DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS E REMUNERAÇÃO POR *STOCK OPTIONS*: UM ESTUDO MULTISSETORIAL

FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES AND STOCK OPTIONS REMUNERATION: A MULTI-SECTOR STUDY

Rosilene Marcon
Universidade do Vale do Itajaí

Christiane Kleinubing Godo
Universidade do Vale do Itajaí

RESUMO

Este trabalho consiste em uma pesquisa explanatória delineada com o objetivo de identificar a correlação entre a utilização de programas de remuneração por *stock options* e o desempenho financeiro das empresas. *Stock options* constituem um dos principais programas de remuneração através de participação acionária, que permite aos funcionários comprar ações da empresa, atrelando os ganhos à valorização das ações no longo prazo. Discute-se primeiramente a relação entre o sistema de remuneração acionária e os chamados problemas de agência. Em seguida, analisam-se, na literatura, os indicadores utilizados e os resultados obtidos acerca da relação entre remuneração dos executivos e desempenho da empresa. Relatam-se, posteriormente, os resultados da análise do desempenho de oito empresas brasileiras que empregam o sistema de remuneração por *stock options*, em comparação com seus concorrentes e com o mercado. Buscou-se também a aplicação de um modelo capaz de aprimorar a ligação entre a remuneração através de ações e o desempenho da empresa, através da modificação do modelo-padrão de remuneração via *stock options*. A maior parte das empresas analisadas apresentou um desempenho financeiro superior ao das concorrentes do seu setor.

ABSTRACT

This work consists of an explanatory research designed with the intent to identify the correlation between the application of stock options remuneration programs and the companies' financial development. Stock options represent one of the main remuneration programs through stockholder participation, allowing members of staff to buy the company's shares, as they associate gains to the shares' long-term increase in value. First of all, the study discusses the relationship between the stocks remuneration system and the so-called agency problems. Secondly, it analyzes in the literature the indicators used and the results obtained regarding the relationship between the businessman's remuneration and the company's

performance. Next, it shows the analysis results of the performance of eight Brazilian companies that apply the stock options remuneration system in comparison with their competitors and the market. In addition, the study aimed at applying a model capable of improving the connection between remuneration through stocks and the company's performance, by modifying the standard model of remuneration via stock options. Most analyzed companies demonstrated a superior financial development to the competitors in their sector.

PALAVRAS-CHAVE

Stock options; Desempenho financeiro; Remuneração variável; Estudo de evento.

KEY-WORDS

Stock options, financial performance, variable remuneration, event study.

INTRODUÇÃO

A remuneração baseada na participação acionária dos executivos e funcionários faz parte da composição da remuneração por resultados e possibilita o recebimento de ações da empresa como parte do composto da remuneração. Um dos principais programas de remuneração através de participação acionária é conhecido como *stock options* (nos EUA) e como *share options* (na Inglaterra). O sistema permite aos funcionários comprar ações da empresa, atrelando os ganhos à valorização das ações no longo prazo.

No ano de 1998, 97% das 500 maiores empresas norte-americanas concediam *stock options* aos seus executivos (HALL; MURPHY, 2000). No Brasil, conforme estudo[1] realizado com 110 grandes companhias nacionais nos últimos dez anos, 60% das grandes empresas brasileiras estão oferecendo participação nos lucros e resultados, 30% concedem bônus e 10% utilizam o sistema de *stock options*. Apesar de constituírem formas de remuneração praticadas há muitos anos em países como os EUA e Inglaterra, os programas de *stock options* ou *share options* ainda são incipientes no Brasil, configurando-se como um dos componentes mais complexos da remuneração estratégica.

Méran e Tracy (2001, p. 5) usaram duas medidas para mostrar o crescimento e a importância das *stock options* nos pacotes de remuneração durante a década de 90. O primeiro indicador foi a divisão entre o valor recebido de *stock options* no ano pelo salário-base do executivo e bônus em dinheiro. O segundo dividiu o lucro obtido com as *stock options* pelo salário-base do executivo e bônus em dinheiro. Constataram que, no início dos anos 90, as *stock options* eram menores que os salários e bônus, porém, a partir de 1996, estas cresceram e foram maiores que as demais remunerações, evidenciando a tendência de crescimento na utilização dessa modalidade de remuneração.

Lemes Jr. et al. (2002, p. 25) destacam que estudos realizados por escolas americanas encontraram alta correlação entre o aumento do valor da riqueza dos acionistas e a remuneração do principal executivo da empresa. Lewellen (1969) também concluiu que os administradores tendem a tomar decisões bastante compatíveis com a maximização do preço da ação. Hall e Liebman (1997) verificaram que as mudanças nas valorizações das *stock options* contribuíram, em média,

[1] De acordo com estudo coordenado pela consultoria americana Deloitte Touche Tohmatsu publicado na Revista *Veja*, 17/5/2000.

98% para a relação entre a remuneração e a performance do CEO, enquanto o salário anual e o bônus apenas pesaram nos outros 2%.

A lógica que transpassa o funcionamento do sistema de *stock options* reside em melhorar os resultados através da conciliação dos interesses de acionistas e executivos, com base na hipótese de que os executivos acreditam e se comprometem com o crescimento da empresa. Porém, as empresas incorreram no erro de ignorar a dependência ao mercado, ou seja, o fato de que as ações muitas vezes sobem em função do mercado e não do desempenho da empresa. A valorização da ação no mercado pode ser fruto de especulações ou de ajustes macroeconômicos, desprovida de relação com o desempenho da empresa. Os planos de *stock options* deveriam buscar o alinhamento com o desempenho da empresa e com os objetivos dos acionistas, mas o que se constata é que estão muito mais atrelados ao desempenho dos preços das ações no mercado. A não distinção entre mérito de gestão e mercado acionário favorável constitui o principal ponto de fragilidade do sistema de remuneração acionária.

Na visão de Basso (2001, p.3), os incentivos de longo prazo devem obedecer ao critério de somente recompensar executivos caso exista criação de riqueza para os proprietários. Os executivos devem pensar e atuar como proprietários, porque defrontam-se com as responsabilidades e oportunidades dos proprietários.

O tópico mais pesquisado na vasta literatura sobre remuneração gerencial é a relação com o desempenho da empresa (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998, p. 135). No entanto, a discussão acerca da remuneração através de ações é ainda recente e as pesquisas que investigam o desempenho financeiro das organizações em função da remuneração de seus principais empregados permanecem inconclusivas.

Neste artigo, procurou-se analisar o desempenho de algumas empresas brasileiras que empregam o sistema de remuneração por *stock options*, em comparação com seus concorrentes e com o mercado. Buscou-se também a aplicação da metodologia de estudo de evento, que permite aprimorar a ligação entre a remuneração através de ações e o desempenho da empresa. No estudo de evento busca-se verificar o retorno anormal das ações das empresas que possuem remuneração variável em relação a um índice de mercado de ações.

A REMUNERAÇÃO ACIONÁRIA E OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

A remuneração dos executivos tem duas partes distintas: pagamento anual e pagamento de longo prazo. O pagamento anual consiste em salário (pagamento fixo) e bônus (pagamento variável). O pagamento de longo prazo é o pagamento variável associado à unidade de desempenho operacional sobre períodos de tempo superiores a um ano. Os tipos específicos de remuneração a longo prazo são: planos de ações por desempenho, ações restritas e *stock options* (BUENAVENTURA; PECK, 2000, p. 9).

No âmbito das finanças, opção é todo contrato que dá ao seu titular o direito, mas não o dever, de comprar (se for uma opção de compra) ou vender (se for uma opção de venda) determinado bem pelo preço acordado na efetivação do contrato (preço de exercício). De acordo com Hull (1998, p. 04), há dois tipos de opção: *calls* (opções de compra) e *puts* (opções de venda). Na opção de compra, o detentor (titular ou comprador da opção) tem o direito de comprar algo em certa data por determinado preço. Na opção de venda, o detentor tem o direito de vender algo em certa data por determinado preço. No caso da remuneração através de *stock options*, considera-se que os executivos e demais funcionários receberão opções de compra de ações da empresa na qual trabalham.

Assim, se a diferença entre o preço de mercado da ação e o preço de exercício for positiva, a opção é dita *in the money* (dentro do dinheiro).

Caso a diferença seja negativa, a opção é denominada *out of the money* (fora do dinheiro). Quando a diferença é zero, a opção é dita *at the money* (no dinheiro). Entretanto, mesmo que esteja *at the money* ou *out of the money*, em outras palavras, ainda que não exista ganho em exercê-la imediatamente, a opção pode ter um valor positivo. A razão é que o preço de mercado da opção pode aumentar entre hoje e o dia em que a opção vence. Isso implica que a opção poderá ter um valor intrínseco alto no futuro.

Os principais requisitos para qualificação das *stock options* são: um preço de ação não menor que 85% do valor de mercado; um período de exercício superior a dez anos; e um período de propriedade superior a seis meses.

A maior parte das empresas confere opções que têm uma vida de dez anos e um preço de exercício fixado no preço de mercado no dia de sua concessão (opção *at the money*). Como o preço de exercício é fixo, os detentores das opções lucram com qualquer aumento no preço das ações, mesmo que seja pequeno para os acionistas e não proporcione um retorno mínimo aceitável sobre seu investimento.

Como o mercado brasileiro possui muitas empresas de capital fechado, convém ressaltar também as chamadas *phantom stocks*. Trata-se de uma forma de compensação a longo prazo, pela qual são concedidas aos funcionários unidades denominadas de ações-fantasmas com o mesmo valor da ação ordinária da empresa. O valor de uma *phantom stock* iguala-se ao de uma ação da empresa. Quando não existe um mercado para as ações da empresa, o proprietário relata valores das *phantom stocks* como os valores contábeis.

A estrutura do pacote de remuneração deve ser projetada para atingir os seguintes objetivos: a) atrair e manter gestores competentes; b) alinhar as atitudes dos gestores o mais próximo possível dos interesses dos acionistas, que estão interessados na maximização do preço da ação (BRIGHAM, 2001, p. 40). Na mesma direção, o objetivo principal de um programa de participação acionária é apontado por Wilson (apud WOOD Jr.; PICARELLI FILHO, 1999, p. 122) como a criação entre os funcionários de um senso de identidade, comprometimento e orientação para resultados. A finalidade, portanto, reside no aumento do comprometimento via co-propriedade.

Em resumo, as principais vantagens da modalidade de remuneração por *stock options* mencionadas pelos autores são: capacitar a empresa a atrair e manter talentos; criar uma cultura de propriedade do empregado (RODRICK, 1997); levar os gerentes superiores a exibir menos comportamento burocrático e mais ação empreendedora; não implicar desembolso de caixa para a empresa (CRYSTAL, 1992, p. 131); estabelecer maior ligação entre os interesses do colaborador participante, dos acionistas majoritários e da empresa; fortalecer o senso de identidade dos colaboradores; aumentar o comprometimento do funcionário com os objetivos da empresa (WOOD Jr.; PICARELLI FILHO, 1997, p. 123).

Um funcionário que não tenha bom retorno porque suas ações desvalorizaram pode achar que apenas não conseguiu algo que na realidade nunca teve. A sensação de perda e risco é, assim, minimizada, constatam Wood Jr. e Picarelli Filho (1999, p. 124). A consideração dos fatores psicológicos (modelos de crenças e de valores) inerentes ao exercício do sistema de *stock options* (HEAT *et al.*, 1999, p. 602) revela que as atitudes dos acionistas em relação ao risco podem mudar, influenciando a decisão relativa aos veículos de remuneração.

Há vinte anos, os executivos tendiam a ser pagos como se fossem burocratas. Hoje, são remunerados como patrões, constata Hall (2000). Pretendendo gerar um sentimento de propriedade e comprometimento, a remuneração acionária concede aos funcionários, mesmo que de forma fugaz, a sensação de tornar-se um pouco dono da empresa onde trabalha. Através desse engajamento

psicológico, a empresa pretende ser capaz de manter os seus executivos e torná-los cada vez mais comprometidos com o seu desempenho.

A legislação regulatória das *stock options* tem sido ambivalente, observam Buenaventura e Peck (2000, p. 10): por um lado, encoraja os executivos à propriedade de ações e considera que as *stock options* têm um efeito salutar sobre as empresas, os acionistas e o conjundo da economia. Por outro lado, sugere que a propriedade de *stock options* beneficia uma elite de empregados e, geralmente, não é acessível aos empregados comuns (BUENAVENTURA e PECK, 2000, p. 10).

Principalmente em empresas maiores, onde há separação entre propriedade e gestão, podem surgir conflitos entre os acionistas e os executivos. Esse conflito entre objetivos da empresa e os objetivos pessoais dos administradores é conhecido como problema de agência (*agency*) e ocorre quando as decisões que maximizam a riqueza do acionista não aumentam os ganhos dos executivos. Assim, a utilização de um sistema de remuneração em que os administradores têm participação nos resultados elevaria a probabilidade de que os interesses de acionistas e administradores tenham o mesmo sentido.

NO ANO DE 1998, 97% DAS 500 MAIORES EMPRESAS NORTE-AMERICANAS CONCEDIAM *STOCK OPTIONS* AOS SEUS EXECUTIVOS. NO BRASIL, CONFORME ESTUDO REALIZADO COM 110 GRANDES COMPANHIAS NACIONAIS NOS ÚLTIMOS DEZ ANOS, 60% DAS GRANDES EMPRESAS BRASILEIRAS ESTÃO OFERECENDO PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS E RESULTADOS, 30% CONCEDEM BÔNUS E 10% UTILIZAM O SISTEMA DE *STOCK OPTIONS*

A teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976; BARNEA *et al.*, 1985) fundamenta a origem da remuneração por *stock options*. Resumidamente, essa teoria parte do pressuposto de que, como as grandes empresas querem acima de tudo aumentar os preços das ações e são gerenciadas por administradores e não pelos proprietários, a concessão de ações poderia estimular o administrador a buscar o objetivo dos sócios e não os objetivos particulares, reduzindo o conflito de interesses entre administradores e acionistas. Como paradigma dominante na tendência de pesquisas sobre remuneração acionária, a teoria da agência enfatiza que os gestores têm poder decisório e que mecanismos formais – estrutura de recompensa e controle – são modos de alinhar os incentivos dos executivos com os interesses dos acionistas.

O alinhamento de interesses dos gestores e dos acionistas postulado pela teoria da agência familiar (ou normativa) fundamenta-se na concepção de que os incentivos baseados em opções motivam os executivos a serem menos aversivos ao risco e podem resultar em comportamento de procura pelo risco. Sanders (2001, p. 478) formulou a hipótese de que a propriedade de ações dos executivos e pagamento de *stock options* teriam efeitos opostos na aquisição de empresas. Isso porque a propriedade de ações poderia conduzir ao aumento da aversão ao risco, enquanto o pagamento de *stock options* levaria ao aumento da procura pelo risco. Em estrutura de incentivos baseada em ações, os executivos levam suas empresas a um crescimento além do tamanho ótimo, acredita Sanders (2001, 477-478), e são invariavelmente tentados a adquirir outras empresas e a expandir a diversidade de seu império. Ao confirmar essa hipótese, o autor conclui que a remuneração por opções pode servir como um instrumento para persuadir os executivos a se engajar em mais comportamentos de risco a que estariam dispostos a se engajar de outra forma. Na formulação de Sanders (2001), a teoria da agência focaliza o papel dos incentivos na alteração da aversão ao risco dos agentes.

Em trabalho anterior, Sanders (1999, p. 62) havia alertado para o fato de que a teoria da agência sugere que a transferência de um risco demasiado

para os executivos pode gerar um efeito oposto ao desejado, produzindo mais aversão ao risco do que motivação para assumir o risco adicional.

Duas preocupações relevantes são apontadas por Anderson (1999) em relação às decisões dos executivos. A primeira diz respeito à possibilidade de as decisões tomadas pelos executivos serem influenciadas pela aversão ao risco. Nesse caso, o efeito das ações concedidas sobre o lucro da firma pode ser mais baixo que o efeito medido com o modelo que admite o risco neutro do comportamento exercido. A segunda preocupação considera que, se as decisões tomadas pelos executivos forem influenciadas por informações privadas, os participantes do mercado podem fazer inferências sobre as perspectivas futuras da empresa baseadas nas observações das decisões tomadas.

A literatura sobre remuneração dos executivos parte da premissa de que a política de remuneração ótima deve dirigir os problemas de agência. Méran e Tracy (2001. p. 8) incluíram em sua pesquisa diversas variáveis de controle para os esperados custos de agência. Os autores concluíram que dois sistemas são capazes de reduzir os problemas de agência: o controle e os incentivos. E predizem também que as *stock options* serão usadas mais extensivamente nos momentos em que os custos de agência são elevados e o controle torna-se difícil, por exemplo, quando a empresa tem oportunidades de crescimento. Da mesma forma, Barkema e Gomez-Mejia (1998, p. 138) também postulam a existência de duas opções para reduzir os custos de agência: adquirir informações sobre os esforços dos agentes ou ligar os incentivos aos resultados dos agentes.

Caso o desempenho das empresas aumentasse e os contratos de remuneração fossem estruturados, evitar-se-iam os conflitos entre gerentes e acionistas (EISENHARDT, 1988; OVIATT, 1988). As *stock options* fornecem um *link* entre a riqueza do acionista e o desempenho das ações das empresas e, portanto, previnem e diminuem os problemas de agência entre acionistas e administradores (HALL; MURPHY, 2000, p.1; MADURA, 1993, p.18).

PROGRAMAS DE *STOCK OPTIONS* E DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Buscando verificar a existência de relação entre o desempenho das empresas e o programa de remuneração utilizado, diversas pesquisas têm sido realizadas (MADURA, 1993; HILL; STEVENS, 2001; MURPHY, 1985; UENG; WELLS; LILLY, 2000). Hill e Stevens (2001) analisaram as formas de remuneração dos executivos de 161 empresas americanas, num período de oito anos, e o desempenho financeiro das respectivas empresas. Os resultados mostraram que empresas que usam uma percentagem maior de *stock options* – no composto formado por salário, bônus e *stock options* – apresentaram um desempenho maior.

Rosen e Quarrey (1987) encontraram que as empresas cujos empregados têm propriedade apresentam uma performance anual de 12% a 17% acima de seus concorrentes. Masson (1971) ressaltou que as empresas cujos executivos possuíam remuneração relacionada com o desempenho das ações da empresa tendiam a superar as demais empresas no tocante ao retorno das ações. Lemes Jr. *et al.* (2002, p. 25) destacam que estudos realizados por escolas americanas encontraram alta correlação entre o aumento do valor da riqueza dos acionistas e a remuneração do principal executivo da empresa. Lewellen (1969) também concluiu que os administradores tendem a tomar decisões bastante compatíveis com a maximização do preço da ação. Hall e Liebman (1997) verificaram que as mudanças nas valorizações das *stock options* contribuíram, em média, 98% para a relação entre a remuneração e a performance do CEO, enquanto o salário anual e o bônus apenas pesaram nos outros 2%.

No entanto, a existência de correlação entre o retorno das ações e o desempenho da empresa não é consenso entre os pesquisadores. Crystal (1992), através de pesquisa com 459 grandes empresas, mostra que o desempenho da empresa não representa mais do que 5% do pagamento do CEO. O autor declara que não há relação significante entre a sensibilidade ao pacote de pagamento e o retorno total dos acionistas. Madura (1993, p. 18) chega a afirmar que a remuneração por opções não está necessariamente relacionada ao desempenho. Mais recentemente, a análise dos fatores da estrutura de remuneração dos executivos encontrou que menos de 5% do pagamento dos executivos pode ser explicado por fatores de desempenho (BARKEMA; GOMEZ-MEJIA, 1998. p. 135).

Partindo de um posicionamento crítico em relação ao papel das recompensas, Kohn (2001, p. 33) observa que os estudos que examinaram se o pagamento, especialmente no nível executivo, está relacionado à rentabilidade da empresa freqüentemente têm encontrado fraca ou até negativa correlação entre pagamento e desempenho. Rich e Larson (*apud* KOHN, 2001, p. 33), em 1982, examinaram o programa de remuneração das 90 principais empresas americanas para determinar se o retorno dos acionistas era melhor nas corporações que tinham planos de incentivo para os principais executivos ou nas empresas que não tinham os planos. Os autores foram incapazes de encontrar alguma diferença.

Apesar do fracasso de algumas pesquisas em estabelecer o elo entre o pagamento dos executivos e o desempenho da empresa, Miller e Wiseman (2001, p. 703-4) indicam que os planejadores da remuneração dos executivos estão ultimamente interessados no desempenho da firma e acreditam poder influenciá-lo através do *design* dos programas de remuneração dos executivos. Além disso, Sanders (2001, p. 477) alerta que a maioria das pesquisas focaliza-se na associação entre o desempenho da empresa e os níveis de remuneração, havendo pouca evidência empírica quanto aos efeitos dos incentivos financeiros com base no mercado.

Sabe-se que a simples ligação entre o pagamento dos gestores e o mercado de ações não garante à empresa um desempenho superior. Rappaport (2001, p. 3) considera que o problema reside na forma de estruturação das *stock options*. Ações com preço fixado recompensam os executivos por qualquer aumento no preço das ações, desde que o aumento seja bem abaixo daquele realizado pelos competidores ou pelo mercado como um todo. O autor descreve que alguns programas de *stock options* têm como principal objetivo um alto nível de desempenho e não um padrão de preços fixado das ações. Nesses planos, os preços exercidos são fixados como um prêmio sobre o preço de mercado na data em que as opções são concedidas, e estas permanecem nesse nível enquanto durarem. Tais programas também oferecem pouca ou nenhuma recompensa aos executivos que apresentam um desempenho superior ao de seus competidores durante o período de diminuição ou declínio dos mercados. O executivo, conseqüentemente, é recompensado somente se sua empresa obtiver um desempenho superior ao índice do mercado. Rappaport (2001, p. 7) advoga que seria melhor julgar a contribuição do executivo usando um índice setorial. Por mais que o índice seja selecionado, opções indexadas têm claras vantagens sobre opções de preços fixados. Opções indexadas não recompensam baixo desempenho dos executivos simplesmente porque o mercado está em ascensão, tampouco penalizam o desempenho superior porque o mercado está em declínio.

Blasi *et al.* (2000) desenvolveram um estudo com 1.360 empresas que avalia o efeito dos programas de *stock options* sobre o desempenho da empresa, através da comparação entre o desempenho econômico de empresas que têm planos

de *stock options broad-based* e seus competidores. São classificados como *broad-based* aqueles programas que oferecem ações a 20% ou mais dos empregados da empresa. A definição razoável de um plano de *stock options broad-based* é quando a maioria dos empregados em tempo integral de uma empresa recebe ações (2000, p. 5-15). Os autores analisaram a mudança no desempenho no período de 1985-1987 – antes de os programas serem introduzidos – e o período de 1995-1997 – após a introdução dos programas. Encontraram a evidência de que as empresas que têm planos de *stock options broad-based* apresentam desempenho superior no período após a introdução dos planos. Entretanto, essas empresas já eram líderes de produtividade no período anterior à introdução do plano. A conclusão dos autores é de que a produtividade não é influenciada somente pelo uso dos *stock options broad-based*.

Permanecendo irresolvida a questão da correlação entre a remuneração do executivo e o desempenho da empresa, Miller e Wiseman (2001, p. 703-4) deslocam a atenção para a importância do papel simbólico da remuneração do executivo. O papel do executivo inclui comportamentos destinados a encorajar a cooperação entre os *stakeholders* (clientes, fornecedores, empregados, sindicatos, etc.), essencial para a realização dos objetivos de desempenho da empresa. O simbolismo do alto salário pode criar uma aura de poder e competência para o executivo, transmitindo vantagem na negociação com os executivos de outras empresas. Nessa concepção de Miller e Wiseman (2001, p. 703-4), o simbolismo poderia ser um elemento-chave no *design* da remuneração, desde que pudesse influenciar indiretamente o desempenho da empresa.

METODOLOGIA

Visando a identificar a correlação entre a remuneração por *stock options* e o desempenho das empresas, estruturou-se uma pesquisa quantitativa com estratégia documental para a obtenção de dados secundários. Em conformidade com a tipologia definida por Yin (2001) para estudos de casos múltiplos, este estudo caracteriza-se como explanatório (ou causal), uma vez que busca encontrar relações de influência entre variáveis. Foram coletados dados de natureza quantitativa acerca da rentabilidade das empresas, das vendas, do preço das ações das empresas e do índice Ibovespa no mercado, no período compreendido entre 1992 e 2001 (10 anos), fornecidos pela base de dados do sistema Economática.

SELEÇÃO DAS EMPRESAS E DOS SEUS RESPECTIVOS SETORES

Como população inicial foram consideradas todas as empresas que oferecem programa de ações para seus funcionários, englobando aquelas que o disponibilizam a todos os participantes da empresa e aquelas que destinam o programa somente aos executivos. A fonte documental de dados das empresas com programas de remuneração foi a revista *Exame* – 100 melhores empresas para você trabalhar, referente aos anos de 2000, 2001 e 2002. Nessa primeira seleção foram encontradas 55 empresas. Em seguida, através do banco de dados Economática, foram identificadas as empresas que disponibilizavam os dados de rentabilidade, vendas líquidas e preço das ações. A amostra resultou em 32 empresas. Dentre estas, oito são de capital nacional e as demais de capital norte-americano, porém com representação no Brasil.

Das empresas de capital nacional foram então coletadas as rentabilidades anuais, as vendas líquidas e as cotações das ações das empresas brasileiras e também de todas as demais empresas de capital nacional pertencentes ao mesmo setor, num período de dez anos (de 1992 a 2002). Das empresas de capital norte-americano foram coletados dados referentes apenas ao preço das ações.

Optou-se por considerar na amostra somente as empresas de capital aberto, devido à indisponibilidade, à inconsistência e à falta de confiabilidade dos dados secundários sobre empresas de capital fechado, decorrentes da não-obrigatoriedade da emissão e da fiscalização de relatórios contábil-financeiros.

As empresas selecionadas, os respectivos setores e o número de empresas consideradas para a análise setorial encontram-se no Quadro 1.

No Quadro 1 foram evidenciados somente o número de empresas por setor entre aquelas de capital nacional, já que somente essas serão consideradas na análise de desempenho econômico. Porém, na análise do desempenho do mercado serão consideradas todas as empresas listadas.

VARIÁVEIS SELECIONADAS E TRATAMENTO DOS DADOS

A partir das rentabilidades e vendas de todas as empresas de cada indústria, foi calculada a média do setor, com o objetivo de comparar o desempenho econômico das empresas que possuem *stock options* com as suas concorrentes.

Como indicador de rentabilidade foi considerado o retorno sobre o capital próprio – ROE (*return on equity*), um dos principais índices utilizados para analisar o desempenho econômico de uma empresa.

Neste trabalho, apresenta-se também a aplicação da metodologia estudo de evento, conhecida principalmente em finanças. Utiliza-se a abordagem proposta por Madura (1993), em que se pode alinhar mais precisamente a remuneração via ações com o bom desempenho da empresa.

O retorno ajustado ao mercado para cada empresa *i* foi obtido pela seguinte diferença:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt} \qquad [1]$$

Onde:

RA_{it} é o retorno anormal da ação *i* na semana *t*;

R_{it} é o retorno nominal da ação *i* na semana *t*;

R_{mt} é o retorno observado do *portfolio* de mercado (Ibovespa e *Dow Jones Index*) no mesmo período.

Para calcular os parâmetros do Quadro 2, foram coletadas, no sistema Economática, as variáveis ROE_{it} e vendas líquidas$_{it}$, de cada firma *i* do setor analisado, em um determinado ano *t*. Todos os parâmetros são considerados de longo prazo, com *t* entre 1992 e 2002.

O Quadro 3 mostra o tratamento realizado nos dados com a finalidade de calcular os parâmetros pretendidos.

As cinco primeiras etapas descritas acima foram repetidas para o cálculo do parâmetro vendas líquidas, a partir das seguintes variáveis: vendas líquidas de cada empresa *i* para cada período *t* (vendas líquidas$_{it}$); vendas líquidas médias do setor para cada ano *t* (vendas líquidas$_{t}$); vendas líquidas médias de cada empresa *i* ao longo do período estudado (vendas líquidas$_{i}$); e, finalmente, as vendas líquidas setoriais calculadas pela média das vendas líquidas$_{i}$ de cada empresa do setor.

Quadro 1 - Empresas com programas de *stock options* no Brasil

Empresa	Setor	Número de empresas do setor
Aes Sul Dist Energ	Energia elétrica	32
Alcoa	Siderurgia e metalurgia	-
AOL Time Warner	Software e dados	-
Avaya	Eletroeletrônicos	-
Becton Dickinson	Outros	-
Bristol Myers Squib	Química	-
Cargill Fertilizant PN	Química	32
Chubb	Bancos e finanças	-
Citigroup (ex TRV)	Bancos e finanças	-
Compaq Computer	Eletroeletrônicos	-
Dow Chemical	Química	-
Embraco PN	Máquinas Industriais	14
FMC	Química	-
Hewlett-Packard	Eletroeletrônicos	-
International Paper	Papel e celulose	-
Lilly (Eli)	Química	-
Lojas Renner PN	Comércio	17
Lucent Technologies	Eletroeletrônicos	-
MacDonald's Corp.	Outros	-
Merck & Co	Química	-
Merrill Lynch	Bancos e finanças	-
Monsanto	Química	-
Motorola Inc	Eletroeletrônicos	-
Multibras PN	Eletroeletrônicos	15
Nortel Networks	Eletroeletrônicos	-
Pão de Açúcar PN	Comércio	17
Pharmacia Corp	Química	-
Sadia SA ON	Alimentos e Bebidas	22
Springer ON	Eletroeletrônicos	15
TRW	Veículos e peças	-
Visteon	Veículos e peças	-
Xerox	Eletroeletrônicos	-

Fonte: Revista *Exame* -100 melhores empresas para você trabalhar (2000, 2001 e 2002)

Quadro 2 - Parâmetros calculados no estudo

Parâmetros	Significado
ROE	É a rentabilidade média obtida pelas firmas a longo prazo e do setor.
Vendas líquidas	É a média das receitas operacionais líquidas da empresa e do setor, no longo prazo. Expressa em dólares americanos.
Retorno anormal	É a diferença entre o retorno das ações das empresas consideradas e os respectivos retornos dos índices de ações. Para as empresas de capital nacional foi considerado o Ibovespa e, para as norte-americanas, o *Dow Jones*.

Quadro 3 - Tratamento dos dados

Etapas	Objetivo	Método
Coleta do ROE_{it}	Montar a base dados brutos	Coletou-se o ROE de cada empresa *i*, em cada ano *t*, para cada setor analisado
Cálculo do ROE_t	Calcular a média do retorno do acionista para cada ano *t*	O ROE_t foi calculado a partir da média dos ROE_{it}, para cada ano *t*
Tratamento dos *outliers*	Retirar da amostra os valores considerados aberrantes, fora dos limites estabelecidos como normais, para cada ano *t*	Para cada ano *t*, foram calculados os limites superiores e inferiores iguais a, respectivamente, mais ou menos dois desvios-padrão da média ROE_t
Cálculo do ROE_i	Estabelecer o retorno médio do acionista, realizado por cada empresa *i*, no período analisado	Calculado a partir da média dos ROE*it* de cada firma *i*, utilizando sua série histórica
Cálculo do parâmetro ROE	Calcular o parâmetro setorial ROE	Calculado a partir da média dos ROE*i* de cada empresa do setor.
Cálculo dos retornos normais	Calcular o retorno trimestral das ações das empresas e dos índices de mercado.	Calculado a partir dos preços das ações e dos pontos de cada índice de mercado.
Tratamento dos *outliers*	Retirar da amostra os valores considerados aberrantes, fora dos limites estabelecidos como normais, para cada trimestre *t*	Para cada trimestre *t*, foram calculados os limites superiores e inferiores iguais a, respectivamente, mais ou menos dois desvios-padrão da média dos retornos
Cálculo dos retornos anormais	Calcular o retorno anormal em cada trimestre *t* de cada ação *i* em relação ao seu índice de mercado	Calculado a partir da diferença dos retornos de cada ação *i*, no trimestre *t* e o seu respectivo índice de mercado no mesmo período *t*

DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A discussão acerca da remuneração variável é fundamental no contexto brasileiro. Como se pode observar no Gráfico 1, ela assume 26% do total da composição da remuneração. Identificou-se uma participação muito próxima ao mercado americano, onde a cultura de ações é muito mais disseminada e onde há inúmeras empresas que optam por esse tipo de benefício aos seus funcionários.

Com o objetivo de comparar o desempenho das empresas brasileiras com programas de *stock options* e os resultados dos seus respectivos setores, na Tabela 1 são apresentados os resultados encontrados.

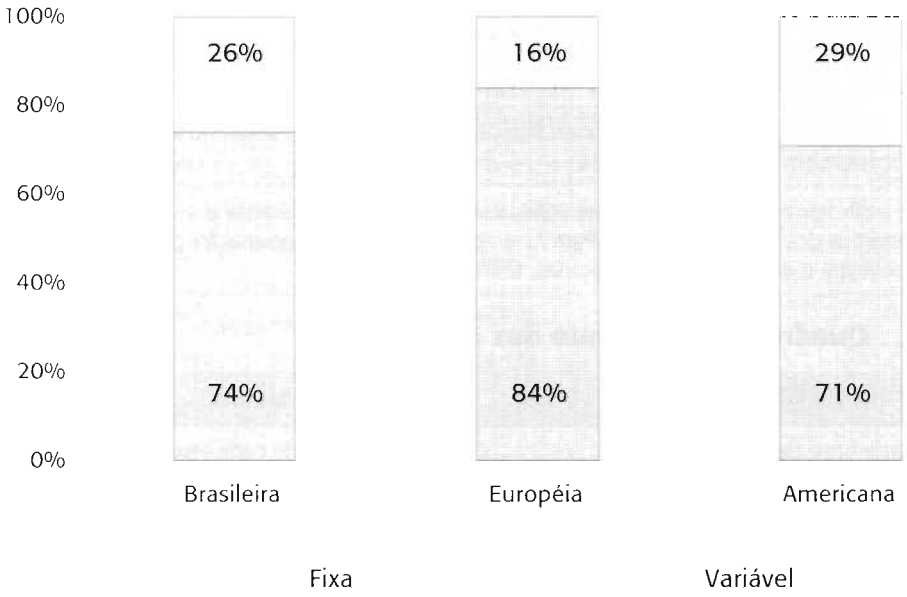

Gráfico 1 - Composição da remuneração no Brasil, Europa e Estados Unidos
Fonte: Gracioso (2002, p. 26)

Tabela 1 - Resultados do desempenho econômico das empresas de capital nacional com programas de *stock options*

Empresa	ROE		Vendas líquidas	
	Empresa	Setor	Empresa	Setor
Aes Sul Dist Energ	-1,6	-0,5	399.717,73	703.501,44
Cargill Fertilizant PN	8,12	0,35	210.086,07	256.119,24
Embraco PN	12,05	0,39	343.769,70	124.771,13
Lojas Renner PN	13,88	8,76	167.654,17	690.790,76
Multibras PN	11	-1,74	1.624.191,97	390.931,17
Pão de Açúcar PN	12,60	8,76	2.531.697,92	690.790,76
Sadia SA ON	12,01	4,74	1.656.016,77	292.667,42
Springer ON	12,62	-1,74	19.841,11	390.931,17

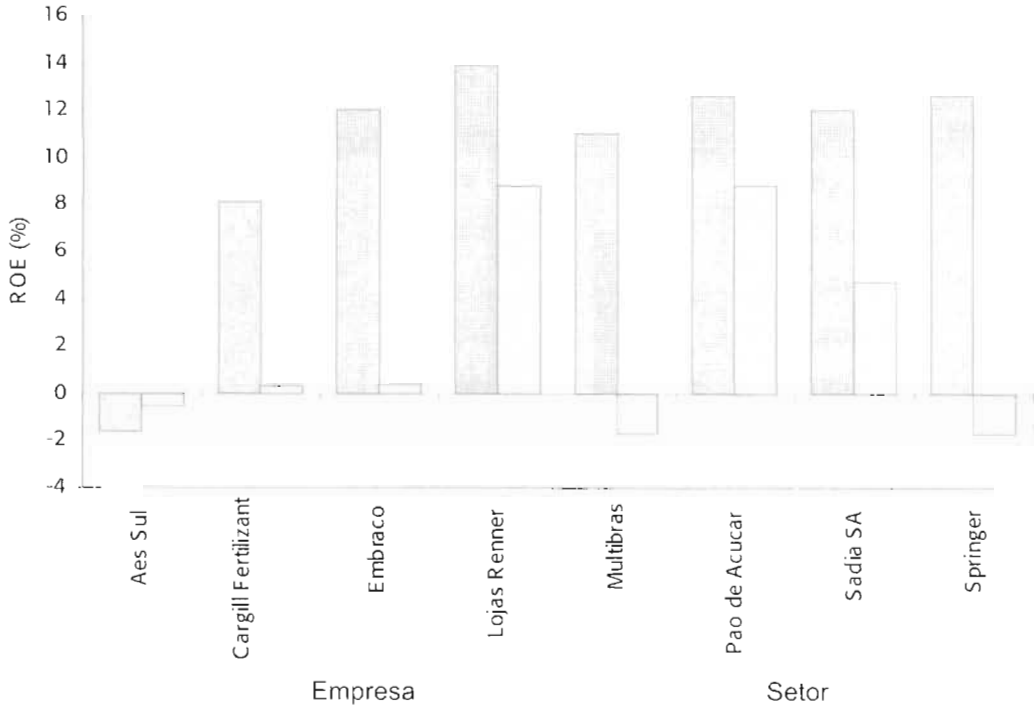

Gráfico 2 - Resultados do desempenho econômico das empresas de capital nacional com programas de *stock options*: ROE

Os resultados do desempenho das empresas e dos seus respectivos setores, apresentados na Tabela 1, podem ser também observados no Gráfico 2.

Como pode ser observado, sete das oito empresas analisadas apresentaram um retorno para os seus acionistas (ROE) superior à média da sua indústria. Somente uma empresa apresentou resultado inferior. Deve-se considerar que a empresa analisada não possuía muitos indicadores no período analisado, o que pode ter comprometido o seu resultado. Apesar do número muito pequeno de empresas analisadas, pode-se afirmar que as empresas com programas de *stock options* apresentam uma performance econômica muito superior à de seu setor.

Os resultados obtidos são similares ao de Murphy (1985), que constatou que o retorno para o acionista e o crescimento das vendas são altamente relacionados com a remuneração dos executivos. Confirmam-se também os resultados encontrados por Ueng, Wells e Lilly (2000), que utilizaram um indicador de retorno correlato (ROA).

Para complementar a análise do desempenho econômico foram também calculados os resultados das vendas líquidas das empresas brasileiras com *stock options*, também apresentados na Tabela 1 e no Gráfico 3.

No tocante às vendas líquidas, os resultados das empresas analisadas mostraram que somente 50% das empresas apresentaram vendas líquidas médias maiores que a média do setor.

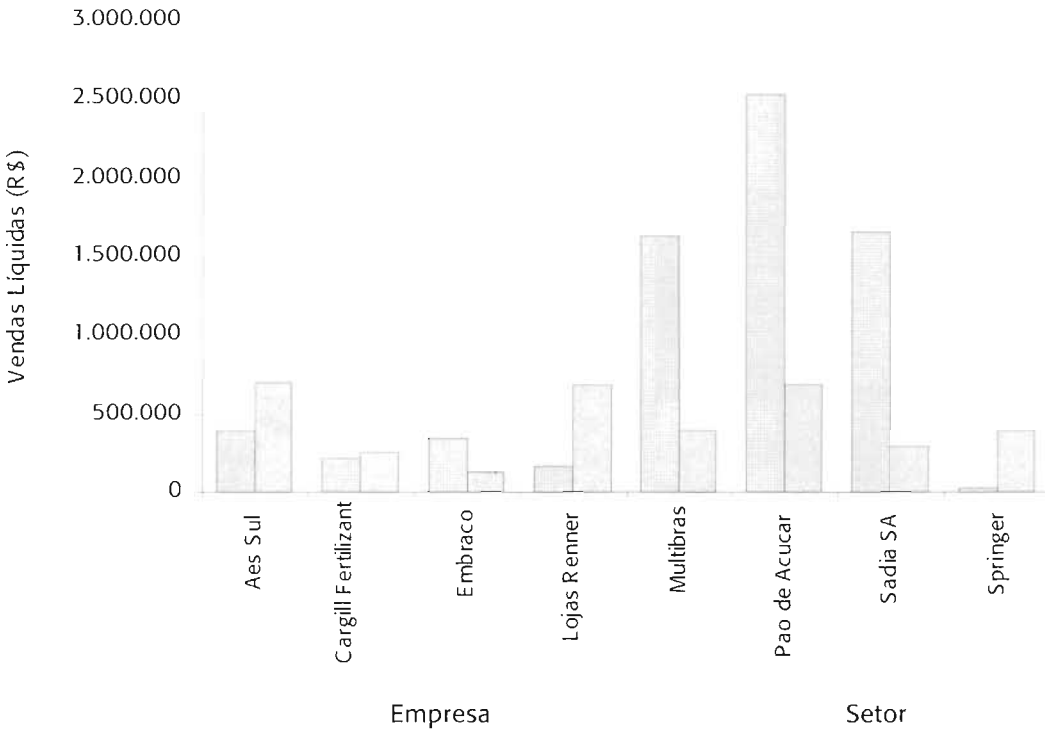

Gráfico 3 - Resultado do desempenho econômico das empresas de capital nacional com programas de *stock options*: vendas líquidas

Rosen e Quarrey (1987) encontraram que as empresas cujos empregados têm propriedade apresentam uma performance anual de 12% a 17% acima de seus concorrentes. Uma das variáveis utilizadas foram as vendas líquidas. Sridharan (*apud* UENG, WELLS e LILLY, 2000) também relata o relacionamento positivo entre o pagamento dos executivos e o crescimento das vendas.

O racional, conforme Madura (1993, p.15), é que, se a firma apresenta um alto nível de desempenho, o preço de suas ações deveria aumentar e o valor das *stock options* também. Além disso, as *stock options* ajudam a prevenir os chamados problemas de agência, pois os objetivos dos executivos passam a ser compatíveis com o objetivo de maximização da riqueza do acionista.

Porém, isso faz com que os indivíduos que recebem ações como remuneração passem a se preocupar mais com as flutuações de valor dessas ações, causadas pelo mercado, do que em agregar valor à empresa, o que deveria ser seu principal papel. Mas, se bem projetado, o *mix* de remuneração que contempla *stock options* pode gerar grandes benefícios em médio e longo prazo, em especial por não implicar desembolso de caixa para a empresa.

Os resultados do estudo de evento estão descritos na Tabela 2.

Na Tabela 2, observa-se que a maioria das empresas obteve uma performance superior ao mercado. Se uma empresa optasse por ter um programa de *stock options* modificado, em que o empregado pudesse comprar as ações com o desconto em função do desempenho superior ao índice de mercado, no período analisado, pode-se afirmar que seria beneficiado.

Tabela 2 – Retornos anormais para as empresas com programas de *stock options* no Brasil

Trimestre / ano	Retorno empresas (%)		Retorno mercado (%)		Retorno anormal (%)	
	Nacional	Americana	Ibovespa	*Dow Jones*	Nacional	Americana
I. 1999	53,82	0,8	57,70	6,60	(3,88)	(5,80)
II. 1999	25,82	10,68	8,70	12,10	17,12	-1,41
III. 1999	6,20	-7,15	(4,50)	(5,80)	10,70	-1,35
IV. 1999	30,63	15,51	53,90	11,20	-23,27	4,311
I. 2000	6,12	-1,35	4,30	(5,00)	1,82	3,64
II. 2000	1,15	-6,06	(6,10)	(4,30)	7,25	-1,76
III. 2000	26,24	0,03	(4,80)	1,90	31,04	-1,86
IV. 2000	-5,80	-3,24	(4,20)	1,30	-1,6	-4,545
I. 2001	15,37	-5,17	(5,40)	(8,40)	20,77	3,23
II. 2001	-4,27	3,24	0,80	6,30	-5,07	-3,05
III. 2001	-5,21	-16,25	(27,00)	(15,80)	21,79	-0,45
IV. 2001	14,08	10,62	27,70	14,60	-13,62	-3,97
I. 2002	21,23	-7,87	(2,40)	3,80	23,63	-11,67
II. 2002	-2,88	-16,46	(16,00)	(11,20)	13,12	-5,26
III. 2002	-7,90	-15,26	(14,70)	(11,60)	6,8	-3,66

A aplicação do modelo, conforme Madura (1993), apresentou os resultados para as empresas consideradas neste artigo conforme descritos na Tabela 2.

Na Tabela 3 apresentam-se os resultados do estudo de evento feito com as empresas que informaram as datas em que iniciaram o processo de *stock options*.

A Tabela 3 mostra que a maioria das empresas com programas de *stock options* teve uma rentabilidade superior no período após o lançamento, se comparado com o período anterior.

CONCLUSÃO

Com base em dados de maio de 2000, estima-se que atualmente 7 a 10 milhões de empregados recebam *stock options* (BLASI *et al.*, 2000, p. 3). Esse benefício, anteriormente concedido somente a altos executivos, estendeu-se depois a gerentes e outros colaboradores das empresas, como um incentivo destinado a evitar a perda de profissionais competentes. Assim, o colaborador que recebe esse benefício obtém o direito de compra de um lote de ações, devendo em contrapartida permanecer na empresa por determinado período. O colaborador não precisa pagar pela ação no momento da opção, podendo fazê-lo no futuro, de acordo com o valor da época da reserva. O reflexo provável desse benefício é que o funcionário sente-se estimulado a produzir e fazer com que a empresa tenha um desempenho melhor, a fim de que suas ações sejam valorizadas, tornando-se parceiro no empreendimento.

Tabela 3 - Médias das rentabilidades das empresas e do Ibovespa

Empresa	Antes	Durante	Depois
Klabin	(0,07)	0,50	2,21
Ibovespa	4,32	1,25	3,25
Usiminas	0,21	3,23	5,23
Ibovespa	7,87	2,16	(1,69)
Ericson	1,23	5,12	3,24
Ibovespa	0,84	1,29	(3,17)
Iochpe-maxion	(2,54)	(0,78)	(1,67)
Ibovespa	3,22	4,22	2,57
Petrobras	1,35	4,22	6,22
Ibovespa	9,75	5,43	2,16
Embraer	4,33	2,55	1,22
Ibovespa	3,22	7,54	1,25
Brasil Telecon	2,32	1,05	7,76
Ibovespa	3,82	4,58	5,76

Fonte: Dados de pesquisa

Uma questão central que determina os diferentes desenvolvimentos dos sistemas de *stock options* no Brasil e nos EUA diz respeito à representação no total da remuneração. Entre as grandes empresas americanas, as *stock options* representam hoje mais da metade do total da remuneração dos executivos (RAPPAPORT, 2001, p. 1). Hall e Liebman (1997) argumentam que o aumento da importância das *stock options* no pagamento dos executivos tem sido o principal determinante do aumento da capacidade de influência do pagamento dos executivos no desempenho da empresa.

O crescimento dos programas de *stock options* no Brasil foi abalado pelos acontecimentos nos Estados Unidos, que abriram uma discussão sobre como os altos executivos comportam-se diante da possibilidade de compra de ações da empresa em que atuam e como fizeram fortuna ao manipular resultados da empresa com performances irreais das suas ações.

É fundamental que as empresas brasileiras estejam cientes do que ocorreu com as empresas americanas de Internet que utilizavam *stock options* como principal forma de remuneração dos seus colaboradores. Os empregados optaram por ganhar salários baixos, pois acreditavam na potencialidade de ficarem milionários com *stock options*. Mas, com a queda das ações na Nasdaq, as empresas de Internet entraram em séria crise, não raro indo à bancarrota. Diante dessa realidade, formou-se uma corrida judicial dos empregados contra os seus empregadores para reaver promessas, postular horas extras, violação de salários, demissões injustas, etc. Assim, não obstante as vantagens que se poderiam conquistar com *stock options*, é essencial um profundo estudo da realidade da empresa, bem como a definição de

regras claras quanto à forma de aplicação, com especial atenção ao não desvirtuamento da idéia de *stock options* como incentivo ao desempenho e parceria no negócio.

Quanto às empresas analisadas neste trabalho, a maioria apresentou um desempenho superior ao seu setor e um retorno no mercado de ações superior ao dos principais índices de mercado. Apesar da limitação da amostra em termos de número de empresas consideradas em relação ao número total de empresas existentes, acredita-se que as empresas de capital aberto são aquelas que possibilitam a remuneração através de ações.

As opções ajudam a prevenir os problemas de agência, evitando que os executivos da empresa tomem decisões em desacordo com os seus próprios interesses. Remuneração por ações não estão necessariamente relacionadas ao desempenho, sobretudo considerando que, na maioria dos programas, as ações são influenciadas pelo mercado, de tal forma que a avaliação das ações da firma pode ser atribuída mais aos movimentos do mercado do que ao alto desempenho da própria empresa (MADURA, 1993).

Ainda que constitua uma tendência no sistema de compensação dos executivos em ascensão no Brasil, ainda não se pode concluir que há elevada correlação entre a remuneração por *stock options* e o desempenho da empresa.

Recebido em: mai.2003 · Aprovado em: out.2003

Rosilene Marcon
Professora do Programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Universidade do Vale do Itajaí.
Endereço: Rua Uruguai, 458, Bloco 5 – sala 105 – Itajaí/SC.
CEP: 88302202
E-mail: rose-pos@univali.br

Christiane Kleinubing Godoi
Professora do Programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Universidade do Vale do Itajaí.
Endereço: Rua Patrício Antônio Teixeira – Biguaçu/SC.
E-mail: chriskg@big.univali.br

REFERÊNCIAS

ANDERSON, M.C. Employee stock options: exercise decisions by top executives. *Managerial Finance*, v. 25, n. 10, p. 50-60, 1999.

APPELBAUM, S. H.; MACKENZIE, L. Compensation in the year 2000: pay for performance? *Health Manpower Management*, v. 22, n. 3, p. 31-39, 1996.

BARKEMA, H. G.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Managerial compensation and firm performance. *Academy of Management Journal*, v. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.

BARNEA, A.; HAUGEN, R.; SENBET, L. *Agency problems and financial contracting*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1985.

BASSO, L. F. C. et al. *Stock options* e criação de valor para os acionistas. Primeiro Encontro Brasileiro de Finanças. *Anais do...* GV-Eaesp, São Paulo, julho de 2001.

BLASI, J. et al. Broad-based stock options and company performance: what the research tell us. In: BLASI, J. et al. (Org.). *Stock options, corporate performence, and organizational change*. Oakland: The National Center for Employee Ownership, 2000.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; ÉRHARDT, M. C. *Administração financeira*: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2001.

BUENAVENTURA, M.R.M.; PECK, C. Stock options: motivation through ownership. *The Conference Board of Canada*, n. 1040, Otawa, 1993.

CAMBERRY, E. Employees involvement in companies with broad-based. In: BLASI, J. et al. (Org.). *Stock options, corporate performence, and organizational change*. Oakland: The National Center for Employee Ownership, 2000.

EISENHARDT, K. M. Agency and institucional theory explanations: the case of retail sales compensation. *Academy of Management Journal*, 31, p. 488-511, 1988.

GRACIOSO, Alexandre. O estilo de cada uma: empresas brasileiras, americanas e européias adotam modelos distintos para motivar funcionários. *Revista Exame* – 100 melhores empresas para você trabalhar. 2002.

GROHMANN, M.Z; SCHERER, F.L. O que mais motiva na visão das empresas, dinheiro ou elogio? 24º Encontro da Anpad. *Anais do...*, Florianópolis, 2001.

HALL, B. J.; LIEBMAN. Are CEOs really paid like bureaucrats? *NBER Working Paper Series*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 1997.

HALL, B. J. What do you need to know about stock options? *Harvard Business Review*, March-April, 2000.

HALL, B. J.; MURPHY, K. J. Stock options for undiversified executives. *NBER Working Paper*, n. 8052, National Bureau of Economic Research, p. 1-49, December 2000.

HEAT, C., HUDDART, S.; LANG, M. Psychological factors and sotck options exercise. *The Quarterly Journal of Economics*, May 1999.

HILL, N. T.; STEVENS, K. T. Structuring compensations to achieve better financial results. *Strategic Finance*, HR Management, p. 48-51, March 2001.

HOON, L.S.; LIM, V.K.G. Attitudes towards money and work: implications for Asian management style following the economic crisis. *Journal of Managerial Psychology*, v. 16, n. 2, p. 159-172, 2001.

HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. 5. ed. São Paulo: Cultura Editores Associados e BM&F, 1998.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, p.305-360, Oct. 1976.

JOCKIN, T. C. *Employee stock ownership and related plans*: analysis and practice. London: Quorum Books, 1982.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, March 1979.

LEMES JUNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. *Administração financeira*: princípios, fundamentos e práticas brasileiras. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LEWELLWN, Wilbur G. Management and ownership in the large firm. *The Journal of Finance*, 24, p. 299-322, May 1969.

MADURA, Jeff. A proposal for aligning CEO compensation with performance. *Human Resource Management Review*, v.3, n.1, p.15-28, 1993.

MARCON, R.; GODOI, C. K. *Stock options compensation: motivation or "biscuits for dogs"*. In: Western Decision Sciences Institute - Thirty-Second Annual Meeting. *Proceedings...* Island of Kauai/Hawaii, Spring 2003.

MASSON, Robert T. Executive motivation earnings and consequent equity performance. *Journal of Political Economy*, 79, p. 1278-1292, Nov-Dec 1971.

MÉRAN, H.; TRACY, J. The impact of employee stock options on the evolution of compensation in the 1990s. *MBER Working Paper*, n. 8353, National Bureau of Economic Research, p.1-20, July 2001.

MILLER, J. S.; WISEMAN, R. M. Perceptions of executive pay: does pay eance a lider's aura? *Journal of Organizational Behavior*, v. 22, p. 703-711, 2001.

MURPHY, K. J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, p.11-42, 1985.

OVIATT, B. M. Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship: incentives for congruent interests. *Academy of Management Review*, 13, p. 214-225, 1988.

PFEFFER, J. Six dangerous myths about pay. In: *Harvard Business Review on Compensation*. Boston: Harvard Business Review Press, 2001.

RAPPAPORT, A. New thinking on how to link executive pay with performance. In: *Harvard Business Review on Compensation*. Boston: Harvard Business Review Press, 2001.

RODRICK, S.S. *The stock options book*. The National Center Employee Ownership, 1997.

ROSEN, C. Ownership, motivation, and corporate performance: putting ESOPs to work. In: KALISH, G. *The Handbook of Employee Stock Ownership Plans – ESOPs*. Chicago: Probus: Publishing Company, 1989.

ROSEN, C.; QUARREY, M. How well is employee ownership working? *Harvard Business Review*, 65, n.5, p. 126-130, Sep/Out. 1987.

RYNES, S. L.; GERHART, B. *Compensation in organisations*: current research and practice. San Francisco: Jossey-Bass, 2000.

SANDERS, G. Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay. *Academy of Management Journal*, v. 44, n.3, p. 477-492, 2001.

SANDERS, G. Incentive structure of CEO stock option pay and stock ownership: the moderating effects of firm risk. *Managerial Finance*, v. 25, n.10, p. 61-75, 1999.

UENG, C. J.; WELLS, D. W.; LILLY, J. D. CEO Influence and executive compensation: large firms vs. small firms. *Managerial Finance*, v. 26, n. 8, p. 3-12, 2000.

WOOD Jr., T.; PICARELLI FILHO, V. *Remuneração estratégica*: a nova vantagem competitiva. São Paulo: Atlas, 1999.

YIN, R. K. *Estudo de caso*: planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2001.