todas as obrigações vinculadas ao Nível 1 continuam válidas, além de outras mais, como por exemplo: divulgação em padrões internacionais, extensão das condições obtidas pelos controladores para todos acionistas, entre outras.

Na tabela a seguir estão sintetizadas as principais diferenças entre os NG's:

Tabela 1 - Comparativo dos segmentos de listagem

	Novo Mercado (até 28/12/2017)		Nível 2	Nível 1
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	
Obrigações do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	

Fonte: Adaptado B3

No Brasil, as empresas que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, assumem o compromisso de serem transparentes e adotarem práticas proativas, buscando melhor desempenho (TAVARES FILHO, 2006). Nesse sentido, a governança corporativa fornece informações relevantes para tomada de decisões. Segundo Ariff, Ibrahim e Othman (2007 apud ALMEIDA, 2010, p.911), a qualidade do conjunto de práticas de governança pode ser tomada por base como uma fonte de informações adicionais para auxílio na tomada de decisões dos participantes do mercado.

2.3 PAGAMENTO BASEADO EM AÇÕES

A remuneração é a recompensa financeira, percebida pelo funcionário, pela realização de seu serviço para com a entidade e pode ser fixa e variável. As *stock options* ou opções de ações representam um dos modelos possíveis de ser adotado ao se tratar de remuneração variável.

O PBA consiste em uma das formas de incentivo, por meio contratual, que faculta ao gestor ou funcionários, a possibilidade de optar pela compra, em uma data futura, de ações da própria empresa. Nota-se que o adquirente do direito pode optar por exercer, ou não, o acordado pelo contrato, tudo vai depender da relação custo benefício para o mesmo. A lógica de tal benefício é que, com o passar do tempo, o valor das ações subirá e os beneficiários poderão comprá-las a um preço mais baixo, determinado anteriormente quando da assinatura do contrato.

A concessão de incentivos para obtenção de resultados organizacionais é relatada por Dias (2010). O estudo mostra que os agentes tendem a se empenhar mais quando as atividades desempenhadas são atreladas à sua remuneração. O modelo de incentivo baseado em opções de ações, geralmente de longo prazo, é um dos mais utilizados para remunerar altos executivos (RAPPAPORT, 2001 apud DIAS, 2010).

Para Wood Júnior e Picarelli Filho (2004) esse programa de benefício baseado em opções de compra de ações serve para aumentar o senso de identidade e comprometimento dos agentes na busca de melhor desempenho operacional, mitigando assim o conflito de agência.

De outro lado a tentativa de eliminar ou reduzir ao máximo esse conflito de agência é também um dos objetivos da criação dos NG, visando melhores práticas de gestão nas empresas que aderem aos respectivos níveis de governança. Portanto, o PBA e os níveis de

governança caminham lado a lado, tentando ao máximo criar condições para um mercado mais transparente e com menos anomalias.

No Brasil o PBA é tratado pelo CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações, o qual foi aprovado através da resolução nº 1.055/05 do CFC e aceito mediante a Deliberação nº 562/08 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), tendo por base a norma internacional IFRS 2 - *Share-based Payment*, norma essa, emitida pelo IASB.

O CPC 10 determina que a remuneração dos colaboradores, pagas com base no PBA, seja reconhecida como despesa do período em contrapartida ao patrimônio líquido de acordo com o regime de competência, ou seja, assim que o serviço for sendo prestado. O CPC 10 especifica os procedimentos para reconhecer, mensurar e divulgar, as transações baseadas no PBA.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Quanto à abordagem metodológica, a pesquisa pode ser classificada como descritiva, pois busca descrever a utilização do PBA entre as empresas dos NG da B3. A pesquisa descritiva mostra as características entre variáveis, descrevendo sistematicamente, fatos e características de uma população ou de alguma área de interesse (GIL, 1999).

Referente à abordagem do problema, este trabalho se define como quantitativo. Segundo Richardson (1999 apud OLIVEIRA, 2011) a pesquisa quantitativa é caracterizada pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas.

3.2 AMOSTRA E PERÍODO DE ANÁLISE

A população alvo são as empresas de capital aberto, listadas na B3, que fazem parte dos níveis de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). A base de dados constituiu-se de 193 empresas com registro na CVM no período de 2010 até 2016, tendo por base as empresas que compunham os níveis no ano de 2016.

Desta base foram analisadas, as empresas que relataram despesas referentes à PBA durante todo o período, reduzindo a população para 60 empresas. Ainda foram removidas as

instituições financeiras devido a suas particularidades quanto à evidenciação de suas receitas, bem como foram deixadas fora da análise as empresas em processo de recuperação judicial, afim de não comprometer a análise.

Assim, a amostra foi composta por 46 empresas. A coleta de dados referentes à receita e lucro líquido foi realizada na base de dados Economatica®. Já os dados referentes ao PBA foram retirados das notas explicativas nos sites das empresas e da B3.

3.3 VARIÁVEIS E PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Após a coleta os dados foram planilhados, ano a ano, com as variáveis de PBA pago, receita e lucro líquido. A partir disso, foram calculados os índices conforme explicitado abaixo:

- pba: Pagamento Baseado em Ações
- rl: Receita
- ll: Lucro Líquido
- ipba: índice de pagamento baseado em ações ($PBA_{rec} = \frac{Pba}{rec}$ e $PBA_{luc} = \frac{Pba}{lucro}$).

A relação ipba relativiza o efeito "tamanho" das empresas da amostra.

O lucro líquido como escolha na relação com o ipba, que pode ser explicado conforme BRANDALISE (2003) "(...) é a retribuição do empreendedor pelo trabalho prestado na produção, segundo uns, e segundo outros, é a retribuição resultante do risco na aplicação do capital." Como o risco é inerente à relação de agência, este indicador serve como referência na medição do desempenho operacional da empresa, que aliado ao PBA, busca maximizá-lo, e como consequência, aumentar o valor da empresa.

Segundo o CPC 00 - Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil financeiro:

"(...) receitas são aumentos nos benefícios econômicos durante o período contábil, sob a forma da entrada de recursos ou do aumento de ativos ou diminuição de passivos, que resultam em aumentos do patrimônio líquido, e que não estejam relacionados com a contribuição dos detentores dos instrumentos patrimoniais."

Logo, por tal definição, conclui-se que as receitas podem ser utilizadas como métricas para medir o desempenho da empresa. Diante disso, o presente estudo analisou a relação entre a receita gerada pela empresa e o PBA, visto que, um dos objetivos do PBA é alinhar os

interesses do principal e do agente, buscando maximizar o desempenho da empresa, ou seja, aumento nos benefícios econômicos futuros.

3.4 TESTE ESTATÍSTICO

Foram realizados testes de normalidade para verificar a distribuição dos dados. Foi utilizado o programa SPSS para realização dos testes de Kolmogorov-Smirnov (K-S) e Shapiro-Wilk (S-W) com nível de significância de 5% (0,05).

Para testar a diferença de médias, tratando-se de distribuições normais, utiliza-se o teste t-student, ou simplesmente teste t, que conforme Marôco (2010, p. 381), "compara duas amostras emparelhadas formadas tendo como base os mesmos sujeitos experimentais e o mesmo critério unificador dos elementos dessa amostra".

Caso se trate de distribuições não normais, utiliza-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney que avalia a significância da diferença entre as medições emparelhadas quando medida em uma escala ordinal (MARÔCO, 2010) , e não faz pressuposição sobre as distribuições dos dados.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ANÁLISE DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A estatística descritiva é utilizada para ajudar a descrever ou resumir dados de modo que possam surgir padrões dos dados analisados. Como explica Freund e Simon (2000) "compreende o manejo dos dados para resumi-los ou descrevê-los, sem ir além, isto é, sem procurar inferir qualquer coisa que ultrapasse os próprios dados".

Os resultados da estatística descritiva do ipba em relação ao lucro líquido estão evidenciados na tabela seguinte.

Tabela 2 - Estatística descritiva *PBA_{luc}*

	Média	Mediana	Variância	Desvio Padrão
Nível 1	0,00128	0,00870	0,003	0,050688
Nível 2	0,02433	0,00278	0,010	0,102045
Nível 1 / Nível 2	0,01665	0,00461	0,008	0,088516
Novo Mercado	0,05437	0,01893	0,271	0,520340

Fonte: dados da pesquisa

Percebe-se a partir da análise da tabela 2, que dentre todos os valores médios, o maior está no Novo Mercado, 42 vezes superior ao do Nível 1, nível esse, que apresentou a menor média. Ademais, os valores referentes à mediana, variância e desvio padrão, são também os maiores dentre os níveis analisados.

O Nível 2 apresentou, respectivamente, o segundo maior valor, tanto da média quanto do desvio padrão. Alternativamente, o valor de sua mediana foi o menor verificado na análise. O Nível 1 / Nível 2 apresentou valores de média, variância e desvio padrão maiores apenas que o Nível 1, e em contrapartida, sua mediana apresentou-se como a terceira maior, valores maiores apenas do que o Nível 2.

Nota-se nas empresas que compõem o Novo Mercado, nível mais avançado de Governança Corporativa, um maior valor médio referente à relação *ipba*/lucro líquido, apresentando valores aproximadamente 2 vezes maiores que o Nível 2, nível esse com segundo maior valor médio. Esse resultado corrobora com o estudo de Klapper e Love (2002) ao concluir que há relação entre governança, desempenho e valor.

Nota-se que os valores médios encontrados apresentaram padrões crescentes, com a menor média no nível mais baixo de GC (Nível 1) e o maior valor médio encontrado no nível mais alto de governança (Novo Mercado).

A dispersão do índice *ipba*, em relação a receita, pode ser verificado na tabela abaixo:

Tabela 3 - Estatística descritiva *PBArec*

	Média	Mediana	Variância	Desvio Padrão
Nível 1	0,00125	0,00088	0,000	0,001146
Nível 2	0,00201	0,00014	0,000	0,003846
Nível 1 / Nível 2	0,00176	0,00058	0,000	0,003216
Novo Mercado	0,01410	0,00328	0,008	0,090532

Fonte: dados da pesquisa

Ao analisar a tabela supracitada, nota-se que o Novo Mercado apresentou os maiores valores de média, mediana, variância e desvio padrão. O Nível 2 apresentou a segunda maior média e o segundo maior desvio padrão, no entanto, seu valor de mediana foi o menor em todos os níveis.

O grupo Nível 1 / Nível 2 apresentou média ligeiramente maior que o Nível 1 e também maior desvio padrão quando comparado a tal nível. Quanto ao seu valor de mediana, mostrou-se menor que o Nível 1, sendo dessa forma o terceiro maior valor encontrado. A variância foi igual entre o Nível 1, Nível 2 e Nível 1 / Nível 2.

Verifica-se, análogo ao encontrado na relação com o lucro líquido, o valor crescente da média, apresentando o menor valor médio no nível mais baixo de governança, atingindo seu maior valor no mais alto nível de governança.

4.2 RESULTADOS E ANÁLISE DO TESTE DE NORMALIDADE

Para verificar a normalidade da distribuição das variáveis, objeto de estudo, utiliza-se os testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, analisando posteriormente o p-valor encontrado, que demonstra a significância estatística do teste, que nesse estudo será de 5% (0,05).

A seguir apresenta-se, conforme Tabela 6, o resultado do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov para n (número de observações) maiores que 30 e Shapiro-Wilk para observações menores que 30:

Tabela 4 - Teste de normalidade *PBA_{luc}*

Níveis de Governança	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Estatística	N	Sig.	Estatística	N	Sig.
Novo Mercado	0,385	259	0,000	0,128	259	0,000
Nível 1	0,170	21	0,117	0,921	21	0,092
Nível 2	0,344	42	0,000	0,354	42	0,000
Nível 1 / Nível 2	0,304	63	0,000	0,451	63	0,000

Fonte: dados da pesquisa

Constata-se que todas as séries de dados têm uma distribuição não normal. Apenas o Nível 1, apresenta valor de significância maior que 0,05, 0,092 e, assim, rejeita-se a hipótese de normalidade. No entanto, como o teste de média é entre grupos, e o segundo grupo segue uma distribuição não normal, também utiliza-se o teste de Mann-Whitney, conforme exposto no próximo tópico.

As análises das normalidades nos NG em relação à receita, encontram-se descritas na tabela seguinte:

Tabela 5 - Teste de normalidade *PBArec*

Níveis de Governança	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Estatística	N	Sig.	Estatística	N	Sig.
Novo Mercado	0,426	259	0,000	0,105	259	0,000
Nível 1	0,312	21	0,000	0,749	21	0,000
Nível 2	0,367	42	0,000	0,560	42	0,000
Nível 1 / Nível 2	0,347	63	0,000	0,561	63	0,000

Fonte: dados da pesquisa

Identificou-se, analisando a tabela acima, que todos os NG apresentam distribuição não normal. Desta forma, aplica-se o teste de Mann-Whitney, afim de determinar a significância entre as médias dos NG.

4.3 TESTE NÃO PARAMÉTRICO DE MANN-WHITNEY

O teste de Mann-Whitney é um teste não paramétrico aplicado em amostras independentes. Na tabela abaixo estão demonstrados os valores obtidos no teste de Mann-Whitney dos NG.

Tabela 6 - Testes de Mann-Whitney *PBA_{luc}*

Níveis de Governança	N	Mean Rank	Sum of Rank	Mann-Whitney	Sig. Assist (2 caudas) p-valor
Novo Mercado	259	142,31	36858,00	2251,000	0,189
Nível 1	21	118,19	2482,00		
Novo Mercado	259	156,79	40609,00	3939,000	0,004
Nível 2	42	115,29	4842,00		
Novo Mercado	259	169,10	43797,00	6190,000	0,003
Nível 1 / Nível 2	63	130,25	8206,00		
Nível 2	42	31,55	1325,00	422,000	0,782
Nível 1	21	32,90	691,00		

Fonte: dados da pesquisa

Conforme é possível verificar na tabela acima, a relação de diferença de médias entre as empresas do Novo Mercado e do Nível 1, e ainda, entre o Nível 2 e Nível 1, não são

significantes. Em contrapartida, a diferença de médias entre o Novo Mercado e Nível 2 e Novo Mercado e Nível 1/ Nível 2, mostrou-se significativa.

Sob tal perspectiva, o resultado encontrado, quando estudado o ipball, pressupõe que não devem ser rejeitadas as hipóteses H2 e H3 e que sejam rejeitadas as hipóteses H1 e H4.

Ainda, pode-se inferir que o PBA é diferente e maior nas empresas do Novo Mercado, quando comparado ao Nível 1 (mesmo p-valor não significativo), ao Nível 2 e ao grupo Nível 1 / Nível 2.

Realizou-se, simultaneamente, o teste de Mann-Whitney para verificar a relação entre as médias dos NG, tendo como base a receita. Os valores obtidos no teste podem ser verificados na tabela a seguir.

Tabela 7 - Testes de Mann-Whitney *PBArec*

Níveis de Governança	N	Mean Rank	Sum of Rank	Mann-Whitney	Sig. Assist (2 caudas) p-valor
Novo Mercado	259	146,32	37896,00	1213,000	0,000
Nível 1	21	68,76	1444,00		
Novo Mercado	259	162,91	42193,00	2355,000	0,000
Nível 2	42	77,57	3258,00		
Novo Mercado	259	179,22	46419,00	3568,000	0,000
Nível 1 / Nível 2	63	88,63	5584,00		
Nível 2	42	29,12	1223,00	320,000	0,078
Nível 1	21	37,76	793,00		

Fonte: dados da pesquisa

Constata-se, a partir do exame da tabela acima, que a diferença de médias, referentes ao ipbarc, mostrou-se não significativa apenas na comparação entre o Nível 2 e Nível 1, quando utilizado nível de significância de 5%, porém, se consideramos a significância a 10%, tal valor de diferença de média é significativa, levando-se a não rejeição da hipótese H4. Nos outros NG foram obtidos valores significativos de diferença de médias. Tal pressuposto, permite que não sejam rejeitadas as hipóteses H1, H2 e H3.

Nota-se, repetidamente, que os valores encontrados condizem com a comparação das diferenças de médias entre os NG, onde, o PBA nos níveis mais altos são maiores que seus

pares de níveis mais baixos, incluindo na comparação entre os níveis 2 e 1, onde, com nível de significância de 10%, a diferença de média também mostrou-se significativa.

Podemos pormenorizar a análise das hipóteses verificando o quadro seguinte:

Quadro 1 - Resumo da análise das hipóteses pesquisadas

Hipótese	Afirmativa	Decisão ipbalucrolíquido	Decisão ipbareceita
H1	O PBA é maior nas empresas do Novo Mercado em relação ao Nível 1	Rejeita-se	Não rejeita-se
H2	O PBA é maior nas empresas do Novo Mercado em relação ao Nível 2	Não rejeita-se	Não rejeita-se
H3	O PBA é maior nas empresas do Novo Mercado em relação ao Nível 1 e ao Nível 2	Não rejeita-se	Não rejeita-se
H4	O PBA é maior nas empresas do Nível 2 em relação às de Nível 1	Rejeita-se	Não Rejeita-se*

Fonte: Dados da pesquisa

Notas:

*Levando-se em consideração a significância de 10%

Verificando-se o quadro resumo acima, depreende-se que apenas na comparação do PBA entre o Nível 2 com o Nível 1, tanto na relação com o lucro líquido quanto na relação com a receita, permite-se rejeitar, a hipótese H4 ao nível de significância de 5%, contudo, ao nível de significância de 10%, não se rejeita a hipótese, quando comparada o PBA com a receita. Na H1, o ipba em relação ao lucro líquido é estatisticamente igual entre as empresas do Novo Mercado e Nível 1, no entanto, maior no Novo Mercado.

Nas hipóteses H2 e H3 o ipba tanto em relação ao lucro líquido quanto à receita é estatisticamente diferente entre as empresas do Novo Mercado e do Nível 2 e Nível 1 / Nível 2, respectivamente, e o valor é maior nas empresas do Novo Mercado.

Nota-se, portanto, que as empresas do Novo Mercado, nível mais alto da GC, utilizam de maior remuneração variável, PBA. Esse achado corrobora os objetivos tanto da GC como também as afirmações de Jensen e Meckling (1976, apud EISENHARDT, 1989 p.60) que as empresas buscam mecanismos de mitigar conflitos de interesses entre os agentes e, consequentemente, alinhar os seus objetivos.

Os resultados encontrados, alinham-se com estudos de Agrawal & Mandelker (1987) e Barney (1991) ao demonstrar que há uma relação positiva entre a redução da divergência de

interesses através do uso de contratos, como o PBA, ou seja, as empresas fazem uso de incentivos para assegurar maior transparência, e possivelmente, maior valorização.

Também, conforme Silveira e Barros (2008), a minimização dos prejuízos causados pelo conflito de interesses depende de mecanismos internos e externos. Os achados desse estudo corroboram com essa afirmação.

Ainda, considerando-se a afirmação de Black, Jang e Kim (2003 apud SILVEIRA, 2006, p.78) que "melhores práticas de governança provavelmente causam um maior preço das ações em mercados emergentes", as empresas brasileiras do Novo Mercado, além de boas práticas de governança, estão utilizando maior remuneração baseada em PBA para essa finalidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O aumento da remuneração variável, PBA, percebido nas empresas de capital aberto, e a aderência das mesmas aos NG mais altos, buscam oferecer informações mais transparentes, relevantes e tempestivas, para a tomada de decisões, e são instrumentos que visam reduzir ao máximo o conflito de interesses e a assimetria informacional, como nota-se nos estudos de Silveira e Barros (2008), Hall (2000, apud DIAS, 2010 p.12) e Rappaport(2001, apud DIAS, 2010 p.12).

Verificou-se nesse estudo, que as empresas listadas na B3, no segmento Novo Mercado, remuneraram seus agentes, com valores maiores de PBA do que as empresas listadas em níveis mais baixos de GC. Tal constatação demonstra o uso de PBA, aliado a melhores práticas de GC nas empresas, para comedir conflitos de interesses e direcionar esforços para o aumento do valor da empresa. Esses achados confirmam os fundamentos teóricos de Jensen e Meckling (1976, apud EISENHARDT, 1989, p.60,) e os objetivos dos NG, bem como as pesquisas de Agrawall & Mandelker (1987).

Diante do exposto, pode-se concluir que no mercado brasileiro, as empresas têm utilizado do PBA como forma de alinhamento de interesses, e quanto maior o nível de governança em que a empresa se enquadra, maior é o valor de PBA pago. Esse estudo mostrou, por meio da validação das hipóteses de pesquisa que existe sim diferenciação na remuneração de PBA entre as empresas que compõem os níveis de governança da B3.

Como limitação da pesquisa, pode-se constatar a falta de discriminação exata de algumas remunerações de PBA, efetuadas por algumas empresas, em alguns períodos.

Ademais, esse estudo visou contribuir, preenchendo uma lacuna ainda existente no que se refere ao PBA, por tratar-se de um estudo ainda incipiente no caso brasileiro, quando comparado com outros mercados. Sugere-se para pesquisas futuras a comparação de PBA entre empresas do mercado tradicional e do Novo Mercado. Outra vertente que sugere-se em posteriores estudos, seria verificar se as empresas, que já se utilizam de melhores níveis de governança estão pagando mais PBA na tentativa de alinhar interesses, em relação a outros mercados, tendo em vista que os custos consequentes das adequações a melhores níveis poderiam vir reduzir a despesa com remuneração variável.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, Anup; MANDELKER, Gershon N. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. **The journal of finance**, v. 42, n. 4, p. 823-837, 1987.
- AGUIAR, Andson Braga; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.
- AKERLOF, George et al. The market for lemons. **Quarterly journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALMEIDA, Moisés Araújo et al. Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa / Evolution of the Quality of the Practical of Corporate Governance: a Study of Nonlisted the Brazilian Companies in Stock Exchange. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907, 2010.
- ANTHONY, Robert N.; GOVINDARAJAN, Vijay. **Sistemas de controle gerencial**. AMGH Editora, 2008.
- ARRUDA, Giovana Silva; MADRUGA, Sérgio Rossi; DE FREITAS JUNIOR, Ney Izaguirry. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, 2009.
- 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.
- BARNEY, Jay. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.
- BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Governança corporativa: algumas reflexões teóricas sob a perspectiva da economia. **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO-ENANPAD**, v. 29, 2005.
- 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: Maio 2017
- BRANDALISE, Luiz Antonio. A finalidade do lucro para as empresas de Economia de Comunhão. **A finalidade do lucro para as empresas de economia de comunhão**, 2003.
- CARVALHO, Antonio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.
- CHAGAS, José Ferreira; DE PALABRAS, Contador. Governança corporativa: aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações. v. 60, p. 180, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Deliberação CVM n. 562/08. Aprova o Pronunciamento do CPC sobre Pagamento Baseado em Ações. Rio de Janeiro: CVM, 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento técnico CPC 10 - Pagamentos Baseados em Ações. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: abril 2017.

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, Warlei de Oliveira. **Remuneração variável nas empresas brasileiras: estudo de determinantes da utilização de stock options**. 2010. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

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.

FREUND, John E.; SIMON, Gary A. Estatística aplicada. **Economia, Administração e**, 2000.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas e pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. v. 1. 206 p.
HALL, Brian J.; LIEBMAN, Jeffrey B. Are CEOs really paid like bureaucrats?. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 3, p. 653-691, 1998.

HENDRIKSEN, E.; BREDAS, M. F. **Teoria da contabilidade**; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. – 1. ed. – 6. reimpressão. São Paulo: Atlas, 2007.

HILLIER, DAVID et al. **Managerial Incentives and Corporate Acquisition Decisions**. Working Paper, 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das melhores práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/codigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: maio 2017

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, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JUNIOR, WOOD. Thomaz e PICARELLI FILHO, Vicente. **Remuneração estratégica: a**, 2004.

JUNQUEIRA, Luis Renato et al. INFLUÊNCIA DA TEORIA DE AGÊNCIA NA ALAVANCAGEM DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DOI=10.5752/P. 1984-6606.2014 v14n35p182. **Economia & Gestão**, v. 14, n. 35, p. 182-209, 2014.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. 2002.

KRIECK, Piter August; KAYO, Eduardo Kazuo. Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-17, 2014.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. SPE, p. 65-79, 2006.

MARÔCO, João. **Análise estatística com o SPSS Statistics**. ReportNumber, Lda, 2010.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. **Organization and management**. Englewood Cliffs, 1992.

NIEMANN, Rainer; SIMONS, Dirk. Costs, benefits, and tax-induced distortions of stock option plans. **Schmalenbach Business Review**, v. 4, n. 4, p. 321-341, 2003.

OLIVEIRA, M. F. Metodologia científica: um manual para a realização de pesquisas em Administração. Catalão/GO: Universidade Federal de Goiás; Campus Catalão, 2011. Disponível em: : Acesso em: 12 novembro. 2017.

OYADOMARI, J. C. T.; CESAR, A. M. R. V. C.; SOUZA, E. F. de. **Influências da Remuneração de Executivos na Congruência de Metas**. Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 1, n. 12, p. 53-74, 2009.

PERROW, Charles. **Economic theories of organization**. *Theory and society*, v. 15, n. 1, p. 11-45, 1986.

Piter August Krieck; Eduardo Kazou Kayo. **Teoria da agência e governança corporativa: um estudo de eventos em fusões e aquisições de 2000 a 2012**. Revista de Finanças Aplicadas, 1-17.

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.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista Organizações em Contexto-online**, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2005.