

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –  
FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**PAULO GONÇALVES**

***STOCK OPTIONS: A ADERÊNCIA DO DISCLOSURE DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO  
PAULO COM O CPC 10***

Dissertação apresentada à Fundação Escola de  
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como  
requisito para a obtenção do título de Mestre em  
Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof.Dr. Marcos Reinaldo Severino  
Peters**

**São Paulo**

**2011**

**FOLHA DE APROVAÇÃO**

**PAULO GONÇALVES**

***STOCK OPTIONS: A ADERÊNCIA DO DISCLOSURE DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO  
PAULO COM O CPC 10***

**Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP,  
como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências  
Contábeis.**

**COMISSÃO JULGADORA:**

---

**Prof. Dr. Edson Luiz Riccio  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Universidade de São Paulo – USP**

---

**Prof. Dr. Francisco Henrique Figueiredo de Castro Junior  
Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP**

---

**Prof. Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters  
Centro Universitário Álvares Penteado – UNIFECAP  
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 25 de abril de 2011**

*Dedico este trabalho à minha querida esposa Olga, pela paciência, carinho e incentivo para que a realização do que havia sido deixado de ser completado em 1985 pudesse agora ser realizado, e aos meus filhos Carla Maria e Paulo Eduardo, pela ajuda e pelo estímulo nessa caminhada.*

## **AGRADECIMENTOS**

A DEUS, a quem agradeço todos os dias por me iluminar, proteger e permitir que eu siga na minha jornada.

Aos meus pais (In Memoriam), pelo trabalho e dedicação que devotaram para me tornar o homem que sou. A minha mãe Maria de Deus, em especial, pelo amor e compreensão com que me cobriu em todos os meus momentos de necessidade.

Ao Prof. Dr. Marcos Peters, pela dedicação, pelos ensinamentos, por ter aceitado ser meu orientador e pela ajuda no desenvolvimento e finalização desta pesquisa.

Ao ilustre Prof. Livre Docente Dr. Edson Riccio, de quem tive a honra de ser aluno, por ter aceitado participar da minha banca, pela forma amigável com que reparte o seu Saber e pela ajuda no término deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Henrique Figueiredo de Castro Junior, pelas críticas e sugestões durante o exame de qualificação e pelas contribuições transmitidas durante as suas aulas.

Aos Professores do Curso de Mestrado em Ciências Contábeis da FECAP, pelas suas contribuições e ensinamentos.

Ao Prof. Dr. Gerlando Sampaio, da FEA-USP, pela paciência, pela ajuda e pelos ensinamentos em suas aulas.

Ao Doutorando do Curso de Biologia da USP-RP Fernando H.A. Farache, pela ajuda e incentivo na utilização do CRAN R.

Aos membros da Biblioteca, em especial a Gisele e Katia, e à Secretaria do Mestrado, pela forma com que me atenderam.

Aos colegas do Curso de Mestrado e aos demais que me ajudaram na finalização deste trabalho.

“Com efeito: qual de vós, querendo construir uma torre, não se senta primeiro e calcula os gastos, para ver se tem o suficiente para terminar? Caso contrário, ele vai lançar o alicerce e não será capaz acabar”.

Evangelho de Jesus Cristo segundo São Lucas, 14, 28 e 29.

## RESUMO

A expansão da oferta de ESOP pelas empresas brasileiras, como forma de incentivo e retenção de seus dirigentes, tem o seu suporte conceitual nos princípios da Teoria da Agência. Os problemas gerados nos Estados Unidos pelos escândalos causados pela manipulação na execução das políticas de oferecimento de *Stock Options* têm levado à implementação de *disclosure* obrigatório pelos órgãos reguladores como forma de permitir aos acionistas e aos demais usuários acompanhar a execução dessas políticas. Para o atingimento desse objetivo, a Contabilidade desempenha a função de fornecer informações através dos seus mecanismos de evidenciação documental que permitem a preparação das Notas Explicativas que fazem parte dos Relatórios Financeiros das Empresas. O processo de convergência para a Contabilidade Internacional no Brasil tem como marcos nesse processo, a criação do CPC em 2005, e posteriormente a aprovação da Lei 11.638/07. Os requerimentos para a convergência contábil têm exigido a emissão de uma série de Pronunciamentos Contábeis pelo CPC, entre os quais o CPC 10, “Pagamento Baseado em Ações”. A presente pesquisa tem como objetivo analisar os níveis de aderência do *disclosure* obrigatório das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA que entregaram o “Plano de Opções” em 2008 e 2009, identificando se houve aumento em 2009 em relação a 2008. Utilizou-se da técnica de Análise de Conteúdo, para a confrontação dos requerimentos obrigatórios do CPC 10 com as Notas Explicativas dos Relatórios Financeiros da população constituída das empresas que entregaram seus “Planos de Opções” nesses anos. Na coleta dos dados das empresas utilizou-se do processo dicotômico, apresentado por Hodgdon et al. (2008; 2009) para a identificação dos itens aplicáveis e não aplicáveis, bem como para a identificação dos itens da norma que a empresa tinha cumprido ou não. Apurou-se o nível de aderência do *disclosure* das empresas para o ano de 2008 e 2009. O percentual de aderência foi de 59% para o ano de 2008 e de 71% para o ano de 2009. Aplicaram-se os testes de igualdade de média e os de normalidade e homogeneidade para os dados dos dois anos, sendo que, como os testes paramétricos foram conclusivos para a determinação de que as médias não eram idênticas, não houve a necessidade da utilização dos não paramétricos. Portanto, conclui-se que houve um aumento no Nível de Aderência do *disclosure* das empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 em relação às empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2008. Consequentemente o objetivo geral e os específicos da pesquisa foram atingidos.

**Palavras-chave:** Divulgação. Convergência Contábil. Opções de Ações para Empregados. Plano de Opções. Pagamento Baseado em Ações.

## ABSTRACT

The expansion of the ESOP's offer by Brazilian companies, in order to provide incentives and to retain their directors, is supported by the concepts of the Agency Theory. The problems in the USA, caused by the manipulation in the policies of granting Stock Options, have brought, as a consequence, the enforcement of mandatory disclosure by the regulatory agencies, as the way to allow shareholders and other groups of interest, to follow the accomplishment of such policies. Accounting plays an important role to fulfill, by supplying information through its own mechanisms, for the preparation of notes to the financial statements of the companies. The process of harmonization to the International Accounting in Brazil is pointed out by the creation of the CPC in 2005 and later by the approval of the Law n. 11.638/07. The requirements brought by the process of the accounting harmonization have imposed to CPC the needs to issue a number of Accounting Procedures, including among them, the CPC 10 "Shares based payment". The present research has the objective of analyzing the disclosure index of the accomplishment of the mandatory disclosure, by the Brazilian companies listed in the BM&FBOVESPA, by determining if there is an increment in the disclosure index in 2009 over 2008. The selected population was comprised by companies that informed CVM through the document "Option Plan", that they implement the ESOP in those years. The Research Methodology was supported by the use of Content Analysis, in order to confront the mandatory requirements of the CPC 10, against the Notes to Financial Statements of the selected population. To collect the data of the companies it was utilized the dichotomous procedures, in accordance with Hodgdon et al. (2008; 2009), to identify the applicable and not applicable items, as well as, to identify the items included in the mandatory disclosure that were fulfilled or not by the companies. Then the Index of the Compliance's level of the mandatory disclosure was calculated for 2008 and 2009. The percentages of the Compliance Index were 59% for 2008 and 71% for 2009. The difference of means test was applied to both groups and difference of means were founded. Therefore, it was concluded that the level of the disclosure of the companies that delivered the "Options Plan" in 2009 increased over the companies that delivered the "Options Plan" in 2008, and, consequently, the general and the specifics objectives of the research were achieved.

Keywords: Disclosure. Accounting Harmonization. Stock Options. Options Plan. Share Based Payment.

## LISTA DE FIGURAS

<b>FIGURA 1</b> – Fórmula TOTAL do <i>DISCLOSURE</i> .....	59
<b>FIGURA 2</b> - Fórmula TOTAL APLICÁVEL.....	60
<b>FIGURA 3</b> - Fórmula do ÍNDICE DO <i>DISCLOSURE</i> .....	60
<b>FIGURA 4</b> - Fórmula do ÍNDICE PARCIAL DO <i>DISCLOSURE</i> .....	62
<b>FIGURA 5</b> - Fórmula do ÍNDICE DE ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> ANO t-1.....	68
<b>FIGURA 6</b> - Fórmula do ÍNDICE DE ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> ANO t.....	70
<b>FIGURA 7</b> - Fórmula do NÍVEL DE ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> ANO t-1.....	71
<b>FIGURA 8</b> - Cálculo do NÍVEL DE ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> ANO t-1.....	72
<b>FIGURA 9</b> - Fórmula do NÍVEL DE ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> ANO t.....	72
<b>FIGURA 10</b> - Cálculo do NÍVEL DE ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> ANO t.....	72

## LISTA DE QUADROS

<b>QUADRO 1</b>	- Resumo dos Conceitos da Teoria da Agência.....	30
<b>QUADRO 2</b>	- Classificação da Pesquisa sobre o <i>Disclosure</i> .....	32
<b>QUADRO 3</b>	- Dados da Transação efetuada com 10 lotes.....	41
<b>QUADRO 4</b>	- Alternativas de Exercício de Opção de Compra.....	42
<b>QUADRO 5</b>	- Alternativas de Exercício de Opção de Venda.....	42
<b>QUADRO 6</b>	- Classificação das Possibilidades de Exercício de Opção.....	43
<b>QUADRO 7</b>	- Classificação do Valor Intrínseco-Opção de Compra.....	43
<b>QUADRO 8</b>	- Classificação do Valor Intrínseco-Opção de Venda.....	44
<b>QUADRO 9</b>	- “Plano de Opções” empresas que entregaram em 2008.....	65
<b>QUADRO 10</b>	- “Plano de Opções” empresas que entregaram em 2009.....	66

## LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1</b> - Índice de Aderência do <i>Disclosure</i> – 2008.....	68
<b>TABELA 2</b> - Índice de Aderência do <i>Disclosure</i> – 2009.....	70
<b>TABELA 3</b> - Análise Descritiva.....	73
<b>TABELA 4</b> - Teste de Normalidade.....	73
<b>TABELA 5</b> - Teste de Homogeneidade.....	74
<b>TABELA 6</b> - Teste <i>t-Student</i> .....	74

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BACEN	Banco Central do Brasil
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESO	<i>Employee Stock Options</i>
ESOP	<i>Employee Stock Ownership Program</i>
FSB	<i>Financial Stability Board</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IFRIC	<i>International Financial Reporting Interpretations Committee</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IRS	<i>Revenue Service</i>
ISO	<i>Incentive Stock Options</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
NQO	<i>Non Qualified Options</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
SEC	<i>Security Exchange Commission</i>
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
SIC	<i>Standing Interpretation Committee</i>
US GAAP	<i>United State Generally Accepted Accounting Principals</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>14</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	14
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA.....	18
1.3 OBJETIVO DA PESQUISA GERAL E ESPECÍFICO.....	19
1.3.1 OBJETIVO GERAL.....	19
1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	19
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	19
1.5 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES.....	20
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>23</b>
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	23
2.1.1 EVOLUÇÃO DA TEORIA DA AGÊNCIA.....	24
2.1.2 INCENTIVOS SOB A ÓTICA DA AGÊNCIA.....	26
2.1.3 MONITORAMENTO SOB A ÓTICA DA AGÊNCIA.....	27
2.1.4 A INFORMAÇÃO SOB A ÓTICA DA AGÊNCIA.....	28
2.2 <i>DISCLOSURE</i> .....	30
2.2.1 REVISÃO DA LITERATURA DO <i>DISCLOSURE</i> .....	31
2.2.2 <i>DISCLOSURE</i> E A CONTABILIDADE.....	33
2.2.3 PESQUISAS RELACIONADAS COM O <i>DISCLOSURE</i> .....	35
2.3 INCENTIVOS DE LONGO PRAZO BASEADOS EM AÇÕES.....	37
2.3.1 DEFINIÇÃO DE AÇÃO.....	38
2.3.2 DEFINIÇÃO DE OPÇÃO DE AÇÃO.....	39
2.3.3 TIPOS DE INCENTIVOS BASEADOS EM AÇÕES.....	44
2.3.3.1 <i>Ações Restritas</i> .....	45
2.3.3.2 <i>Stock Options</i> .....	45
2.3.3.3 <i>Direitos de Apreciações de Ações</i> .....	48
2.4 A CONVERGÊNCIA PARA A CONTABILIDADE INTERNACIONAL.....	49
2.4.1 A EVOLUÇÃO DA CONVERGÊNCIA NA CONTABILIDADE.....	51
2.4.1.1 A ADOÇÃO DA CONVERGÊNCIA PARA A CONTABILIDADE INTERNACIONAL-BRASIL....	52
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>54</b>
3.1 ÍNDICE DE ADERÊNCIA.....	57
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	57
3.3 METODOLOGIA DO ÍNDICE DE ADERÊNCIA – <i>DISCLOSURE</i> .....	58
3.4 TESTES DE MÉDIA.....	63
<b>4 LEVANTAMENTOS E ANÁLISE DE DADOS.....</b>	<b>64</b>
4.1 EMPRESAS INCLUÍDAS NAS POPULAÇÕES.....	64
4.2 LEVANTAMENTO DE DADOS, MODELAGEM E CÁLCULOS.....	67
4.3 TESTES DE MÉDIA DA ADERÊNCIA DO <i>DISCLOSURE</i> .....	73

<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>76</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>79</b>
<b>GLOSSÁRIO.....</b>	<b>88</b>
<b>APÊNDICE A – ITENS DO DISCLOSURE DO CPC 10.....</b>	<b>89</b>
<b>APÊNDICE B – ADERÊNCIA DAS EMPRESAS EM 2008.....</b>	<b>91</b>
<b>APÊNDICE C – ADERÊNCIA DAS EMPRESAS EM 2009.....</b>	<b>108</b>
<b>APÊNDICE D – RESUMO DA ESTATÍSTICA.....</b>	<b>118</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo são apresentadas a contextualização, a questão de pesquisa, o objetivo geral e os específicos, a delimitação da pesquisa e as justificativas e contribuições.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O oferecimento por parte das empresas aos seus funcionários, e em especial aos seus dirigentes, de Planos de Incentivos baseados em Ações, conhecidas através da nomenclatura Employee Stock Ownership Plan (ESOP), refere-se a um dos tipos que pode compor a remuneração variável dos dirigentes dessas empresas. A sua outorga aos participantes do ESOP se dá quando as metas e *performances* estabelecidas pela empresa são atingidas. A partir da data da outorga, existe um período mínimo fixado em cláusula contratual em que o participante deve permanecer na empresa, como parte da Política de retenção desses participantes pela empresa.

O comprometimento de longo prazo requerido pela empresa aos participantes do ESOP tem como objetivo a contribuição desses participantes na valorização dessa empresa para os seus acionistas. A valorização da empresa é refletida no aumento de preço das suas ações, o que permite aos acionistas atingir os seus objetivos, através da lucratividade dos seus investimentos, assim como remunerar os seus dirigentes quando da venda das suas ações.

Os programas de ESOP são utilizados pelas empresas como planos de incentivo e retenção de seus dirigentes, como forma de reduzir a assimetria informacional e alinhar os interesses entre os dirigentes e os acionistas dessas empresas, tendo como suporte conceitual os princípios da Teoria da Agência, que se encontram fundamentados não só nos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), mas também nos de Ross (1973).

Os programas de ESOP têm merecido, nos períodos em que as empresas adicionam valor aos seus acionistas, o reconhecimento de ser um dos principais instrumentos de contribuição na obtenção do sucesso por parte dessas empresas.

Os programas de ESOP englobam, entre os tipos mais usuais de incentivos baseados em ações, os seguintes: Ações Restritas; ESOs - *Employee Stock Options*, conhecidas no

mercado por programas de *Stock Options* e Direitos de Apreciação de Ações (SCHOLLES et al., 2009, tradução nossa).

Nos Estados Unidos, o oferecimento de *Stock Options* pelas empresas aos seus dirigentes passou a ser uma prática usual e crescente desde os anos 50 do século passado, tendo atingido o seu período mais alto no ano 2000. Conforme Hall e Murphy (2003, p. 49, tradução nossa), “o valor total das opções de compras oferecidas pelas empresas aos seus dirigentes através de *Stock Options*, calculadas pela fórmula de Black e Scholes (1973), atingiram nesse ano o valor de 119 bilhões de dólares e eram concedidas por 99% das empresas listadas na Bolsa de Nova York”.

Da mesma forma, os escândalos financeiros que ocorreram nos anos 2000 e 2001, e que causaram a falência e destruição de empresas como ENRON, Arthur Andersen, WorldCom, HealthSouth, Tycon, obrigaram ainda a republicação de balanços, desses mesmos períodos, de empresas como Abboot, Adelpia, Gateway, Lucent e Xerox, por terem tido as suas receitas infladas indevidamente.

Seguindo nessa trilha de escândalos financeiros, deve ainda ser realçado que entre os anos de 2005 e 2006 mais de 200 empresas listadas nas Bolsas de Nova York, que tinham oferecido planos de opções de ações, encontravam-se sob investigação Federal por terem efetuado algum tipo de manipulação com respeito à data da fixação do preço de pagamento dessas em relação à data de outorga. Esse escândalo deu origem ao relatório *CRS Report for Congress* RL 33926, de 15 de março de 2007, para acompanhamento desse caso pelo Congresso dos Estados Unidos.

Entre essas mais de 200 empresas sob investigação conforme citado anteriormente, 110 das acusadas foram analisadas e, com base nessas análises foi estimado que entre 100 bilhões a 250 bilhões de dólares foram perdidos pelos investidores, como resultado dos vários tipos de *Backdating* realizados nesse período (BERNILE; JARREL ; MULCHAEY, 2006, tradução nossa).

As operações de *Backing Data* são consideradas como aquelas em que as empresas decidem retroagir a data fixada para a definição do preço de aquisição das suas ações oferecidas nos programas de *Stock Options* em relação à data fixada quando da sua outorga, com o objetivo reduzir o preço de exercício dessas ações e, conseqüentemente, privilegiar os seus dirigentes participantes dessas *Stock Options*. Quando essa operação não tem o seu

*disclosure* efetuado aos acionistas, é considerada uma violação do regulamento da SEC e o do IRS, definição essa incluída no referido relatório.

Entre outros tipos de manipulação do preço de exercício de opções vinculadas a *Stock Options*, e que são também considerados como *Backdating*, podem-se mencionar as seguintes classificações: *Spring-loading*, que se refere à outorga de opções pela empresa a seus dirigentes, em data anterior ao anúncio público por essa empresa, que irá causar um aumento no preço das ações, fato conhecido pelos dirigentes, mas desconhecido pelos acionistas e o público em geral (YERMACK, 1997); *Bullet-dodging*, quando a outorga de opções pela empresa aos seus dirigentes se dá imediatamente após o anúncio de uma má notícia para o mercado, o que ocasiona uma reação dos acionistas, depreciando momentaneamente o preço dessas ações, as quais posteriormente irão se valorizar, ocasionando um ganho adicional para esses dirigentes (ABOODY; KASNICKY, 2000; GIROUX, 2008).

Ainda, analisando os problemas de manipulação de preço de exercício de opções vinculadas a *Stock Options*, Lie (2005) encontrou evidências de que empresas apresentaram retornos anormais menores antes da data da outorga e retornos anormais maiores ou excedentes após essa data, o que para esse autor sugere que os dirigentes dessas empresas possuem uma vantagem informacional, a qual lhes permite incluir nas suas previsões futuras os movimentos de mercado que irão gerar lucros futuros maiores, ou a data de outorga deve ter sido estabelecida em data retroativa à original.

Pode-se ainda adicionar a essa lista de problemas o recente colapso financeiro mundial iniciado em 2007, cujo cataclisma maior ocorreu em setembro de 2008, com a falência do Banco Lehman-Brothers nos Estados Unidos, tendo sido atribuídos como uma das causas principais os problemas advindos dos programas de remuneração variável, no qual se inclui o ESOP, que incentivaram os dirigentes dessas instituições financeiras, a correrem riscos excessivos ou usarem de práticas condenáveis para incrementarem a lucratividade dessas instituições e, conseqüentemente, o preço das suas ações e, a própria remuneração desses dirigentes.

Por ser um tema sujeito a questionamento quanto aos benefícios e aos potenciais problemas que podem advir dos programas de oferecimento de ESOP pelas empresas, o seu *disclosure* se torna relevante no processo de comunicação das decisões tomadas pelos dirigentes dessas empresas e irá permitir aos seus acionistas e ao mercado em geral avaliar e

precificar as ações dessas companhias. Com base nas análises dessas informações é que esses agentes tomarão as suas decisões no processo de seleção das suas opções de investimento.

A hipótese para a existência de um mercado eficiente ocorre quando os preços das ações refletem todas as informações disponíveis (FAMA, 1970).

A análise e a discussão do tema do *disclosure* têm sido motivo de estudos desde o início da década de 1980, com o objetivo de mensurar e qualificar os níveis de disseminação das informações pelas empresas aos seus acionistas e ao mercado em geral, bem como para que os dirigentes transmitam as informações referentes às decisões e ações que tomaram como representantes dos acionistas.

A importância do mercado de capitais no Brasil é cada vez mais crescente, não só pelo aumento do número de investidores privados nacionais, mas também pelo aumento da participação dos investidores estrangeiros atraídos pela *performance* da economia brasileira, em especial a partir da sua classificação como “*investment grade*”, concedida por empresas de classificação de risco como Moody’s e Standard & Poors a partir de 2008.

O *disclosure* das empresas listadas na BM&FBOVESPA tem sido afetado pela necessidade da inclusão de forma mandatória pelos Órgãos Reguladores, como a CVM, da divulgação de determinados tipos de informação, como também pela ação das próprias empresas que deliberadamente têm tomado a decisão de expandir a divulgação de informações, com o intuito de serem mais bem avaliadas pelos investidores e credores.

No Brasil, a prática de oferecimento de ESOP foi trazida pela empresas multinacionais, a partir da década dos anos 70 do século passado, e devido ao processo de globalização da economia mundial passou a ser adotado também pelas empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, principalmente a partir da segunda metade da década passada.

Com o advento da Lei 11.638/07, que alterou alguns itens da Lei das Sociedades Anônimas, 6.404/76, especialmente o Capítulo XV, que trata de matéria contábil e deu origem à convergência dos padrões de contabilidade brasileiros aos padrões internacionais de contabilidade adotados pelo IASB, e implementados por esse instituto através da publicação dos IFRS, os quais na parte referente aos procedimentos a serem observados pelas empresas que adotam os programas de ESOP estão definidos pelo IFRS-2, “*Share-Based Payment*”, o qual originou a emissão do Pronunciamento Técnico n.010, “Pagamentos Baseado em Ações”, efetuado pelo CPC.

A CVM como órgão normatizador e supervisor do mercado de valores mobiliários no Brasil editou a Deliberação 562/08 em 17 de dezembro de 2008, aprovando o CPC 10, na qual ficou definida a obrigatoriedade da contabilização como despesa dos programas de ESOP pelas empresas que adotaram esses programas, bem como os requisitos obrigatórios para o seu *Disclosure*.

## 1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Na formulação do problema, o pesquisador explicita as suas inquietações com determinado tema ou assunto que deseja investigar.

Para Marconi e Lakatos (2008, p. 12), “Definir um problema significa especificá-lo em detalhes precisos e exatos. Na formulação de um problema deve haver clareza, concisão e objetividade. A colocação clara do problema pode facilitar a construção da hipótese central”.

Em adição, Martins e Theofilo (2007, p. 22) esclarecem que “a pesquisa se inicia pelo problema e é a busca da solução para o problema que orienta toda a lógica da investigação”. Os autores ressaltam ainda que a questão de pesquisa deve buscar o relacionamento entre as variáveis de forma interrogativa.

Na conceituação de Vergara (2009, p. 13) “Problema é uma questão não resolvida, é algo para o qual se vai buscar resposta, via pesquisa”.

Segundo Cervo e Bervian (1978, p. 49) “Problema é uma questão que envolve intrinsecamente uma dificuldade teórica ou prática, para a qual se deve encontrar uma solução”.

Pela descrição desenvolvida na introdução conduz a formulação da seguinte questão-problema:

**O nível de Aderência do *Disclosure* do ESO das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 aumentou em relação as que apresentaram o “Plano de Opções” em 2008.**

### 1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA GERAL E ESPECÍFICOS

Serão apresentados a seguir: o objetivo geral e os específicos.

#### 1.3.1. OBJETIVO GERAL

Com o objetivo de responder à questão de pesquisa, será investigado nas Notas Explicativas, as quais fazem parte dos relatórios financeiros anuais das empresas que entregaram em 2008 e 2009 para a CVM o documento “Plano de Opções”. No caso das empresas que entregaram o referido documento em 2008, serão analisadas as Notas Explicativas desse ano. No caso das empresas que entregaram o referido documento em 2009, serão analisadas as Notas Explicativas desse ano. Após a determinação do Nível de Aderência do *Disclosure* para cada ano, será validado através de processo estatístico se houve aumento em 2009 em relação a 2008 do Nível de Aderência do *Disclosure* dessas empresas.

#### 1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Para atender ao objetivo geral foram definidos os seguintes objetivos da pesquisa expandida:

**Definir os itens do *disclosure* requeridos pelo CPC 10.**

**Calcular o índice do *disclosure* do ESO das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e que entregaram o “Plano de Opções” em 2008.**

**Calcular o índice do *disclosure* do ESO das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e que entregaram o “Plano de Opções” em 2009.**

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Em função da abrangência do tema abordado, faz-se necessária a delimitação da pesquisa.

Delimitar a pesquisa é estabelecer limites para a investigação (MARCONI; LAKATOS, 2008).

Para Vergara (2009, p. 22), “Delimitação do estudo refere-se à moldura que o autor coloca em seu estudo. É o momento em que se explicitam para o leitor o que fica dentro do estudo e o que fica fora”.

Não é objeto desta dissertação o aprofundamento sobre Governança Corporativa, apesar das situações que possam existir no corpo do trabalho.

O tratamento conceitual dado para a empresa tratada nesta dissertação é a da que possui ações negociadas em Bolsa de Valores, caracterizada como brasileira de capital aberto.

A presente pesquisa está delimitada à investigação do *disclosure* referentes aos ESOP que devem ser parte integrante das Notas Explicativas que compõem os relatórios financeiros anuais das empresas listadas na BM&FBOVESPA, referentes aos anos de 2008 e 2009.

## 1.5 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES

A presente pesquisa se justifica pelo crescente número de empresas listadas na BM&FBOVESPA que oferecem a seus executivos ESOP, seguindo o caminho trilhado pelas empresas listadas na bolsa de Nova York e Londres, em um mundo cada vez mais globalizado.

Os escândalos envolvendo mais de 200 empresas nos Estados Unidos que sofreram investigação federal, das quais 110 estiveram envolvidas em problemas de “*Backing Date*”, justificam e motivam a verificação se as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e que concederam *Stock Options* aos seus dirigentes – nos casos em que tenha havido modificação posterior dos preços e/ou das datas de outorga em relação aos que foram estabelecidos inicialmente – incluíram esse fato nas suas Notas Explicativas, cumprindo, portanto, o *disclosure* obrigatório, estabelecido pelo CPC 10.

Os estudos de Nunes (2008), que constataram a falta de divulgação dos requisitos da CVM, referentes aos Planos de Remuneração Baseados em Ações, e os estudos efetuados pela Ernest Young e Fipecafi em 2008, que também, constataram a falta de aderência dos *disclosures* das empresas listadas na BM&FBOVESPA, em 2008, em relação aos quesitos do

IFRS, conforme mencionado na análise feita por Fonseca (2009), juntos representam fatores de motivação e justificação para o presente trabalho.

Justificação e motivação para a análise do *disclosure* podem ainda ser percebidas na preocupação da CVM ao promover e incentivar a divulgação de informações ao mercado pelas empresas abertas, conforme está externado no Ofício Circular SEP/n.2/2009 de 23 de março de 2009, cujo objetivo é “[...] fomentar a divulgação das informações societárias de forma coerente com as melhores práticas de governança corporativa, visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como minimizar eventuais desvios [...]” (CVM, 2009a). E, através do Ofício Circular SNC/n.12/2009 de 2 de setembro de 2009, cujo objetivo é o de alertar sobre a identificação de tipos inadequados de pareceres e omissões nos pareceres dos auditores, referentes às demonstrações financeiras do exercício social de 2008, que foi o primeiro ano da adoção dos padrões internacionais de contabilidade pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA (CVM, 2009b).

Outra justificativa é baseada nas propostas que se originaram dentro do fórum do G20, referentes aos compromissos assumidos nas reuniões de abril de 2009 (*London Summit*) e setembro do mesmo ano (*Pittsburg Summit*) para as ações a serem implantadas pelos países membros, a fim de evitar ou minimizar ocorrências de novas crises financeiras como as de 2007 e 2008. Entre essas propostas encontra-se o estabelecimento de Políticas de remuneração dos executivos de entidades financeiras, com o objetivo de evitar que esses executivos coloquem, no futuro, essas instituições em excessivo risco, no intuito de gerar lucros imediatos pela assunção de risco excessivo. A recomendação contida em dois documentos emitidos pelo FSB em 2009 - *FSB Principals of Sound Compensation Practices* e *FSB Implementation Standards on Compensation* - contempla que 50% do pagamento da parte variável dos executivos das instituições financeiras deve ser feito através do pagamento em ações ou instrumentos baseados em ações, sendo que pelo menos 40% desses 50% devem ser de forma diferida, não menor do que 3 anos, portanto, podendo essa parcela ser afetada em função do desempenho financeiro da instituição, nesse período de diferimento.

O BACEN, que é o órgão regulador das instituições financeiras no Brasil, colocou em 1/2/2010, através do Edital de Audiência Pública 35/2010, a minuta da Resolução a ser editada contendo as recomendações acima descritas, em cumprimento aos compromissos assumidos pelo governo brasileiro como membro do G20. O prazo de encerramento da Audiência Pública encerrou-se em 2/5/2010. No *site* do Banco foram registradas apenas 17

respostas, podendo ser observado pelo conteúdo dessas respostas que nenhuma delas pode provocar mudanças no texto original (BACEN, 2010).

Com esta pesquisa espera-se que sejam produzidos os Índices de Aderência do *disclosure* das empresas listadas na BM&FBOVESPA, que adotaram o ESO, com base ao atendimento dos quesitos do CPC 10, uma vez que a adesão do Brasil às normas internacionais de contabilidade se deu recentemente pela aprovação da Lei 11.638/07.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo são apresentadas a Teoria da Agência, o *Disclosure*, os Incentivos de Longo Prazo Baseados em Ações e a Convergência para a Contabilidade Internacional.

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência está suportada pela relação de contrato, que pode estar implícito ou não entre o principal (acionista e/ou financiadores) e o agente (dirigente). Nessa relação, o principal é o elemento ativo e o agente é o elemento passivo. Essa relação contratual refere-se aos serviços que o contratante (principal) e o contratado (agente) celebram, para que o contratado execute determinadas tarefas em nome do contratante, sendo, para tanto, investido de poderes para realizar suas tarefas. Dessa relação contratual surgem os problemas da agência, como consequência da assimetria de informação e pelo conflito de interesses entre os contratantes. Essa teoria serve para análise e entendimento das complexas relações contratuais entre os vários indivíduos em uma empresa, especialmente nas grandes Corporações.

Em qualquer transação econômica, sempre existe a ocorrência da assimetria de informação, visto que uma das partes tem mais informação sobre a transação do que a outra (RESENDE FILHO, 2008).

Na relação da Agência, em que o agente é investido de poderes para gerir o negócio em nome do principal, pela própria natureza da sua missão, esse agente dispõe de mais informação do que o principal.

De forma simplificada a teoria pode ser descrita através da existência de uma organização com apenas dois indivíduos, principal e agente, em que de acordo com Lambert (2001, p. 4, tradução nossa), “A função do principal é a de fornecer capital, assumir o risco e construir incentivos, ao passo que a função do agente é a de tomar decisões em nome do principal e, também, assumir risco (sendo este, frequentemente, uma preocupação secundária)”.

### 2.1.1 EVOLUÇÃO DA TEORIA DA AGÊNCIA

Originada na Economia, a Teoria da Agência foi elaborada por Adam Smith (1996) através da ótica da separação entre a propriedade e o controle.

A percepção dos problemas gerados por essa separação é a de que em uma empresa acionária, onde os gerentes não são donos do investimento, mas apenas representam o investimento feito por outros, esses gerentes não supervisionam o negócio com a mesma diligência, como agem os coproprietários de uma sociedade em que são os próprios gerentes (SMITH, 1996).

Os problemas da agência voltaram a ser analisados a partir do início do século passado, através dos trabalhos desenvolvidos sob a ótica das grandes corporações americanas, efetuados por Berle Jr. e Means (1940), e pela ótica das relações contratuais dentro da empresa por Coase (1937).

O trabalho de Berle e Means (1940) é considerado por muitos como o marco inicial em Governança Corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008).

A separação entre propriedade e controle nas grandes corporações pode ser explicitada da seguinte forma:

[...] no sistema de corporação, o “proprietário” da riqueza da empresa é deixado com apenas um título da propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância do que teria sido uma parte integral da propriedade no passado estão sendo transferidos para um grupo diferente, em cujas mãos está o controle. (BERLE JR.; MEANS, 1940, p. 68, tradução nossa).

Para Friedman (1966), a firma é considerada como um nexo de contratos (explícitos e implícitos) entre as partes de interesse próprio.

A teoria da Agência foi somente formalizada nos estudos desenvolvidos por Ross (1973) sob a ótica dos incentivos, para resolver os problemas da agência e por Jensen e Meckling (1976), considerada a mais robusta fundamentação teórica da Agência, com ênfase na análise dos custos dos contratos e do oferecimento de incentivos (tais como opções de compras de ações, participações no lucro), como formas de reduzir a assimetria informacional e alinhar os interesses entre o principal e o agente.

Para Jensen e Meckling (1976, p. 5, tradução nossa), “Se ambas as partes do relacionamento são maximizadoras de utilidades, existe uma boa razão para acreditar que nem sempre o agente agirá no melhor dos interesses do principal”.

Os poupadores, quando fazem os seus investimentos nas empresas, geralmente não têm interesse em ter uma participação ativa na gestão de tais empreendimentos, delegando essa tarefa para o empreendedor. Dessa forma os poupadores assumem a função do principal e os empreendedores a de agentes, configurando a separação entre a propriedade e o controle. Conseqüentemente, uma vez que os poupadores investiram seus recursos em uma empresa, o empresário atuando em seu próprio interesse, tem um incentivo para expropriar os recursos do poupador, dando origem aos problemas da Agência. Como, por exemplo, quando um poupador adquire uma participação em uma empresa e o empreendedor decide usar esses fundos para gastar em mordomias, pagar excessivos pacotes salariais, fazer investimentos ou tomar decisões operacionais que são prejudiciais aos interesses dos poupadores (JENSEN; MEKLING, 1976, tradução nossa).

Na colocação desses autores os custos da Agência existem e esses custos são reais como qualquer outro custo, sendo impossível, tanto para o principal como para o agente, a um custo zero, assegurar que o agente tomará as melhores decisões para que o principal maximize a sua utilidade.

Os custos totais da agência são assim classificados:

a.Custos de Monitoramento: São aqueles incorridos pelo principal para controlar as ações do agente e minimizar a ocorrência de erros que possam reduzir a sua utilidade. E, também, para induzir ao agente no sentido de agir no seu interesse. O monitoramento não inclui apenas o trabalho de mensuração das ações ou a observação da ação do gerente pelo principal, mas, também, os esforços do principal em controlar o comportamento do agente, através de restrições orçamentárias, redução de Políticas de incentivo, regras operacionais etc.

b.Custos de Comprometimento: São aqueles incorridos pelo agente para assegurar ao principal que não está havendo de sua parte nenhum ganho advindo de atitudes oportunistas. Estes custos podem ser não monetários ou monetários. Em alguns casos o principal pode reembolsar os custos incorridos pelo agente. Essa ação tem como objetivo assegurar que o agente não tomara nenhuma decisão contrária aos interesses do principal. Caso, entretanto, o agente as tome, o principal estará garantindo que será ressarcido.

c.Perda Residual: São aquelas causadas ao principal por ações do agente. Ações essas que são divergentes do interesse de maximizar a utilidade do principal e não estão incluídas nas duas anteriores. Em muitos casos essas perdas podem ser significativas, mas, também, de difícil mensuração (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 6, tradução nossa).

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) serviu para a própria definição de “governança corporativa”, que passou gradativamente a ser visto como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam minimizar os custos decorrentes dos problemas da agência”, conforme (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Na Sociologia, a Teoria da Agência tem a sua abordagem através da teoria da “escolha racional”, que de acordo com Monsma (2000, p. 85), “pressupõe que, do leque de ações possíveis numa situação dada, as pessoas escolham racionalmente aquelas que maximizam as chances de conseguir suas metas e realizar seus projetos”. As pressuposições da “escolha racional” seguem as mesmas das utilizadas pelos economistas.

### 2.1.2. INCENTIVOS SOB A ÓTICA DA AGÊNCIA

A discussão dentro da teoria das organizações, entre o dilema na estruturação de contratos eficientes (*optimal contracts*) entre o principal e o agente, com o objetivo de mitigar os problemas da agência, é focada na escolha entre o pagamento fixo pelas tarefas desenvolvidas pelo agente em nome do principal ou o pagamento por desempenho pelo agente com o objetivo de maximizar a utilidade do principal.

Eisenhardt (1989, p. 60, tradução nossa) considera que contratos de pagamento fixo são adequados para os casos em que o principal tem completa informação sobre os atos do agente. Contratos com pagamento fixo não atendem às condições para mitigar os problemas da agência, advindos pelos conflitos gerados pelo risco moral, pela seleção adversa, pela aversão ao risco e pelo horizonte de tempo.

Um dos pilares desenvolvidos para a mitigação desses problemas da agência é o do oferecimento de incentivos pelo principal, na forma de opções de ações, participação nos lucros etc., como recompensa ao agente pelo seu desempenho (JENSEN; MECKLING, 1976, tradução nossa).

Na contextualização sobre os benefícios dos contratos baseados no desempenho, duas colocações baseadas nos mecanismo de governança são conceituadas pela corrente positivista: uma delas é a de que contratos baseados no desempenho reduzem o oportunismo por parte do agente; a outra é a de que contratos baseados no desempenho alinham os interesses do agente aos do principal, uma vez que a premiação de ambos é baseada em uma

mesma ação, sendo, portanto, minimizado o conflito do interesse próprio de cada um (EISENHARDT, 1989, tradução nossa).

### 2.1.3 MONITORAMENTO SOB A ÓTICA DA AGÊNCIA

As dificuldades do principal em controlar os atos do agente requerem a implantação de sistema de monitoramento das ações do agente.

De acordo com a ótica da teoria positivista da Contabilidade por Watts e Zimmerman (1986, p. 196, tradução nossa), os quais consideram que “Contratos não irão reduzir os custos de conflito (custos da agência) a menos que as partes possam determinar se o contrato pode ser rompido”. Esses autores mencionam, também, que a Contabilidade tem uma participação importante na função, tanto no estabelecimento das cláusulas contratuais, como na definição dos critérios para monitorar essas cláusulas. Existe uma demanda para a Contabilidade calcular e reportar esses números. Entre as cláusulas que podem ser incluídas nesses contratos para serem monitoradas pela Contabilidade constam: as referentes aos índices de endividamento e as de cobertura de juros nos contratos de empréstimo. Além dessas, a apuração do lucro serviria para ser confrontada com as metas estabelecidas nos programas de incentivos e monitoramento da *performance* dos gerentes de centros de lucratividade e dos custos contábeis para os gerentes responsáveis pelos centros de custo (WATTZ; ZIMMERMAN, 1986).

Da mesma forma que a Contabilidade exerce uma função de monitoramento, a Auditoria desempenha uma função de destaque na certificação dos relatórios financeiros e dos números de lucratividade para efeito de pagamentos de bônus.

Nesse contexto, a Contabilidade e a Auditoria participam como elementos de *Accountability* e podem ser usados para mitigar os custos da Agência.

Além das medidas propostas acima, que podem ser usadas para mitigar o custo da Agência, existem outras como a contratação de consultorias ou a de especialistas em determinadas áreas de atuação da empresa, para certificar ao principal de que as ações que estão sendo tomadas pelo agente estão convergindo para maximizar a sua utilidade.

Nas economias desenvolvidas, deve-se, também, considerar o papel do Conselho de Administração na função de monitoramento das ações do agente, servindo legalmente como a

interligação entre os proprietários e o gerenciamento da empresa (BERLE JR.; MEANS, 1940, tradução nossa), sendo uma das principais funções do Conselho de Administração a de supervisionar e monitorar o comportamento da diretoria de uma corporação para os seus investidores (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

É de se esperar que as medidas para o monitoramento do agente pelo principal, quando tomadas racionalmente, não acarretarão custos que excedam aos da Agência.

#### 2.1.4 A INFORMAÇÃO SOB A ÓTICA DA AGÊNCIA

Desde que o problema central da agência está localizado na assimetria de informação entre o principal e o agente, em virtude de o principal não ter as informações sobre o comportamento do agente, esse fato traz como consequência o aumento do custo da Agência. Esse aumento se dá pela necessidade de o principal aumentar os seus custos com o monitoramento das ações do agente.

Beaver (1998, p. 31, tradução nossa), “considera que uma das consequências da informação é afetar o relacionamento entre a diretoria e os investidores, e que a literatura econômica trata este assunto como um problema de risco moral, o qual é a preocupação primária da teoria da Agência”.

O risco moral ocorre quando uma situação gerada por uma ação ou informação do agente não pode ser observada pelo principal, o que evita a possibilidade da avaliação por parte do principal dos atos do agente, gerando conseqüentemente uma assimetria de informação entre eles (HOLMSTRÖM, 1979, tradução nossa). Ao passo que Martinez (1998, p.7) considera que “na realidade no contexto do risco moral deve-se tratar como ações ocultas”.

Para Beaver (1998, p. 31, tradução nossa), “risco moral não inclui somente atos como fraude e aproveitamento de benefícios indiretos (i.e. mordomias), mas também são incluídas outras ações que não são do melhor interesse do principal, tais como risco-recompensa como a troca feita na escolha de projetos”.

Para Holmström (1979, p. 74, tradução nossa), “a solução para esse problema é o aumento do monitoramento e a inclusão da informação em contrato”. Esse autor afirma

também que mesmo as informações imperfeitas ou difusas devem ser incluídas em contrato, pois serão benéficas para o principal e o agente.

Seleção adversa, para Eisenhardt (1989, p. 61, tradução nossa) ocorre quando “o principal não pode verificar completamente as capacidades e habilidades do agente, tanto na contratação ou durante a execução de suas funções”, ou seja, quando o principal não pode aferir as qualificações que o agente declara possuir quando da sua admissão.

Beaver (1989, p. 28, tradução nossa) considera que além da assimetria de informação entre o agente (diretoria) e o investidor, existe uma segunda situação, também tão relevante quanto a anterior, que é a assimetria de informação entre os investidores, que pode acarretar que ativos financeiros de diferentes “qualidades” possam ser vendidos pelo mesmo preço (seleção adversa).

Em seu artigo seminal, Akerlof (1970, tradução nossa) demonstra como os negócios podem ser afetados pelo problema de assimetria de informação. Usando o mercado de carros usados para a construção de um exemplo hipotético, o autor assume que quando da existência de um mercado com apenas dois tipos de veículos, o veículo A e o veículo B, onde os veículos do tipo A são classificados de qualidade boa, enquanto os veículos do tipo B são considerados de qualidade ruim, e que o preço dos carros do Tipo A são de \$10 e que os carros do tipo B são de \$5. Considerando que exista assimetria de informação máxima entre o comprador e o vendedor, e que o comprador não tem informação para poder diferenciar carros bons de carros ruins o comprador iria oferecer preços idênticos para ambos. No caso máximo, quando o comprador oferecer \$10, ambos os vendedores irão oferecer seus carros. Quando o comprador oferecer \$5, somente o vendedor do carro B irá oferecer seu carro.

Quando o agente aumenta o nível de *disclosure* das suas atividades na empresa para o principal, a consequência é a redução dos custos de monitoramento, pois o principal passa a ter conhecimento do comportamento por parte do agente (BAEK; JOHNSON; KIM, 2009, tradução nossa).

Nesse sentido, Eisenhardt (1989, p. 60) menciona que, quando o principal dispõe de mais informações sobre o comportamento do agente, esse tenderá a se comportar como o principal, ou seja, o sistema de informações impedirá que o agente haja oportunisticamente (tradução nossa).

O quadro 1, a seguir, apresenta a revisão dos principais conceitos da Teoria da Agencia:

## 2.2 DISCLOSURE

O *disclosure* é um assunto de interesse de várias áreas do conhecimento, entre essas a Economia, Finanças e Contabilidade.

Informação em Economia é o estudo das situações em que diferentes agentes econômicos têm acesso a diferente tipo de informação (MILGROM, 1981, tradução nossa).

Conforme Souza (1995, p. 31), “pode-se definir *disclosure* em Finanças como sendo qualquer divulgação deliberada de informação da empresa para o mercado, seja qualitativa ou quantitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais”.

Em contabilidade o termo *disclosure* é definido conforme Hendricksen e Van Breda (1992, p. 512, tradução nossa), “no sentido mais amplo da palavra, *disclosure* quer dizer simplesmente veiculação de informação”.

O *disclosure* é um dos importantes meios de comunicação dos dirigentes de uma empresa para divulgar aos seus acionistas e aos demais participantes do mercado de capitais os resultados obtidos por sua gestão de determinado empreendimento e os planos que serão implementados no futuro, que servirão de subsídio para o balizamento das decisões dos vários interessados nos dados divulgados, permitindo que tomem decisões de investimento.

Nesta dissertação serão usados os termos *disclosure*, evidenciação, abertura e divulgação de informação com o mesmo significado, ou seja, de tornar público.

### 2.2.1 A REVISÃO DA LITERATURA DO *DISCLOSURE*

A pesquisa em Contabilidade, caracteristicamente até o final dos anos 60 do século passado, tinha uma predominância do enfoque normativo, prescritivo, com o viés Dedutivo, ou seja, as coisas como deviam ser feitas (mandatorias). A partir dessa época, o enfoque da pesquisa em contabilidade do mundo anglo-saxão migrou para o enfoque positivista, cuja construção se dá a partir de experiências empíricas, de viés Indutivo, as coisas como elas são. O objetivo básico da teoria positiva em contabilidade, conforme Watts e Zimmerman (1986, p. 2, tradução nossa), “é a de explicar e prever as práticas contábeis”, o que pode ser completado por Dias Filho e Machado (2004, p. 14), “descrever como a contabilidade se desenrola no mundo real e prever o que vai acontecer (poder preditivo)”.

No Brasil, conforme Salotti e Yamamoto (2005, p. 53) “essa tendência de substituição do enfoque normativo pelo positivo também tem sido verificada, porém esse processo é mais lento do que o ocorrido internacionalmente, e ainda se verifica trabalhos de cunho normativo”.

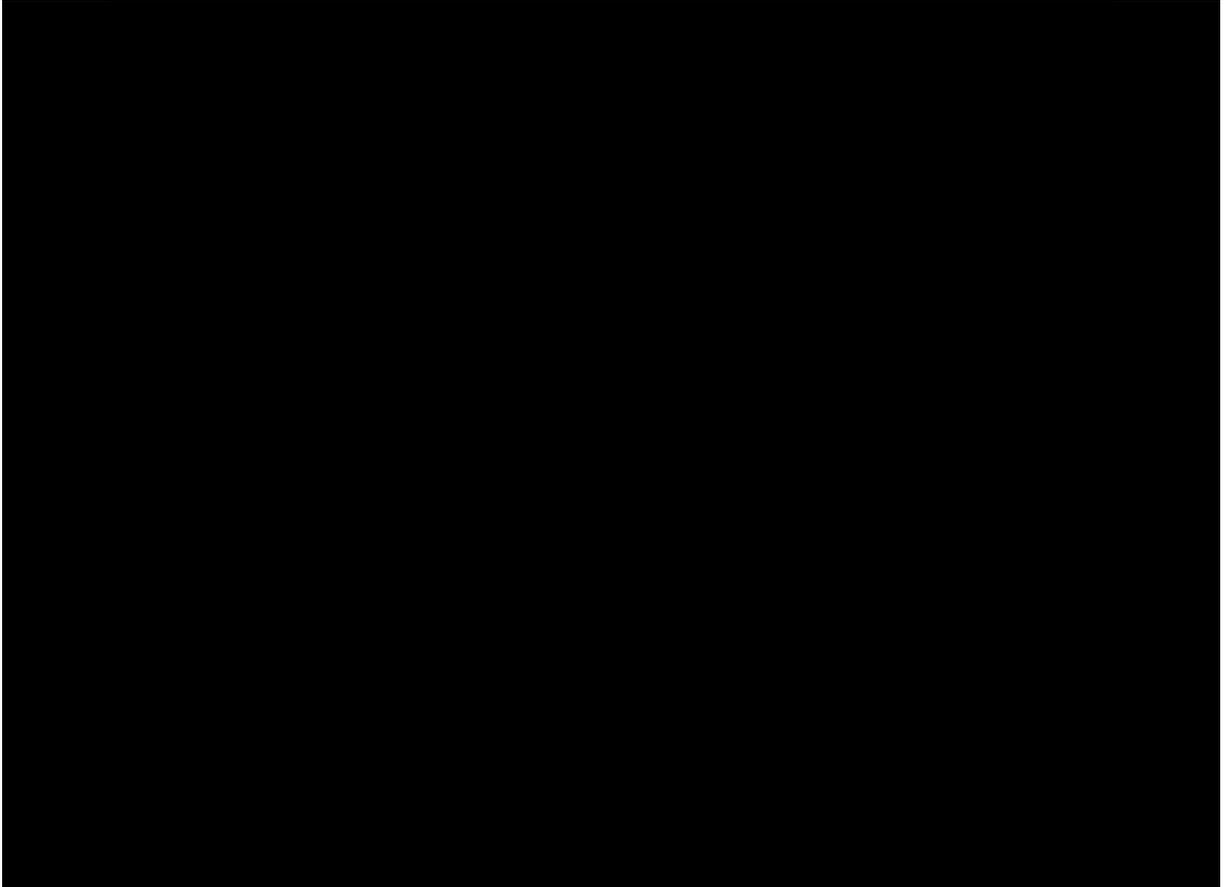
Na colocação de Lopes, A.B. (2003, p. 14), “a ênfase das demonstrações financeiras mudou completamente de um modelo endógeno, baseado em definições e inferências a partir dessas definições, para outro, fundamentado na utilidade da informação para determinada finalidade, tendo em vista o tipo de usuário” (*information approach*).

Desde a década de 80 do século passado, um assunto vem sendo tratado com base na teoria positiva internacional da contabilidade, que é assumida como a “*Disclosure Theory*”.

Para Verrechia (2001, p. 2-3), não existe uma teoria unificada sobre o *disclosure*. Esse autor complementa ainda:

em realidade, no seu presente estágio a literatura do *disclosure* pode provavelmente ser caracterizada como uma eclética utilização muito particular (altamente estilizado) de modelos individuais baseados em Economia, cada um dos quais com o objetivo de examinar algum pedaço do todo do tema complexo que é o *disclosure* (VERRECHIA, 2001, p. 2-3, tradução nossa).

Ainda, Verrechia (2001, p. 3) coloca como objetivo de seu trabalho o de analisar o desenvolvimento da teoria do *disclosure* com base na classificação das várias pesquisas sobre o assunto, propondo, conforme a taxionomia, a categorização em 3 grupos, conforme abaixo:



O trabalho de Verrechia (2001) foi contestado por Dye (2001, p. 184, tradução nossa), pois esse autor considera que pode não existir uma teoria para o *disclosure* obrigatório, devido às poucas pesquisas realizadas, porém existe uma teoria para o *disclosure* voluntário.

A regulação (obrigatoriedade) pode ser entendida como um conjunto de normas coercitivas emanadas do Estado, ou de órgãos reguladores, relativas à determinada atividade do conhecimento (POHLMAN; ALVES, 2004). Para Souza (1995, p. 30-53) *disclosure* legal (compulsório) “abrange os requerimentos de registro de informações para as companhias abertas e os de informação periódica emitidos pelas comissões de valores mobiliários dos vários países”.

As opções que uma determinada sociedade tem em termos da abordagem do *disclosure* obrigatório (regulatório) para a contabilidade são: Solução de Mercado, Solução Judicial e Órgãos Reguladores e Estatais (SHLEIFER, 2005, tradução nossa).

O *disclosure* voluntário pode ser caracterizado por fornecer informações adicionais ao obrigatório. Trata-se de uma importante ferramenta de diferenciação, já que possibilita às empresas fornecer informações acerca do desempenho, estratégia, visão de mercado, investimentos etc. (LANZANA, 2004).

### 2.2.2 O *DISCLOSURE* E A CONTABILIDADE

O mercado de capitais tem uma participação cada vez mais crescente nas economias dos países, principalmente em um mundo cada vez mais globalizado, onde o fluxo internacional de capitais oferece e capta recursos de várias formas (investimentos diretos ou financiamento) para uma variedade de tipos de empreendimentos.

As empresas de capital aberto são definidas por Jensen e Meckling (1976, p. 9, tradução nossa) como sendo:

Uma invenção social em que milhares de indivíduos confiam milhões de dólares, francos, pesos etc., de sua riqueza pessoal, aos cuidados de gerentes, por meio de uma série de contratos complexos que delimitam os direitos entre as partes envolvidas. O crescimento assustador desse tipo de investimento corporativo sugere que investidores e credores, até o momento, não ficaram desapontados com os resultados, apesar dos custos da Agência.

Para Riccio (1989, p. 11-12) “Sistema de Informação é um conjunto de sub-sistemas que atuam coordenadamente para, com o seu produto, permitirem às Organizações o cumprimento do seu objetivo principal”.

A Contabilidade como parte do Sistema de Informação das Organizações, tem o seu objetivo definido por Iudícibus (1980, p. 27) como “O objetivo principal da contabilidade (e dos relatórios dela emanados) é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar decisões e realizar seus julgamentos com segurança”.

A abordagem da informação concebe a contabilidade no seu papel de fornecedora de informações para os agentes econômicos (Lopes, A.B., 2003).

Bushman et al. ( 2000, p. 2-3, tradução nossa) consideram que:

Um sistema de contabilidade financeira produz completo, confiável e com custo mínimo, informações que facilitem o monitoramento pelos acionistas e o exercício dos direitos desses acionistas, de acordo com as leis do mercado de ações, permitindo aos diretores melhorar o valor da empresa, pela orientação, ratificação e certificação das decisões e atividades gerenciais, e prover as bases para a determinação da premiação financeira, emanada dos planos de incentivos, designados para alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas.

Ainda, Bushman et al. ( 2000, p. 2, tradução nossa) consideram “que números contábeis produzidos sob padrões de contabilidade geralmente aceitos constituem, indiscutivelmente, a representação quantitativa primária da empresa, portanto, necessária para a existência do funcionamento de um bom sistema de capitais” (tradução nossa).

Na consideração de Bushman e Smith (2003, p. 65, tradução nossa), a informação financeira pode ser abordada da seguinte forma:

A informação financeira dos relatórios contábeis é o produto do sistema de contabilidade corporativo e do sistema externo de relatórios que avaliam e rotineiramente divulgam auditada informação quantitativa referente à posição financeira e à *performance* de uma empresa de capital aberto. Balanços auditados, demonstrativos de lucros e perdas e demonstrativos de fluxo de caixa, incluindo a divulgação de notas explicativas, formam os fundamentos de um conjunto de informações específicas da empresa, que deve estar disponível para investidores e agências reguladoras.

Os requisitos institucionais necessários para a existência com sucesso de um mercado financeiro podem ser identificados na seguinte forma:

- a) Detalhado *disclosure* financeiro, incluindo a certificação por auditores independentes dos relatórios financeiros das companhias listada no mercado acionário.
- b) Regras de contabilidade estabelecidas para fornecerem informações confiáveis para os investidores.
- c) Uma instituição reguladora com a competência e independência para estabelecer boas normas de contabilidade e um incentivo para manter as normas atualizadas.
- d) Garantias ou outras leis que imponham sobre os contadores a aplicação de pesadas penalidades em favor dos acionistas, no caso deles emitirem falsos relatórios financeiros, para que eles resistam à pressão de seus clientes por informações privilegiadas (BLACK, 2001, tradução nossa).

Ainda para Black (2001, p. 848, tradução nossa), “As regras de contabilidade são a parte central no *disclosure* das informações”.

Choi e Mueller (1992, p. 300) consideram que

sem o *disclosure*, a mensuração contábil, por si só, não tem propósito para seu uso, pois o *disclosure* não pode ser efetuado sem que a informação tenha sido preparada.

Portanto, mensuração e *disclosure*, quando articulados entre si, dão consistência aos demonstrativos financeiros das empresas (CHOI; MUELLER, 1992, p. 300, tradução nossa).

Continuam, ainda, Choi e Mueller (1992, p. 300-301, tradução nossa) por afirmar que

quando o relatório financeiro é restrito à transmissão de mensuração contábil, a alocação da informação contábil entre os vários grupos de usuários se transforma em um importante problema de política. Como a disseminação da informação contábil não se dá sem custo, o julgamento do *disclosure* apropriado para as várias audiências externas de interesse requer, frequentemente, a consideração dos diferentes interesses e da competição entre as demandas de cada grupo. Os *Disclosures* que são de auxílio para um grupo frequentemente se provam causadores de danos para outros. Assim, tanto contadores como gerentes devem balancear os pedidos dos grupos de partes interessadas, em relação à variedade de custos e benefícios.

### 2.2.3 PEQUISAS RELACIONADOS COM O *DISCLOSURE*

Clinch e Verrechia (1997, tradução nossa) investigaram as desvantagens competitivas que afetam o incentivo para o *disclosure* ou para a retenção de informações das empresas em regime de duopólio. Concluíram esses autores que as empresas tendem a reter informações sobre os níveis de demanda, tanto baixa como alta. Demonstraram, também, que quando a competição é maior, existe uma redução do *disclosure*. E que, ainda, existe a reclamação, por parte de algumas dessas empresas, das desvantagens causadas pelo *disclosure* obrigatório.

Botosan (1997, tradução nossa) investigou o nível do *disclosure* e o Custo do Capital Próprio de 122 empresas industriais que eram acompanhadas pelos analistas financeiros e apresentaram seus relatórios financeiros em 1990. A conclusão dessa autora é que o aumento do *disclosure* das empresas que atraíam baixos níveis de acompanhamento pelos analistas estava associado à redução do custo do Capital Próprio dessas empresas. Porém, para as empresas que atraíam altos níveis de acompanhamento pelos analistas financeiros, os resultados não demonstraram associação entre os níveis de *disclosure* e o custo do Capital Próprio desse outro grupo de empresas. Entretanto, é ressaltado pela autora que esse último resultado poderia estar influenciado pelo fato de que as medições estavam limitadas aos relatórios financeiros anuais, e, dessa forma, não fornecem dados para mensuração quando os analistas financeiros têm uma participação importante no processo de comunicação.

Castro Junior (2003) desenvolveu três modelos diferentes para acessar o problema da previsão de empresas em situação de dificuldade financeira, utilizando dados de empresas não financeiras listadas na BOVESPA que tiveram seus balanços publicados entre 1996 e 2002, através da utilização de Análise Discriminante Linear, Regressão Logística e Redes Neurais. O estudo demonstrou que existem métodos eficientes para a predição de dificuldades financeiras de empresas e que a utilização de Redes Neurais foi superior no estudo a utilização de Regressão Logística, sendo que a utilização da Análise Discriminante Linear foi a que se mostrou mais pobre em termos de resultados.

Candido (2006) analisou através de um estudo de caso as alternativas de contabilização de *Stock Options*, as demonstrações financeiras e o *disclosure* de uma empresa do setor financeiro, apresentando a melhor escolha de contabilização sob diferentes pontos de vista: os gestores, os acionistas e potenciais investidores, das variáveis que estão presentes na remuneração de executivos através de *Stock Options*.

Malacrida e Yamamoto (2006) analisaram 42 empresas que compunham o índice BOVESPA, com base nos dados de balanço de 2002 dessas empresas para confirmar a premissa de que a evidenciação das suas informações contábeis influenciava a volatilidade dos seus retornos, quando negociadas na BM&FBOVESPA. A conclusão da investigação contrariou a hipótese inicial do trabalho, pois ficou demonstrado que o maior nível médio de evidenciação resulta em menor volatilidade média do retorno das ações.

Ao passo que Santos (2008) analisou o retorno anormal de 39 ações de empresas que ofereceram *Stock Options*, em torno da data de anúncio da deliberação, outorga e exercício de opção e venda de ações das informações disponíveis para o período compreendido entre julho de 1994 a março de 2007, utilizando na sua pesquisa a metodologia de estudo de eventos. Os estudos mostraram que os resultados não foram conclusivos quanto à existência da geração de valor para os acionistas referentes aos programas de ESO, mas demonstraram a existência de conteúdo informacional transmitido ao mercado em relação aos beneficiários elegíveis para o plano e o tipo de evento anunciado.

Lopes, T. (2008) analisou a norma internacional relativa ao tratamento dos tributos incidentes sobre a renda, o IAS 12, e contextualizou com o cenário das instituições financeiras brasileiras abertas. A pesquisa envolveu 27 empresas financeiras que tiveram seus demonstrativos financeiros publicados em 2007, as quais foram divididas em dois grupos: os das empresas listadas no pregão geral da BOVESPA e as listadas nos níveis diferenciados de

Governança Corporativa. O percentual de evidenciação encontrado foi de aproximadamente 14% e 21% respectivamente.

Dias, Mendes e Barbosa Neto (2009) investigaram o nível de evidenciação referente às empresas com Plano de Incentivo de Opções de Ações, pertencentes ao Nível de Governança da BM&FBOVESPA que possuíam ações negociadas nessa bolsa e na *New York Stock Exchange – NYSE*, no ano de 2007. Constataram esses autores que as empresas mesmo não cumprindo a totalidade dos requerimentos da CVM, apresentaram níveis de evidenciação maior no Brasil do que nos Estados Unidos.

Já Lima, G.A.S.F. (2009) pesquisou 23 empresas de capital aberto entre 2000 e 2004 para o Nível de *disclosure* e, entre 2001 e 2005 para o custo de capital de terceiros, sendo que os resultados empíricos demonstraram que, quanto maior o nível do *disclosure*, menor o custo do capital de terceiros, existindo, portanto, uma relação inversa entre eles.

Ao passo que Lima, I.G. (2010) estudou a evolução normativa da Ciência Contábil no mundo e o reflexo na divulgação de informações contábeis pelas empresas brasileiras, através de um estudo qualitativo e quantitativo, exploratório e de caráter documental. Esse estudo concluiu pela existência de ligação entre o aumento do volume de evidenciação em notas explicativas das empresas brasileiras de Transporte Aéreo e a conformidade de tais notas evidenciadas em relação à legislação contábil brasileira. O estudo concluiu, ainda, que há uma preocupação com o aumento da evidenciação nas notas explicativas, bem como um aumento no nível de evidenciação pelas empresas de Transporte Aéreo.

### 2.3 INCENTIVOS DE LONGO PRAZO BASEADO EM AÇÕES

Como uma das formas para reduzir a assimetria de informação entre o principal e o agente e, ainda, alinhar os interesses desse agente ao do principal, tem sido proposto a do oferecimento de incentivos de longo prazo em ações e opções de ações, conforme já apresentado anteriormente. Esse incentivo deve ser baseado, também, em uma Política de retenção de longo prazo do agente (dirigente).

Embora exista muita diferenciação na composição dos pacotes de salário que as várias empresas oferecem a seus dirigentes, a maioria dos pacotes oferecidos é composta de um salário básico (fixo), um bônus variável anual atrelado à *performance* financeira, opções

de ações e outros incentivos com ações (incluindo Ações Restritas e outros planos plurianuais de *performance* baseada em indicadores financeiros). Além disso, esses dirigentes participam de planos de benefício, tais como seguros de vida e planos de complemento de aposentadoria (MURPHY, 1999, tradução nossa)

Smith Jr. e Watts (1982, p. 140, tradução nossa) consideram que “muito frequentemente os planos de incentivos baseados em ações incluem cláusulas que definem como objetivo dos executivos o de maximizar o valor da empresa”. Esses autores ainda adicionam a importância desses planos por terem como objetivo a manutenção desses executivos na empresa no longo prazo. Portanto, transmitem o conceito de propriedade.

O ESOP tem dois objetivos principais: o de aumentar o direcionamento para o atendimento de metas específicas, pois a remuneração dos executivos é diretamente proporcional ao benefício do crescimento pretendido; e o de criar ou reforçar o senso de identidade e comprometimento, onde o incentivo visa alcançar o melhor desempenho organizacional (WOOD JR.; PICARELLI FILHO, 2004).

### 2.3.1 DEFINIÇÃO DE AÇÃO

O valor que é investido em uma empresa é representado por títulos de propriedade denominados ações.

Conforme Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 46), “Uma ação representa a menor parcela do Capital Social de uma empresa (sociedade anônima, por ações ou companhia)”. Esses autores esclarecem, ainda, que o detentor dessa ação não é um credor da empresa, mas seu proprietário. Portanto, com direito de participar no resultado da empresa, proporcionalmente ao número de ações que possui.

Para Goulart, Lima, G.A.S.F. e Gregorio (2006, p. 34):

Ações são títulos de renda variável, ou seja, não oferecem ao investidor uma rentabilidade garantida, previamente conhecida. Esta rentabilidade é composta de dividendos ou participação nos resultados e benefício concedidos pela empresa emissora, além de eventual ganho de capital auferido na venda da ação no mercado secundário da (Bolsa de Valores). O retorno do investimento dependerá de uma série de fatores, tais como desempenho da empresa, comportamento da economia brasileira e internacional etc.

Para Fortuna (1999, p. 395) define que ações são:

As ações são títulos representativos do capital social de uma companhia que, no caso, é dita aberta por ter seus títulos negociados em Bolsa de Valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações junto ao público. Tem de sujeitar a todas as regras de *disclosure*.

As ações podem ser classificadas como ordinárias que se caracterizam por dar o direito de voto ao seu portador, ou preferenciais que conferem a seu portador o direito de preferência no recebimento de dividendos, assim como de possuírem a prioridade de recebimento quando do reembolso do capital.

Ações preferencias:

Geralmente, criam obrigações de pagar dividendos fixos sobre essas ações. As normas contábeis têm convencionado não considerar as ações preferencias como dívida, já que o não pagamento de dividendos preferenciais, não é motivo para falência da empresa. Ao mesmo tempo, o fato de os dividendos das ações preferenciais serem cumulativos os torna mais onerosos do que os das ações ordinárias. Assim, as ações preferencias são tratadas pela Contabilidade como títulos híbridos, já que possuem algumas características de ações e outras de dívida. (DAMODARAM, 2002, p. 39, tradução nossa).

As ações de empresas, quando transacionadas no mercado acionário, têm a sua cotação estabelecida nesse mercado onde estão sendo transacionadas. Sua cotação é definida pelo resultado de maior ou menor interesse dos investidores.

No Brasil as ações podem ser de dois tipos: a) Nominativas, sendo seu proprietário aquele que constar no livro de registro da empresa; b) Escriturais, aquelas que são transferidas por ordem, através de extratos bancários e, portanto, não requerem a emissão do título (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005).

### 2.3.2 DEFINIÇÃO DE OPÇÃO DE AÇÕES

A caracterização de uma Opção para Damodaran (2002, p. 88, tradução nossa), “é apresentada como um ativo que é uma exceção na sua definição, pois deve atender as duas das seguintes especificações: o ativo que deriva seu valor do valor de outro ativo e os fluxos de caixa do ativo são contingenciados pela ocorrência de eventos específicos”.

Hull (1999, p. 1, tradução nossa) define uma opção com o enfoque de derivativo: “Um derivativo pode ser definido como um instrumento cujo valor depende (deriva) de valores de outras variáveis subjacentes ao qual ele se refere (ativo)”.

Galdi e Lopes, A.B. (2006, p. 393) complementam a definição de Hull, da seguinte forma:

Muito frequentemente as variáveis subjacentes aos derivativos são preços de ativos negociados no mercado financeiro. No entanto, um derivativo pode depender do preço de praticamente qualquer variável, desde o preço de uma ação até a quantidade de chuva em uma determinada região.

Opção é definida por Fabozzi (2000, p. 688) com diferente enfoque, ou seja, que:

Uma opção é um contrato no qual o lançador da opção concede ao comprador (titular) da opção o direito de comprar ou de vender ao emitente um instrumento designado a um preço especificado dentro de um período determinado de tempo. O lançador, também denominado vendedor, concede esse direito ao comprador em troca de certa quantia em dinheiro, denominada preço da opção ou prêmio da opção. O preço que o instrumento pode ser comprado ou vendido é denominado preço de vencimento.

O investidor decidirá, na data acordada, conforme seu interesse, o exercício ou não de seu direito de exercer a sua opção, dependendo do preço a vista do objeto no mercado no qual é transacionado.

Esses direitos, de acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 118), “podem ser de compra (*call*) ou de venda (*put*). Em opções de compra (*call*), o detentor da opção (titular) adquire o direito de, se assim desejar, comprar do lançador (vendedor da opção), até a data fixada, o ativo relativo à opção”. Para Goulart, Lima, G.A.S.F. e Gregorio (2006, p. 38), “uma opção de venda (*put*) dá ao seu titular o direito de vender as ações-objetos, ao preço do exercício, obedecidas as condições estabelecidas pela bolsa”.

Quanto à classificação, as opções podem ser negociadas como sendo Europeia, Americana ou do tipo Bermuda. Essa classificação se refere ao prazo da opção.

As opções são classificadas como do tipo Europeia quando dão ao seu titular o direito de exercer o seu direito na data fixada para o vencimento.

As opções são classificadas como do tipo Americana quando dão ao seu titular o direito de exercer o seu direito a qualquer momento até a data fixada para o vencimento.

As opções são classificadas como do tipo Bermuda, conforme Whaley (2006, p. 27, tradução nossa), “quando dão ao seu titular o direito de exercer o seu direito em múltiplas datas pre-estabelecidas”.

A apresentação em forma de exemplos a seguir tem como objetivo adicionar elementos para o entendimento das definições, bem como demonstrar os riscos máximos que cada um dos lados da operação pode incorrer em uma operação com opções. Os quadros apresentados a seguir foram adaptados dos apresentados por Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 121-125).

No primeiro caso, será apresentado como se comportam os agentes quando de uma operação com Opções de Compra, conforme com o exemplo abaixo (Quadro 3):

Preço à vista - Ativo data compra - 05/03/10	Prêmio Pago pela Opção	Preço de Exercício-Ativo vcto. opção - 05/03/11
\$11	\$3	\$14

**QUADRO 3 - Dados da Transação Efetuada com 10 lotes**

Fonte: Adaptado de Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.121-125), dados do autor.

O investidor comprará as opções de compra (posteriormente, decidirá se exercerá ou não a sua opção) vislumbrando a possibilidade de o ativo-objeto estar acima de \$14 para poder obter resultado positivo com a sua operação ( $\$14$  o preço de exercício +  $\$3$  Prêmio =  $\$14$ ), sendo que as suas possibilidades de perdas estão limitadas a  $\$30$  e as suas possibilidades de ganho são ilimitadas. Em contrapartida, o lançador da opção estará na posição de ter um ganho máximo de  $\$30$  e uma perda máxima ilimitada. Não é objeto desta dissertação analisar as formas de proteção as quais o lançador poderia se valer para sua proteção.

PREÇO VENCTO.	DECISÃO EXERCÍCIO	RESULTADO DO TITULAR	RESULTADO DO LANÇADOR
\$8	NÃO	$(-\$3)*10 = -\$30$	$(\$3)*10 = \$30$
\$11	NÃO	$(-\$3)*10 = -\$30$	$(\$3)*10 = \$30$
\$14	NÃO	$(-\$3)*10 = -\$30$	$(\$3)*10 = \$30$
\$17	SIM	$(\$0)*10 = \$0$	$(\$0)*10 = \$0$
\$20	SIM	$(\$3)*10 = \$30$	$(-\$3)*10 = -\$30$
\$23	SIM	$(\$6)*10 = \$60$	$(-\$6)*10 = -\$60$

**QUADRO 4 - Alternativas de Exercício de Opção de Compra**

Fonte: Adaptado de Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.121-125), dados do autor

Na análise do comportamento dos agentes no caso de uma operação com Opções de Venda, serão considerados os mesmos dados do exemplo anterior (Quadro 3). O investidor irá adquirir a opção de venda agora na expectativa de que o preço de venda fique abaixo de \$17, pois somente abaixo desse preço começará a ter lucro. Caso o preço do ativo objeto esteja na data de exercício ao mesmo preço do exercício, o investidor não exercerá a sua opção  $(\$3+\$14)=\$17$  que é maior do que \$14). Dessa forma o comprador da opção de venda tem a sua perda limitada a \$30 caso o preço do ativo objeto seja igual ou superior a \$ 14. Quanto aos seus ganhos, poderão ser enormes, até ao máximo, caso o preço do ativo objeto alcance o valor de \$0. Do lado do lançador a possibilidade de ganho está limitada ao valor do prêmio pago, nesse caso \$30, porém suas perdas podem ser enormes caso o valor do ativo objeto alcance o valor de \$0.

PREÇO VENCTO.	DECISÃO EXERCÍCIO	RESULTADO DO TITULAR	RESULTADO DO LANÇADOR
\$8	SIM	$(\$3)*10 = \$30$	$(-\$3)*10 = -\$30$
\$11	SIM	$(\$3)*10 = \$30$	$(-\$3)*10 = -\$30$
\$14	SIM	$(\$3)*10 = \$30$	$(-\$3)*10 = -\$30$
\$17	NÃO	$(\$0)*10 = \$0$	$(\$0)*10 = \$0$
\$20	NÃO	$(-\$3)*10 = -\$30$	$(\$3)*10 = \$30$
\$23	NÃO	$(-\$6)*10 = -\$60$	$(\$6)*10 = \$60$

**QUADRO 5 - Alternativas de Exercício de Opção de Venda**

Fonte: Adaptado de Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.121-125), dados do autor

Outra classificação utilizada pela academia e pelo mercado é feita de acordo com a possibilidade de exercício das opções. Essa classificação compara o preço de exercício da opção com o preço do ativo-objeto, conforme o quadro abaixo:

RESULTADO	OPÇÃO DE COMPRA	OPÇÃO DE VENDA
Dentro do Dinheiro (In the money)	Preço de exercício menor que o preço do ativo	Preço de exercício maior que o preço do ativo
No Dinheiro (At the money)	Preço de exercício igual ao preço do ativo	Preço de exercício igual ao preço do ativo
Fora do Dinheiro (Out of Money)	Preço de exercício maior que o preço do ativo	Preço de exercício menor que o preço do ativo

**QUADRO 6 - Classificação das Possibilidades de Exercício de Opções**

Fonte: Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.126)

A diferença entre o preço atual e o preço de exercício é chamada de valor intrínseco da opção. O conceito de valor intrínseco é utilizado em alguns casos como instrumento de mensuração pela Contabilidade.

O exemplo a seguir (Quadro 7) inclui o conceito de valor intrínseco para Opções de Compra, com o objetivo de analisar as condições existentes para se considerar que a Opção está dentro do dinheiro, no dinheiro ou fora do dinheiro.

ITEM	PREÇO ATUAL	PREÇO DE EXERCÍCIO	VALOR INTRÍNSECO	CLASSIFICAÇÃO
1	\$100	\$150	\$0	Fora do Dinheiro
2	\$125	\$150	\$0	Fora do Dinheiro
3	\$150	\$150	\$0	No dinheiro
4	\$175	\$150	\$25	Dentro do Dinheiro
5	\$200	\$150	\$50	Dentro do Dinheiro

**QUADRO 7 - Classificação do Valor Intrínseco - Opção de Compra**

Fonte: Adaptado de Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.126), dados do autor

O valor intrínseco é zero nos três primeiros exemplos, pois nessa situação como vimos anteriormente, o comprador da opção não irá exercer sua opção.

No caso da opção de venda (*put*), o comprador estará na posição inversa, ou seja, na condição de dentro do dinheiro quando o preço for menor do que o do exercício, conforme o quadro abaixo:

ITEM	PREÇO ATUAL	PREÇO DE EXERCÍCIO	VALOR INTRÍNSECO	CLASSIFICAÇÃO
1	\$100	\$150	\$50	Dentro do Dinheiro
2	\$125	\$150	\$25	Dentro do Dinheiro
3	\$150	\$150	\$0	No dinheiro
4	\$175	\$150	\$0	Fora do Dinheiro
5	\$200	\$150	\$0	Fora do Dinheiro

**QUADRO 8 - Alternativas de Exercício de Opção de Venda**

Fonte: Adaptado de Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.126), dados do autor

Esses conceitos apresentados acima estão presentes na análise das decisões dos dirigentes (agente), que assumem o papel de compradores de opções de compra, com a diferença de que não pagam o prêmio pela opção e do outro lado, o lançador que é a empresa (principal), não recebe prêmio pelo lançamento da opção. Contudo, essa empresa deveria ter os seus custos analisados da mesma forma, com a diferença de que, caso as suas opções estejam dentro do dinheiro para o dirigente, significaria para essa empresa que o preço das suas ações se valorizou no mercado e o valor da empresa agora é maior.

### 2.3.3 TIPOS DE INCENTIVOS BASEADOS EM AÇÕES

Conforme apresentado anteriormente podem-se classificar os tipos de incentivos baseados em ações em Ações Restritas; ESO (*Employee Stock Options*), e Direitos de Apreciação de Ações (SCHOLLES et al., 2009, tradução nossa).

### 2.3.3.1 AÇÕES RESTRITAS

Ações Restritivas são as ações concedidas em uma determinada data pela empresa aos seus dirigentes, com a restrição de que só poderão ser vendidas após um determinado período de tempo (SMITH JR.; WATTZ, 1982, tradução nossa). Esse tipo de ações são as que normalmente são entregues pela empresa sem custo para o dirigente, como retribuição da empresa pela *performance* desenvolvida por esse dirigente. Reitera-se que a restrição de tempo é a contrapartida pela concessão das ações pela empresa.

Nos Estados Unidos, para esse tipo de plano, o pagamento do imposto sobre a Renda deve ser feito pelo dirigente, na data em que termina o período de *vesting*, sendo que nesta data, o valor total referente ao preço de mercado das ações recebidas será adicionado aos outros rendimentos recebidos no período por esse dirigente, e a taxaço se dará de acordo com a alíquota da sua posição na tabela do imposto de renda de pessoa física. O ganho/(perda) quando da venda das ações, ou seja entre o valor taxado quando do término do final do período de *vesting* e o valor da venda, será tributado como ganho/(perda) de capital, com alíquota favorecida (SCHOLLES et al., 2009, tradução nossa).

### 2.3.3.2 STOCK OPTIONS

*Stock Options* são contratos que oferecem aos dirigentes (empregados) direito de comprar ações da empresa, após um determinado período de tempo de trabalho para essa empresa (*vesting*), a um determinado preço pré-fixado na outorga e por um limitado período de tempo.

Após a aprovação por parte da Assembleia dos Acionistas para a implantação de um programa de *Stock Options* pela empresa, a fixação dos seus critérios e condições para esses programas podem ser descritas de forma simplificada, conforme abaixo:

A primeira fase do *Stock Options* se inicia quando são designados os participantes e estabelecidas as condições que devem ser cumpridas por esses participantes para adquirirem o direito de receber a outorga de uma quantidade de opções de compra de ações. E, ainda, deve ser estabelecido o preço ou os critérios para a fixação do preço de exercício da opção de compra.

A etapa posterior ocorre na outorga da opção de compra de uma quantidade de ações da companhia, e a confirmação do valor que deve ser pago pelo participante no exercício dessa opção. Na maioria dos casos, essa fase se dá como premiação pelo cumprimento das metas e objetivos fixados pela empresa (incentivo de curto prazo).

A fase seguinte refere-se ao período de tempo de prestação de serviço para empresa (*vesting*), que deve ser cumprido pelo participante como parte adicional de sua contribuição para com a empresa (incentivo de longo prazo e de retenção). A partir dessa data, o participante adquire o direito de poder exercer a opção de compra da quantidade de ações que lhe foram outorgadas, direito esse que tem um período predeterminado para ser exercido, após o qual o direito desse exercício se extingue. Nesse período de exercício da opção de compra pelo dirigente, a empresa tem a obrigação de vender ao participante a quantidade de ações fixadas quando da outorga das opções e ao preço determinado nessa outorga.

A última etapa ocorre quando o participante vende as ações que adquiriu. Em função do valor da ação no momento da venda é que o participante receberá ou não, na forma de lucratividade a remuneração do seu trabalho para com a empresa.

Entretanto, podem existir casos em que a opção não é exercida em virtude de o preço fixado na data da outorga ser superior ao preço da ação no mercado, na data final fixada para o exercício dessa opção, ou seja, a opção vira pó (jargão do mercado). Portanto, o participante perde a parte da sua remuneração; a não ser que a empresa renegocie as cláusulas contratuais de preço de aquisição e prazo de exercício, como forma de continuar a manter o incentivo aos participantes.

Conforme Hall e Murphy (2003, p. 49, tradução nossa), “o principal argumento a favor desse tipo de plano é que ele fornece um grande incentivo (parte variável da remuneração) para os dirigentes agirem no interesse dos acionistas, por permitir um direto link entre a realização da compensação e o desempenho dos preços das ações da companhia”. Completam, ainda, Hall e Murphy (2003, p. 56, tradução nossa), “que um dos potenciais benefícios para as empresas que oferecem planos de opções de ações é que elas podem atrair empregados sem a utilização de caixa”.

Os *Stock Options* são classificados nos Estados Unidos em dois grupos em conformidade com a legislação tributária: Opções de Ações Qualificadas (“*Incentive Stock Options-ISO*”) e Opções de Ações Não Qualificadas (“*Nonqualified Stock Options- NQO*”).

A diferença entre as duas está no fato de que as NQO demandam que o dirigente pague o tributo quando do exercício da opção, no caso em que a opção está *in the money*, ou seja, pela diferença entre o valor fixado para o exercício e o valor de mercado, sendo o valor dessa diferença acrescido aos outros rendimentos do dirigente e taxado pela sua alíquota de pessoa física (ordinary income). Nessa mesma data a empresa tem o direito de incluir o valor idêntico como sua despesa dedutível. Por ocasião da venda da ação, sendo o seu preço de mercado superior ao do preço de mercado da data do exercício, o valor dessa diferença será tributado ao dirigente pela alíquota privilegiada de ganho de capital, desde que a ação tivesse sido mantida pelo dirigente por um ano no mínimo, sendo esse período contado entre a data de exercício e a data da venda da ação (SCHOLES, et al, 2009, tradução nossa)

Entretanto, desde 1994, com base na seção 162(m) do Código Tributário americano (*The Omnibus Reconciliation Act of 1993*), a dedutibilidade por parte das empresas foi limitada ao valor de US\$ 1.000.000,00 ao ano, para as opções dos CEO e dos outros 4 diretores com maior remuneração na empresa em se tratando de companhias abertas. Exceção para a não aplicação desse limite é concedida nos casos das NQO que são oferecidas com cláusula de cumprimento de *performance* (*performance options*). A responsabilidade pela aprovação da *performance* dos dirigentes deve ser do Comitê de Remuneração da Empresa, devendo ser esse comitê constituído por dois ou mais membros, que não pertençam ao quadro de funcionários da empresa (HALL; MURPHY, 2003, tradução nossa)

No caso da ISO, o dirigente não é tributado na data de exercício da opção de compra das ações, e a tributação somente ocorre quando da venda ação. Nessa data, quando o preço de mercado for superior ao do preço de exercício, o valor dessa diferença será tributado ao dirigente pela alíquota privilegiada de ganho de capital.

Os *Stock Options* para serem considerados como ISO, para efeito de tributação do imposto sobre a Renda, devem atender aos seguintes quesitos:

- a) não podem ser concedidos com um preço de exercício menor do que o preço de mercado da ação na data da concessão;
- b) a ação não pode ser vendida antes de 2 anos da data da concessão, nem em menos de 1 ano da data de exercício da opção de compra;
- c) o total do valor da concessão da opção de compra das ações (valor de mercado da ação multiplicado pelo número de opções) não pode superar US\$100,000.00 por

empregado. A empresa, entretanto, nesse tipo de ESO, não tem direito à dedutibilidade da despesa (SCHOLLES et al., 2009, tradução nossa).

Essa falta de dedutibilidade é considerada como um dos fatores para que a maioria das *Stock Options* oferecidos seja do tipo NQO (HALL; MURPHY, 2003, tradução nossa). Podem-se ainda acrescentar os comentários de Elling (2006, p. 58, tradução nossa), de que “o limite de US\$100,000.00 fez esse tipo de opção não ser atrativo para que as empresas oferecessem esse plano aos seus executivos”.

### 2.3.3.3 DIREITOS DE APRECIACÃO DE AÇÕES

Direitos de Apreciação de Ações são pagamentos feitos em dinheiro, aos dirigentes, pela empresa, cujo montante é igual à mudança do preço da ação durante um período especificado de tempo, ou seja, entre o preço da ação na data de concessão e a data de exercício. O valor recebido pelo dirigente é acrescido aos seus rendimentos e taxado pela sua alíquota de Imposto de Renda como pessoa física (*ordinary income*), e a empresa pode considerar o valor pago como despesa dedutível. Caso o pagamento na data do exercício seja feito em ações, o resultado que o dirigente obtiver com a venda dessas ações, no futuro, será taxado como ganho de capital (BERGER; BERGER, 2008, tradução nossa).

As empresas nos Estados Unidos, em função de fatores competitivos, organizacionais, tributários e especificidades dessas empresas e de seus funcionários, modelam planos de incentivos de longo prazo baseados em ações e opções, com o objetivo de alavancar a criação de valor. Dessa forma, podem-se encontrar no mercado americano outras denominações para os planos, apesar de serem ramificações das classificações apresentadas anteriormente.

Autores como Elling (2006), Kimura, Basso e Perera (2009) e Berger e Berger (2008) explicitam, com base nas práticas do mercado americano, formas adicionais de formatação de incentivos de longo prazo, que como mencionado anteriormente podem ser enquadradas quanto às suas características, nos formatos supra analisados.

As empresas, especialmente nos períodos de crise financeira como as de 2007 e 2008, em que o preço das ações diminuiu drasticamente devido ao efeito de contágio dos mercados financeiros, podem decidir por repactuar o preço de exercício da ação (*out of*

*money*) que foi fixado na data da outorga, para o preço de mercado da ação na data do exercício, como uma forma de manter o incentivo inicial.

Apesar de o tema da contabilização dos ESOPs não estar sendo abrangido nesta Dissertação, deve-se mencionar que, nos casos de *Stock Options* que incluem cláusula de reajuste de preço do valor de exercício das ações em função de um determinado indexador (Opção indexada), existe, conforme Fonseca (2009, p. 50-51), uma diferenciação entre as instruções do FASB - SFAS 123 (R) e as contidas no IFRS 2 e, **por consequência nas contidas no CPC 10**(grifo nosso), que é abordada pela autora da seguinte forma:

Como a correção do preço de exercício das opções não se enquadra em nenhuma das condições citadas no parágrafo anterior e, ainda assim, altera o preço de exercício em adição aos preços das ações, se enquadra no requerimento do SFAS 123 (R), fazendo com que os respectivos planos de ação sejam classificados no Passivo (FONSECA, 2009, p. 50-51).

É mencionado ainda, por essa autora, que o IFRS 2 e, **consequentemente, o CPC 10** (grifo nosso) não fazem nenhuma menção a esse tipo de opção de ação (Opção Indexada). Portanto, o tratamento contábil de reconhecimento e mensuração continua sendo o da classificação como Patrimônio Líquido.

## 2.4 A CONVERGÊNCIA PARA A CONTABILIDADE INTERNACIONAL

O processo de globalização da economia mundial, que tem se acelerado nas últimas décadas, tem feito com que questões comuns a vários países sejam discutidas, analisadas e, através de cooperações conjuntas, tenham implementadas as necessárias ações corretivas e incrementado o processo de ajuda entre esses países. A internacionalização dos mercados de capitais, que tem sido impulsionada pelo desenvolvimento da tecnologia de computação e de comunicações, tem permitido a transmissão de informação de dados de maneira instantânea e com extrema segurança, desde a criação nos anos 1990 dos protocolos padronizados. Essa criação de protocolos padronizados tem exigido que linguagem idêntica seja utilizada em contratos e na identificação de tipos de transações.

Para Niyama (2005, p. 15):

[...]usualmente a contabilidade é considerada a linguagem dos “negócios” sendo a principal fonte de informação sobre a *performance* e avaliação de risco na avaliação de investimentos. Nesse sentido, relatórios contábeis são sempre requeridos pelos investidores que desejam mensurar a conveniência para realizar e a oportunidade

para concretizar seus negócios. Dessa forma, a Contabilidade ultrapassa, assim, as fronteiras nacionais e passa a ter utilidade global para servir como instrumento no processo decisório internacional (NIYAMA, 2005, p. 15).

Essas transformações no mundo globalizado dos negócios têm impellido os órgãos reguladores a adotarem a convergência internacional para a contabilidade.

As discussões acadêmicas com respeito à correta terminologia a ser usada para descrever o fenômeno da utilização de um único conjunto de normas internacionais de Contabilidade tem se dividido entre as denominações de harmonização e de convergência. A denominação de padronização foi abandonada no passado pelo seu sentido de imposição.

Choi, Frost e Meek (1999, p. 248, tradução nossa) definem “harmonização” como o processo de aumentar a compatibilidade das práticas de contabilidade, definindo os limites de quanto elas podem variar.

Para Fosbre, Kraft e Fosbre (2009, p. 64, tradução nossa), o processo em direção à convergência se iniciou em 1994 com o trabalho desenvolvido em conjunto pelo IASB e pelo FASB, na emissão dos novos critérios para a determinação do lucro por ação. Porém, ressaltam que a harmonização ainda está por ser alcançada.

Entretanto, Weffort (2005, p. 15) considera a diferença entre harmonização e convergência da seguinte forma:

A mudança de termos deve-se, em grande parte, a uma estratégia Política visando alcançar melhores resultados no processo de adoção de padrões globais pelos países, especialmente no que se refere ao projeto conjunto do International Accounting Standards Board (IASB) com o Financial Accounting Standards Board (FASB) nesse sentido. Enquanto o termo harmonização busca a abordagem das diferenças locais, reconhecendo que a abordagem one size fit all [pode não ser a mais adequada, a convergência volta-se para o alcance de um resultado comum (adopt but not adapt)].

A CVM quando da emissão de suas instruções ao mercado se refere ao processo de convergência, como pode ser identificado, entre outros, no OFICIO/CIRCULAR/CVM/SNC/n.12/2009, de 2 de setembro de 2009, com a seguinte redação do seu item 3:

[...] os auditores independentes devem observar se as companhias auditadas, no processo de elaboração das demonstrações contábeis, cumpriram as normas contábeis vigentes para esse exercício social de 2009, emanadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC e ratificadas por esta Comissão de Valores Mobiliários, em face do novo ambiente normativo contábil que visa à convergência com as normas internacionais de contabilidade emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB). Convém ressaltar que essas normas internacionais, nas quais estão fundamentados os pronunciamentos do CPC, estão

baseadas em princípios, e não esgotam todas as possibilidades de tratamento contábil dos itens nelas contemplados. Torna-se essencial, portanto, o conhecimento e a compreensão da estrutura conceitual contábil para a adequada interpretação desses pronunciamentos, não devendo o auditor independente se cingir a literalidade do texto (CVM, 2009b).

Devido aos argumentos supra, nesta dissertação irá se adotar a terminologia convergência para o processo de internacionalização da contabilidade.

#### 2.4.1 A EVOLUÇÃO DA CONVERGÊNCIA NA CONTABILIDADE

A comunidade financeira internacional, em resposta à existência de um órgão responsável pelo estudo e emissão de padrões de contabilidade nos Estados Unidos (FASB), decidiu pela formação em 1973 do IASC - Internacional Accounting Standards Committee, formatado como uma organização independente sem fins lucrativos, com o objetivo de formular e emitir um conjunto de normas de contabilidade internacional de forma independente. Os pronunciamentos técnicos do IASC foram feitos através dos IAS- International Accounting Standard. Em 1997, o IASC criou o SIC- Standing Interpretation Committee responsável por esclarecer as dúvidas sobre os pronunciamentos contábeis.

Em 2001, o IASC se reformulou dando origem à criação do IASB, o qual passou a assumir as funções técnicas do IASC. A partir dessa data o IASC passou a operar como um guarda-chuva para o IASB. Os procedimentos do IASB passaram a ser emitidos através do IFRS – International Financial Reporting Standard, sendo que no final desse mesmo ano o SIC foi renomeado para IFRIC- International Financial Reporting Interpretation Committee.

A adoção dos IFRS pelos vários países tem crescido desde que a Comunidade Econômica Europeia decidiu-se pela adoção dos princípios de contabilidade emendados pela IASB, e que entraram em vigor para o exercício financeiro 2005. Nesse mesmo ano o FASB e o IASB reafirmaram seu compromisso de trabalhar em conjunto na convergência de seus padrões e instruções. Como consequência, a partir de 2007, a SEC permitiu que as empresas estrangeiras listadas na Bolsa de Nova York (NYSE) que apresentassem seus demonstrativos financeiros no padrão do IFRS não teriam mais a necessidade de apresentar a reconciliação com os padrões baseados em US GAAP.

Peters (2008, p.11) elucida que:

As IFRS são compostas de um conjunto de princípios e normas que vêm sendo confeccionados e aperfeiçoados desde 1973 e que hoje contemplam as IAS (International Accounting Standards), as SIC (Steering Interpretation Comitee), as IFRS (International Financial Reporting Standard) e as IFRIC (International Financial Reporting Interpretation Comitee).

#### 2.4.1.1 A ADOÇÃO DA CONVERGÊNCIA PARA A CONTABILIDADE INTERNACIONAL-BRASIL

O IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*, entidade mundial que congrega os órgãos reguladores do mercado de capitais de mais de 100 países, preocupada com a expansão do mercado de capitais, firmou um acordo com IASC em 1993, para o desenvolvimento de pacote mínimo de normas padronizadas de contabilidade, para as várias empresas que operam em nível internacional. A CVM, que faz parte do IOSCO, motivada por essa iniciativa, deu início ao processo de busca para a convergência contábil no Brasil.

Nesse esforço pela convergência, dá-se a criação do CPC através da Resolução CFC - Conselho Federal de Contabilidade, n.1.055/05, com o propósito de que a busca pela convergência internacional que está sendo pretendida pelos vários países traga como consequências: a redução de riscos nos investimentos internacionais (quer aqueles sob a forma de empréstimo financeiro, quer aqueles sob a forma de participação societária), bem como nos créditos de natureza comercial, redução de riscos essa derivada de um melhor entendimento das demonstrações contábeis elaboradas pelos diversos países por parte dos investidores, financiadores e fornecedores de crédito; a maior facilidade de comunicação internacional no mundo dos negócios, com o uso de uma linguagem contábil bem mais homogênea e a redução do custo do capital que deriva dessa harmonização, que no caso é particularmente de interesse vital para o Brasil.

Os objetivos fixados estão estabelecidos no seu artigo 3, o qual define que “o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visam à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais” (CFC, 2005).

A Lei 11.638, de 27 de dezembro de 2007, incluiu o Brasil entre os países que adotaram a convergência da contabilidade internacional pela alteração e revogações de dispositivos da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, referentes à matéria contábil (BRASIL, 2007).

A lei 11.638/07 estabeleceu ainda, a competência para que os órgãos reguladores, como CVM e o BACEN, realizem o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza (BRASIL, 2007).

A CVM, como órgão regulador do mercado financeiro, emitiu a instrução CVM 469 em 2 de maio de 2008 referente à aplicação da Lei 11.638/07 pelas empresas de capital aberto (CVM, 2008c), e posteriormente instrução complementar como nota explicativa da instrução CVM 469, em que informou o mercado sobre um cronograma que foi desenvolvido em conjunto com o CPC, que através de convênio foi encarregado de preparar as normas diretamente relacionadas às alterações de natureza contábil da Lei 11.638/07 (CVM, 2008d).

Durante o ano de 2008, o CPC aprovou uma série de Pronunciamentos Técnicos, entre eles, em 5 de dezembro de 2008, o de n.10 – Pagamento Baseado em Ações, convergente com o IFRS n.2 – *Share based payment*, o qual foi aprovado pela CVM através da deliberação 562 de 17 de dezembro de 2008, definindo sua aplicação pelas companhias abertas, com efetividade sobre o exercício social iniciado em 1 de janeiro de 2008 (CVM, 2008a).

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O método a ser empregado no trabalho científico é determinado pelo objeto da investigação.

Em um sentido mais geral, o método é a ordem que se deve impor aos diferentes processos necessários para se atingir um fim dado ou um resultado desejado (CERVO; BERVIAN, 1978).

Conforme Martins e Theophilo (2007, p. 37), “O objetivo da metodologia é o aperfeiçoamento dos procedimentos e critérios utilizados na pesquisa. Por sua vez, método (do grego *méthodos*) é o caminho para se chegar a determinado fim ou objetivo. A metodologia é equiparada a uma preocupação instrumental”.

A metodologia utilizada no desenvolvimento desta dissertação é caracterizada como Exploratória, que é definida por Marconi e Lakatos (2008, p. 71) como sendo:

Exploratórias- São investigações de pesquisa empírica cujo objetivo é a formulação de questões ou de um problema, com tripla finalidade: desenvolver hipóteses, aumentar a familiaridade do pesquisador com um ambiente, fato ou fenômeno para a realização de uma pesquisa futura mais precisa ou fato ou modificar e clarificar conceitos.

Como meio de investigação se utilizará de pesquisa bibliográfica, a qual é identificada por Vergara (2009, p. 43) da seguinte forma “É o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral.”

Para o tratamento dos dados será utilizada a Análise de Conteúdo, que de acordo com Bardin (2004, p. 37)

“Pode-se definir análise de conteúdo como o conjunto de técnicas de análise das comunicações que visa a obter indicadores que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção dessas mensagens. Para tanto são utilizados procedimentos sistemáticos e por objetivos de descrição de conteúdo.”

Para Martins e Teóphilo (2007, p. 95), “A Análise de Conteúdo é uma técnica para se estudar e analisar a comunicação de maneira objetiva e sistemática. Buscam-se inferências confiáveis de dados e informações com respeito a determinado contexto, a partir dos discursos escritos ou orais de seus atores e/ou autores”.

Quanto ao material a ser utilizado na Análise de Conteúdo, aplica-se virtualmente a qualquer forma de comunicação: programas de televisão, rádio, artigos de imprensa, livros, material divulgado em sites institucionais, poemas, conversas, discursos, cartas, regulamentos etc. (MARTINS; TEÓPHILO, 2007).

Bardin (2004, p. 28) exclui da aplicação dessa técnica todo o conteúdo que não é propriamente linguístico, como por exemplo filmes, representações pictóricas, comportamentos (considerados “simbólicos”) etc.

As etapas a serem seguidas na análise de conteúdo são: Pré-Análise, Descrição Analítica e Interpretação Inferencial (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Durante a primeira etapa é efetuada a Pré-Análise, em que o pesquisador coleta, seleciona e organiza o material que servirá de suporte para o desenvolvimento do processo de análise.

A segunda etapa é a parte referente à Descrição Analítica, na qual serão escolhidas as palavras ou frases que serão analisadas. Nesta etapa se dá o processo de utilização de modelos estatísticos (média, moda, regressão linear ou de técnicas multivariadas), cujos resultados serão então compilados em quadros comparativos.

Na terceira e última etapa se dá o processo da Interpretação Inferencial. Esta fase será responsável pela apresentação e interpretação dos resultados obtidos.

Esta pesquisa também classifica-se como quantitativa e qualitativa

A pesquisa se classifica como quantitativa, pois serão utilizadas técnicas estatísticas para responder a questão de pesquisa. Bardin (2004, p. 108), considera que a Análise de Conteúdo se utiliza tanto do método quantitativo como qualitativo.

Freitas, Cunha Jr e Moscarola (1996, p. 469) mencionam que “A noção de importância deve ser clara em cada uma dessas análises: o que aparece seguido do número de vezes é o que importa para a análise quantitativa, enquanto a qualitativa valoriza a novidade, o interesse, o tema, aspectos que permanecem na esfera do subjetivo.”

Para Neuendorf (2002, p. 1, tradução nossa), “A análise de conteúdo pode, resumidamente, ser definida como a análise quantitativa, sistemática e objetiva das características da mensagem”. Essa autora considera, ainda, que a análise de conteúdo é, talvez, a técnica de mais rápido crescimento dentro da pesquisa quantitativa.

Martins e Teóphilo (2007, p. 135) definem a pesquisa quantitativa como “aquela em que os dados e as evidências coletados, podem ser quantificados, mensurados”.

A Pesquisa se classifica como qualitativa, pois conforme Chizzotti (2006, p. 116),

a pesquisa quantitativa pautada pela análise de conteúdo não impede a qualitativa, onde o pesquisador procura penetrar nas ideias, mentalidades, valores e intenções dos produtores da comunicação para compreender sua mensagem. Em alguns casos a simples presença ou ausência de uma palavra, frase ou tema pode ser mais representativa que os dados estatísticos de frequência.

Para Hail (2002, p. 7, tradução nossa), “os demonstrativos financeiros anuais são normalmente considerados as mais importantes fontes de informação para analistas financeiros e investidores fazerem suas escolhas de investimento”.

Os demonstrativos financeiros, em que estão incluídas as Notas Explicativas das empresas listadas na BM&FBOVESPA, devem ser publicados em jornais de grande circulação, e, também, ser mantidos nos sites das próprias empresas, o que podemos definir como meios de comunicação de massa.

Quanto às Notas Explicativas, segundo Iudícibus (1980, p. 284):

Devemos deixar para as notas explicativas todos os eventos “evidenciáveis” que: a) não sejam meros detalhes (mesmo que elaborados) de grupos de contas já constantes dos demonstrativos formais, que seriam feitos em quadros suplementares; ou b) sejam demonstrações afastadas dos princípios geralmente aceitos (por exemplo, um balanço patrimonial totalmente a custo de reposição que mereça demonstrações suplementares).

Portanto, as notas explicativas, que fazem parte dos demonstrativos financeiros e são publicados, se enquadram no que Bardin (2004, p. 30) considera meios de comunicação de massa, como “jornais, livros, anúncios publicitários, cartazes, literaturas textos jurídicos, panfletos”.

A análise de conteúdo é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para análise de acordo com determinado contexto (BERETTA; BOZZOLAN, 2007, tradução nossa).

Em prosseguimento à explanação supra, serão objetos da pesquisa desta dissertação as notas explicativas referentes ao “Pagamento Baseado em Ações” das empresas listadas na BM&FBOVESPA, que estão relacionadas para o Censo, referentes aos demonstrativos financeiros dos anos de 2008, para as que entregaram o “Plano de Opções” nesse ano, e de 2009 para as que entregaram o “Plano de Opções” de 2009.

Como métrica de análise, foi escolhido o tema, uma vez que as palavras ou frases não seriam capazes de entender a norma.

Tema que conforme Chizzotti (2006, p. 118) pode ser definido como:

Uma proposição sobre um assunto ou um conjunto significativo de palavras que corresponde a uma ideia; em geral, uma afirmação que vai ser demonstrada, ou tratada, ou uma sentença com sujeito e predicado que exprime um significado que a partir do qual são compreendidas as palavras significantes.

Foi escolhido para classificar o índice de conteúdo mínimo em temas do *disclosure* do ESO, para as empresas listadas na BM&FBOVESPA e, a partir da sua aplicação sobre as suas notas explicativas dessas empresas, medir a ausência ou presença do conteúdo normativo do CPC 10 “Pagamento Baseado em Ações”.

### 3.1 ÍNDICE DE ADERÊNCIA DO *DISCLOSURE*

Na construção do índice de *disclosure*, foi usado como referência o documento Checklist, preparado pela KPMG em 2009, elencando os itens do *disclosure* exigidos pela norma Internacional contida no IFRS 2 “Pagamento Baseado em Ações” (KPMG, 2009).

O Checklist para o *disclosure* (Anexo I) foi preparado a partir dos parágrafos do CPC 10 “Pagamento Baseado em Ações” aprovado pela Instrução CVM 562/08, em vigor a partir de 17 de dezembro de 2008, referentes apenas ao capítulo Divulgação, e lista todas as informações para o *disclosure*, porém não trata da aplicação dos CPCs ou do reconhecimento e mensuração que são requeridos (CVM, 2008a, p. 14-17).

A Deliberação CVM 650/10, em vigor a partir de 16 de dezembro de 2010, referente à aprovação do CPC 10 (R1) do CPC, não está sendo abordada no trabalho, pois o presente estudo se refere aos relatórios financeiros anuais publicados referentes aos anos de 2008 e 2009 (CVM, 2010).

### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população é constituída das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, e que tiveram os seus “Plano de Opções” entregues para CVM em 2008 e 2009.

Decidiu-se comparar as Notas Explicativas de 2008 das empresas que entregaram o documento “Plano de Opções” em 2008 com as Notas Explicativas de 2009 das empresas que entregaram esse documento em 2009, pois no ano em que entregam os seus Planos é o ano que deveria coincidir com o da implantação dessa política, e, portanto, potencialmente terem essas empresas a necessidade de atender a um número maior de itens demandados pelo CPC 10.

A fundamentação da população do trabalho se deu pela verificação da definição de universo ou população dada por Megliorini, Weffort e Holanda (2004, p. 20) que realçam serem estes o conjunto de elementos com determinadas características de interesse para uma pesquisa.

Uma vez identificada a população, decidiu-se pela utilização de um Censo com cada grupo de empresas, ou seja: para o ano de 2008 todas as empresas brasileiras que entregaram o “Plano de Opções” em 2008 para a CVM e para o ano de 2009 todas as empresas brasileiras que entregaram o “Plano de Opções” em 2009.

O Censo, conforme Anderson, Sweeny e Williams (2007, p. 12) é o processo de realização de uma pesquisa para coletar dados da população inteira.

Para Megliorini, Weffort e Holanda (2004, p. 22) a importância do Censo é identificada da seguinte maneira:

- a) em se tratando de população bem reduzida, a realização do censo é mais adequada que a amostragem, pois acréscimos de custos decorrentes da utilização de fatores humanos, materiais e econômicos seriam mínimos;
- b) nas situações em que o tamanho da amostra é grande em relação ao tamanho da população, o consumo de recursos adicionais não seria um fator impeditivo à realização do censo;
- c) quando se exige precisão absoluta e o tempo e os recursos demandados não representam fatores impeditivos;
- d) por imposição legal, quando o censo torna-se o único procedimento aceitável.

### 3.3 METODOLOGIA DO ÍNDICE DE ADERÊNCIA - *DISCLOSURE*

Na elaboração do índice, o trabalho foi fundamentado no modelo desenvolvido por Hodgdon et al. em (2008, 2009), o qual é baseado no modelo dicotômico apresentado por

Cooke (1989), quando dos seus estudos para mensuração o nível de *disclosure* da empresas suecas.

O modelo dicotômico desenvolvido por Cooke (1989, tradução nossa) baseia-se no processo de classificar com 1 se o item for divulgado e 0 se o item não for divulgado. Quando um item era considerado não relevante para uma empresa naquele ano, ele não era incluído (N.A) no total dos itens que deveriam ser divulgados pela empresa, o que, apesar de ter introduzido um elemento de subjetividade ao modelo, não penalizava a empresa, segundo esse autor.

Esse modelo de Cooke (1989, tradução nossa) ainda é baseado no processo de não ponderar os itens, ou seja, não determinar um peso diferenciado para cada item que compunha a lista de itens que deveriam ser divulgados pelas empresas; portanto, todos os itens têm um peso idêntico. Apesar de esse autor ressaltar a existência da argumentação entre as vantagens e desvantagens dos modelos ponderados e não ponderados, baseava a sua decisão de não incluir ponderação aos itens do seu trabalho aos estudos desenvolvidos por Spero (1979, p. 57). Essa autora concluiu que a inclusão de ponderação era irrelevante, uma vez que quando as empresas são melhores em divulgar itens importantes, também são melhores em divulgar itens não importantes, devido à consistência de suas políticas de *disclosure* (SPERO, 1979, p. 57, tradução nossa).

A representação do modelo é apresentada da seguinte forma:

$$\text{Total Disclosure} = \sum_{i=1}^m d_i$$

Onde:

$d = 1$  se o item  $d_i$  é apresentado.

$d = 0$  se o item  $d_i$  não é apresentado.

$m \leq n$ , sendo  $m =$  a soma dos itens que a empresa divulgou.

$n =$  a soma dos itens que se espera que a empresa divulgue.

Para o cálculo do índice do *disclosure* de cada empresa, considera-se como no exemplo do autor na p. 115, o número Máximo de itens que poderiam ser divulgados  $n= 224$ . Portanto, o total de itens Máximos de cada empresa varia de acordo com a quantidade de itens não significativos para essa empresa. Com a fórmula sendo expressa como:

$$\text{Total Aplicável (M)} = \sum_{i=1}^n d_i$$

Onde:

$d_i$  = item esperado a ser apresentado

$n$  = O total de itens que se espera que a empresa apresente.

E finalmente o índice do *disclosure* para cada empresa pela fórmula:

$$\text{Índice do Disclosure} = \frac{\text{DISCLOSURE TOTAL (DT)}}{\text{TOTAL APLICÁVEL (M)}}$$

A seguir, é feita citação de vários autores que se utilizaram dos mesmos conceitos desenvolvidos por Cooke (1989).

Os estudos de Street e Bryant (2000, tradução nossa) investigaram o nível do *disclosure* das empresas que anunciavam que seus relatórios financeiros estavam de acordo com os Padrões Internacionais de Contabilidade. A comparação foi feita entre as companhias listadas ou registradas nos Estados Unidos com as demais companhias que não se incluíam na regra anterior, referente ao atendimento dos requerimentos do *disclosure* do IASC e ao nível do *disclosure* (tanto os itens mandatórios como os voluntários). Nesse estudo foram utilizados os relatórios financeiros de 1998 dessas empresas. As conclusões dessa investigação

demonstraram que para as empresas listadas ou registradas nos Estados Unidos a implementação de Padrões Internacionais de Contabilidade não era um problema, porém para as demais ainda era um grande problema.

Ainda, seguindo a mesma metodologia, Glaum e Street (2003, tradução nossa) estudaram o nível de atendimento das normas do IAS e do U.S. GAAP para as empresas participantes do Novo Mercado, na Alemanha, com base nos relatórios financeiros de 2000. Os resultados encontrados demonstram evidências de que os fatores determinantes do nível de atendimento de ambas as normas estão relacionados com a qualidade e o rigor dos auditores, sendo que as empresas auditadas pelas 5 grandes empresas mundiais de auditoria são melhores do que as não auditadas por essas empresas.

Street e Gray (2001, tradução nossa) investigaram os relatórios financeiros de 279 empresas listadas no IASC referente à aderência dessas empresas ao IAS, com base nos anos de 1998/99. Nesse estudo esses autores desenvolveram uma fórmula variante ao modelo de Cooke (1989), na qual passaram a considerar a média de cada procedimento, ou seja, levando em consideração a média de itens atendidos em cada procedimento, ainda assim, sem ponderação, conforme (TSALAVOUTAS, EVANS E SMITH, M., 2008, tradução nossa).

O método acima foi classificado pelos seus autores como o Índice Parcial de Atendimento, o qual Al-Shiab (2008, p. 284, tradução nossa) identificou como o método em que “a mensuração é feita por somar a média de atendimento de cada procedimento. Isso implica em dar igual peso a cada procedimento, evitando o problema, não intencionalmente causado, por se dar maior peso aos procedimentos com maior número de itens”.

Hodgdon et al. (2008, tradução nossa), na investigação que desenvolveram para analisar a relação entre os erros nas projeções da lucratividade efetuados pelos analistas e o cumprimento dos requerimentos do IFRS, desenvolveram de maneira diferenciada uma metodologia para cálculo do índice do *disclosure*, o qual ainda, baseado nos trabalhos desenvolvidos a partir de Cooke (1989), porém introduzindo no modelo a definição de que os itens, apesar de não serem importantes para uma determinada empresa, foram incluídos entre os que deveriam ser divulgados, restando, portanto, apenas dois tipos de itens os Aplicáveis e os que efetivamente Não eram Aplicáveis a essa empresa. Dessa forma não se penaliza a empresa pelos itens Não Aplicáveis.

Outra característica é que a metodologia segue o mesmo princípio, de que para cada item há uma pontuação (não ponderado), ou seja, cada item é tratado igualmente. No

modelo, também foi utilizado o processo dicotômico, de forma que um item divulgado recebe 1 e um item não divulgado 0; da mesma forma um item Aplicável recebe 1 e um item Não Aplicável 0 (HODGDON et al., 2008, p. 6, tradução nossa).

Seguindo o modelo apresentado no trabalho acima descrito, no qual foi definido um total de 209 itens a serem divulgados pelas empresas escolhidas pelo estudo, com um total de 89 empresas, com dados referentes aos anos 1999 e 2000. Então conforme Hodgdon et al. (2008, p. 5), temos:

$$PR_{C_{j,t}} = \frac{\sum_{i=1}^{209} d_{i,j,t} \cdot r_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^{209} r_{i,j,t}}$$

Onde:

$PR_{C_{j,t}}$  = Ao índice de *Compliance* da empresa “j” no ano “t”

sendo  $0 \leq PR_{C_{j,t}} \leq 1$  (nota do autor);

“ $d_{i,j,t}$ ” corresponde a divulgação do item “i” pela empresa “j” no ano “t”.

Sendo “i”= 1,.....,289; “j”= 1,.....,89; e “t”=1999, 2000. “ $d_{i,j,t}$ ” = 1, quando o item for divulgado e “ $d_{i,j,t}$ ” = 0, quando o item não divulgado; e)

“ $r_{i,j,t}$ ” indica se o item “i” é demandado para a empresa “j” no ano “t”.

Sendo “ $r_{i,j,t}$ ” = 1 quando o item é demandado para a empresa “j” no ano “t” e “ $r_{i,j,t}$ ” = 0 quando o item não é demandado para a empresa “j” no ano “t”

Esses autores encontraram no estudo que o cumprimento com os requerimentos do IFRS reduz a assimetria de informações e fortalece a habilidade dos analistas financeiros de prover de previsões mais acuradas.

Com base nessa mesma metodologia, Hodgdon et al. (2009, tradução nossa) analisaram uma amostra de 101 empresas, referente ao cumprimento de 209 quesitos do IFRS sob a premissa da independência na escolha do auditor. Os resultados desse estudo reforçaram a importância de serem desenvolvidos mecanismos institucionais para encorajar o cumprimento do IFRS.

A metodologia desenvolvida por Hodgdon et al. (2008) será utilizada no próximo capítulo para o desenvolvimento do índice de aderência do *disclosure* para os anos de 2008 e 2009 das empresas que entregaram o “Plano de Opções” nesses anos.

### 3.4 TESTES DE MÉDIAS

Após terem sido apurados os índices de aderência do *disclosure* de cada um dos dois grupos de empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2008, e das do ano de 2009, esses resultados serão testados para se determinar se eles são estatisticamente diferentes. Será aplicado um teste de igualdade de média para os resultados das duas populações, para a verificação da existência de diferença estatística significativa entre o nível da aderência do *disclosure* das empresas elencadas.

Serão efetuados testes paramétricos por serem mais robustos, pois, conforme Maroco (2003, p. 11), “a potência de testes paramétricos é superior a dos não paramétricos, os quais só devem ser utilizados quando não houver alternativa”.

O teste paramétrico que será utilizado para verificar a igualdade de médias é o *t-student*. Para Maroco (2003, p. 122), “para esse teste ser válido é necessário que as variáveis apresentem distribuição normal e variância homogênea”. Para tanto, os testes de Kolmogorov-Smirnoff para a normalidade e Levene para a homogeneidade serão aplicados. A escolha do Kolmogorov-Smirnov deveu-se ao fato de que o teste Shapiro-Wilk se destinar a um número de observações menores do que 50, conforme Maroco (2003, p. 114), e no presente trabalho o número de observações é maior do que 50. Ainda, sobre esse teste, conforme Corrar, Paulo e Dias Filho (2009, p. 45), deve ser utilizado o teste com a correção de significância Lilliefors.

Caso o teste paramétrico *t-student* demonstre que não foram preenchidas as condições de sua aplicabilidade, então será utilizado o correspondente não paramétrico. O teste não paramétrico correspondente é o Mann-Whitney, ao qual Stevenson (1981) se refere como sendo quase tão forte quanto ao *t-student*.

O teste Mann-Whitney é definido como:

é usado para testar se duas amostras independentes foram tiradas de populações com médias iguais. Trata-se de uma interessante alternativa ao teste paramétrico para a igualdade de médias (teste *t*), pois Mann-Whitney não exige nenhuma hipótese sobre distribuições populacionais e suas variâncias. (MARTINS, 2005, p. 269).

## 4 LEVANTAMENTO E ANÁLISE DE DADOS

Para atingir os objetivos definidos no presente trabalho, foram organizados os tópicos deste capítulo para demonstrar o processo de levantamento e análise dos dados que servirão de suporte para a elaboração das Considerações Finais.

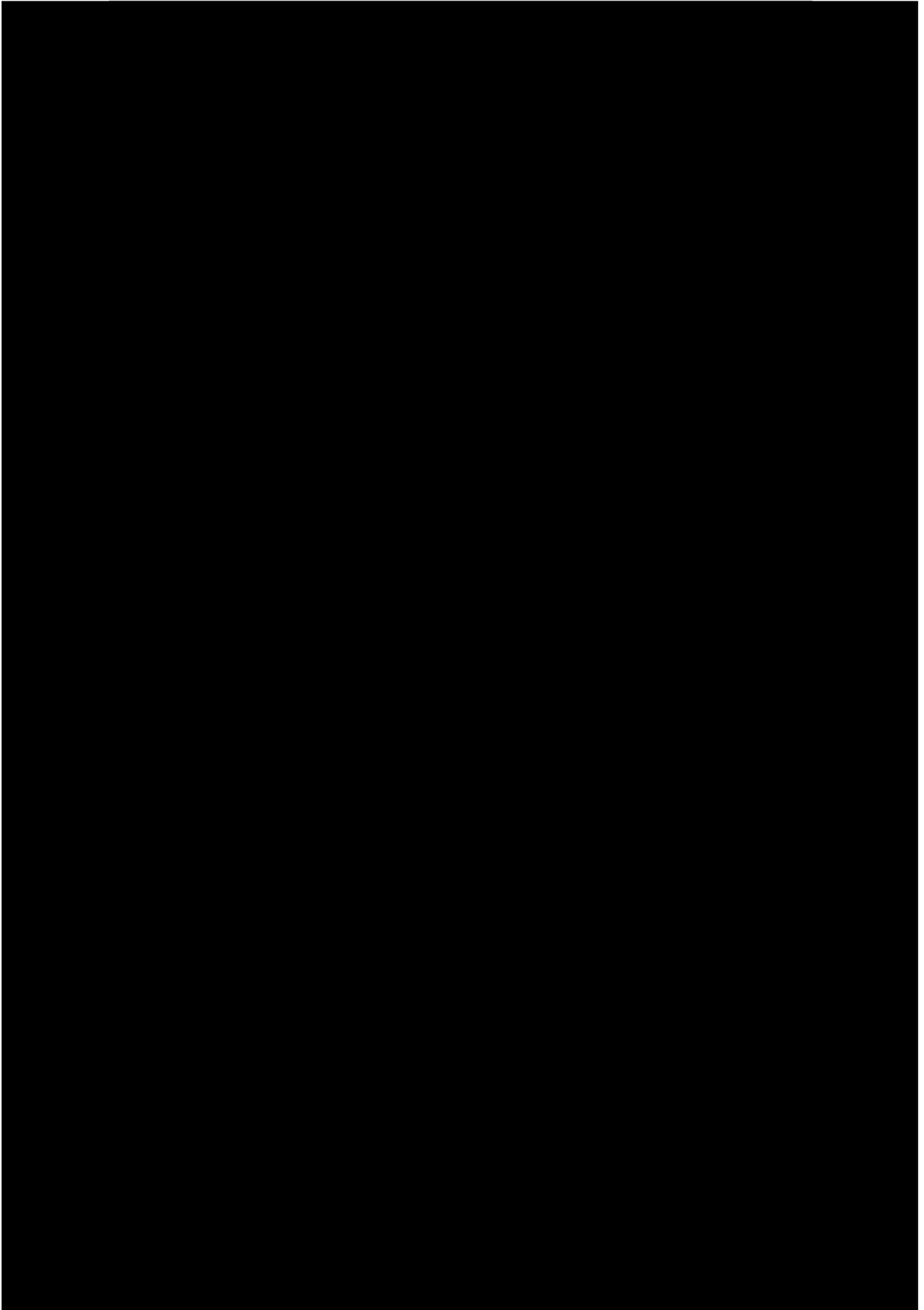
O primeiro passo foi o da identificação das empresas que entregaram o “Plano de Opções” à CVM referentes aos anos de 2008 e 2009, consulta essa efetuada no próprio *site* desse órgão.

O documento “Plano de Opções” é o documento obrigatório que a empresas que implementaram ou irão implementar programas de ESOP devem enviar à CVM.

### 4.1. EMPRESAS PARTICIPANTES DAS POPULAÇÕES DE 2008 E 2009.

As empresas participantes da população de 2008 e 2009 foram identificadas através das listagens obtidas no *site* da CVM, a partir da seguinte sequência: **participantes do mercado; companhias abertas; Consulta a documentos por data; IPE, selecione data 01/01/2008 a 31/12/2008, categoria “Plano de Opções”**, para o ano de 2008. A mesma sequência foi repetida para o ano 2009.

A relação das 48 empresas que foram incluídas no ano de 2008 está listada no Quadro 9 a seguir:



A relação das 40 empresas que foram incluídas no ano de 2009 está listada no Quadro 10 que se encontra a seguir:



Em seguida, os relatórios financeiros de cada empresa foram buscados no *site* da CVM e acessados em ordem sequencial: **Acesso Rápido; ITR,DFP,IAN,IPE e outras informações; Consulta por ordem alfabética; primeira letra do nome da empresa; Dados Econômico-Financeiros; Demonstrações Financeiras Anuais Completas; download**, para cada ano, sendo que as empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2008 tiveram os seus dados levantados referentes aos Demonstrativos Financeiros do ano de 2008. As empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 tiveram os seus dados levantados referentes aos Demonstrativos de 2009.

Exceção foi feita à empresa DUFROY, pertencente ao grupo das empresas de 2008 e 2009, que não foi incluída na pesquisa por não se enquadrar como empresa brasileira. Já a empresa Azaléia, pertencente a 2008 também, não foi incluída por ter tido o seu registro na CVM cancelado em 14/10/2008.

#### 4.2 LEVANTAMENTO DE DADOS, MODELAGEM E CÁLCULOS

O passo seguinte foi o da identificação ou não de cada quesito que se esperava fosse divulgado, o que foi feito através da confrontação entre os 32 itens elencados no *Check List* do CPC 10, conforme o Quadro I e o conteúdo das Notas Explicativas, pela aplicação do processo dicotômico.

- a) 1 – Para os itens que se aplicam a empresa (SIM)
- b) 0 – Caso não seja requerida a divulgação desse item pela empresa (N.A.)

As empresas em que não se identificou a aplicação de nenhum item, devido a não terem implementado seus programas, foram excluídas dos cálculos do Índice e do Nível de Aderência do *Disclosure*.

Após, procedeu-se à segunda identificação, referente à comparação entre os itens aplicáveis à empresa, que foram identificados como demonstrado acima e os divulgados pelas Notas Explicativas. Outra vez de forma dicotômica.

- a) 1 – Para o item divulgado
- b) 0 – No caso do item não ter sido divulgado em parte ou no todo.

Posteriormente foram preparadas tabelas para cada empresa, com o resultado da aplicação dos conceitos acima.

Para construção dos índices de aderência dos anos de 2008 e 2009 foi, também, adaptada pelo autor a fórmula apresentada por Hodgdon et al. (2008, 2009).

Para efeito de identificação nas fórmulas de cálculo, determinou-se que o ano de 2008 é o período t-1, o qual é composto de 32 itens e 37 empresas, e o ano 2009 como período t, composto de 32 itens e 27 empresas.

Assim, a fórmula pode ser representada para o ano de 2008 (t-1) da seguinte forma:

$$\text{Índice de Aderência do Disclosure da empresa } k \text{ no ano } t - 1 = \frac{\sum_{i=1}^{32} A_{i,k,t-1} D_{i,k,t-1}}{\sum_{i=1}^{32} D_{i,k,t-1}}$$

Onde:

$A_{i,k,t-1}$  = representa a divulgação de um requisito de aderência “i” pela empresa “k” no período t-1. Dessa forma  $A_{i,k,t-1}$  será 1 se o requisito tiver a sua divulgação efetuada e será 0 se o requisito não for divulgado.

$D_{i,k,t-1}$  = representa um requisito “i” é demandado para divulgação pela empresa “k”, no período t-1. Dessa forma  $D_{i,k,t-1}$  será 1 se o requisito for demandado e será 0 se o requisito não for demandado.

Portanto, a tabela 1 com o sumário do Índice de Aderência do *Disclosure*, para cada empresa, no ano de 2008 (t-1), é apresentada abaixo:

**TABELA 1 - Índice de Aderência do *Disclosure*-2008.**

Empresas com "Plano de Opções" em 2008 RELATÓRIO DE 2008	Índice Aderência	Demandados		Requeridos	
		SIM	NÃO	DEM.	N.A
Amil Participações Ltda.	0,54	7	6	13	19
Anhanguera Educacional Participações S.A.	0,38	5	8	13	19
Banco Daycoval S.A.	0,14	2	12	14	18
Banco Indusval S.A.	0,56	9	7	16	16
BMFBOVESPA S.A. Bolsa Valores Merc Fut	0,61	11	7	18	14
BR Properties	0,59	10	7	17	15
Cia. Hering	0,50	7	7	14	18
Construtora Tenda	0,35	6	11	17	15
Cremer S.A.	0,72	13	5	18	14
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part	0,00	0	21	21	11
Cyrela Commercial Propert S.A. Empr Part	0,69	9	4	13	19
Diagnosticos da America S.A.(*)		0	0	0	32
Direcional Engenharia S.A.	0,79	11	3	14	18
Equatorial Energia S.A.	0,24	0	17	17	15

continua

continuação

Empresas com "Plano de Opções" em 2008 RELATÓRIO DE 2008	Índice Aderência	Demandados		Requeridos	
		SIM	NÃO	DEM.	N.A
Estácio Participações S.A.	0,71	10	4	14	18
Gafisa S.A.	0,79	15	4	19	13
Gerdau S.A.	0,63	12	7	19	13
Globex utilidades S.A.	0,71	10	4	14	18
Gendene S.A.	0,77	10	3	13	19
Helbor Empreendimentos S.A.(*)		0	0	0	32
Inpar S.A.(*)		0	0	0	32
Itau Unibanco Holdings S.A.	0,00	0	9	9	23
JHSF Participações S.A.	0,56	10	8	18	14
Klabin Segall S.A.(*)		0	0	0	32
Kroton Educacional S.A.(*)		0	0	0	32
Lahotels S.A.(*)		0	0	0	32
Light S.A.	0,56	9	7	16	16
LLX Logística S.A.	0,92	12	1	13	19
Log-In Logística Intermodal S.A.	1,00	6	0	6	26
Magnesita Refratários S.A.	0,50	9	9	18	14
Marisa S.A.	0,62	8	5	13	19
Minerva S.A.(*)		0	0	0	32
Natura Cosméticos S.A.	0,78	14	4	18	14
Norse Energy do Brasil S.A.(*)		0	0	0	32
Nutriplant Indústria e Comercio S.A.	0,78	7	2	9	23
OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	0,33	5	10	15	17
PST Eletrônica S.A. (*)		0	0	0	32
Redecard S.A.	0,64	9	5	14	18
Restoque Comércio e Confecções de Roupas	0,71	10	4	14	18
Rossi Residencial S.A.(*)		0	0	0	32
Santos Brasil Participações	0,67	10	5	15	17
Sul America S.A.	0,53	9	8	17	15
Suzano Papel e Celulose S.A.	0,89	8	1	9	23
T4F Entretenimento S.A.(*)		0	0	0	32
Transmissora Aliança de Energia Elétrica	0,36	4	7	11	21
Unibanco Holdings S.A.	0,67	12	6	18	14
Unibanco União de Bancos Bras S.A.	0,67	12	6	18	14
Vale S.A.	1,00	6	0	6	26
<b>Total</b>	<b>21,92</b>				

Fonte: Dados do autor

(\*)As 11 empresas incluídas na tabela acima, que não tiveram seus planos implementados, ou somente tiveram seus planos aprovados pelas respectivas Assembleias de Acionistas, foram consideradas como não tendo nenhum item para ser cumprido, e, portanto, não tiveram seus índices apurados. O Total apresentado na tabela 1 acima será utilizado posteriormente na fórmula do Nível de Aderência do *Disclosure* de t-1

Com base nos critérios apresentados anteriormente para o desenvolvimento da fórmula do ano de 2008 (t-1), foi desenvolvida a do ano de 2009 (t), conforme abaixo:

$$\text{Índice de Aderência do Disclosure da empresa k no ano t} = \frac{\sum_{i=1}^{32} A_{i,k,t} D_{i,k,t}}{\sum_{i=1}^{32} D_{i,k,t}}$$

Onde:

$A_{i,k,t}$  = representa a divulgação de um requisito de aderência “i” pela empresa “k” no período t. Dessa forma  $A_{i,k,t}$  será 1 se o requisito tiver a sua divulgação efetuada e será 0 se o requisito não for divulgado.

$D_{i,k,t}$  = representa um requisito “i” é demandado para divulgação pela empresa “k”, no período t. Dessa forma  $D_{i,k,t}$  será 1 se o requisito for demandado e será 0 se o requisito não for demandado.

A tabela 2 com o sumário do Índice de Aderência do *disclosure*, por empresa, para o ano de 2009 (t), é apresentada abaixo:

**TABELA 2 - Índice de Aderência do Disclosure-2009.**

Empresas com "Plano de Opções" em 2009 RELATÓRIO ANUAL DE 2009	Índice de Aderência	Demandados		Requeridos	
		SIM	NÃO	DEM.	N.A
BHG S.A. Brazil Hospitality	0,92	11	1	12	20
BM&FBOVESPA S.A. Bolsa Valores Merc Futuro	0,72	13	5	18	14
BR Malls Participação	0,53	9	8	17	15
Brasil Ecodiesel Ind Com Bio.Ol.Veg S.A. (*)		0	0	0	32
Brookfield Incorporações S.A.	0,44	8	10	18	14
Camargo Correa Desenv. Imobiliario S.A.	0,69	9	4	13	19
CETIP S.A. - Balcão Organizado de Ativos	0,81	13	3	16	16
CIA Concessões Rodoviaras	0,95	18	1	19	13
CIELO S.A.	0,69	9	4	13	19
Direcional Engenharia S.A.	0,85	11	2	13	19
Duratex S.A.	0,61	11	7	18	14
Gafisa S.A.	0,74	17	6	23	9
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	0,82	14	3	17	15
GVT Holding S.A.	0,36	8	14	22	10

continua

Empresas com "Plano de Opções" em 2009 RELATÓRIO ANUAL DE 2009	Índice de Aderência	Demandados		conclusão Requeridos	
		SIM	NÃO	DEM.	N.A
Hypermarcas S.A.	0,64	9	5	14	18
Ideias Net S.A.	0,60	6	4	10	22
Iochpe Maxion S.A.(*)		0	0	0	32
Itau Unibanco Holding S.A.	0,50	11	11	22	10
Kroton Educacional S.A	0,64	9	5	14	18
Log-In Logística Itermodal S.A.	1,00	6	0	6	26
Lojas Renner S.A	0,76	13	4	17	15
Lupatech S.A	0,82	14	3	17	15
M. Dias Branco S.A. Ind Com de Alimentos	1,00	7	0	7	25
Margrif Alimentos S.A.	0,61	11	7	18	14
Natura Cosméticos S.A.	0,83	15	3	18	14
PDG Realty S.A. Empreend e Participações	0,65	11	6	17	15
Profarma Distrib Prod Farmaceuticos S.A.	0,22	4	14	18	14
São Martinho S.A. (*)		0	0	0	32
Tarpon Investimento S.A.	0,65	11	6	17	15
Vale S.A.	1,00	6	0	6	26
<b>Total</b>	<b>19,08</b>				

Fonte: Dados do autor

(\*)As 3 empresas incluídas na tabela acima, que não tiveram seus planos implementados, ou somente tiveram seus planos aprovados pelas respectivas Assembleias de Acionistas, foram consideradas como não tendo nenhum item para ser cumprido, e, portanto, não tiveram seus índices apurados. O Total apresentado na tabela 2 acima será utilizado posteriormente na fórmula do Nível de Aderência do *Disclosure* de t.

Com a finalidade de poder efetuar as comparações entre os resultados obtidos para cada ano, foi calculado o Nível de Aderência do *disclosure* para cada um desses anos, com base nas fórmulas desenvolvidas pelo autor, conforme abaixo:

Para o ano de t – 1:

$$\text{Nível de Aderência do } Disclosure \text{ de t-1} = \frac{\sum_{k=1}^{m_{t-1}} \frac{\sum_{i=1}^{32} A_{i,k,t-1} D_{i,k,t-1}}{\sum_{i=1}^{32} D_{i,k,t-1}}}{m_{t-1}}$$

Onde:

$$\frac{\sum_{i=1}^{32} A_{i,k,t-1} D_{i,k,t-1}}{\sum_{i=1}^{32} D_{i,k,t-1}} = \text{Índice de Aderência do } Disclosure, \text{ empresa k, ano t-1}$$

$m_{t-1} = 37$  (número de empresas de  $t - 1$ ), que representa as 48 empresas listadas, menos as 11 empresas que tiveram os seus Índices não calculados conforme apresentado anteriormente.

Com a aplicação dos dados do ano de 2008 ( $t - 1$ ), obteve-se o seguinte resultado:

$$\text{Nível de Aderência do Disclosure de } t - 1 = \frac{21,68}{37} = \mathbf{0,59}.$$

E, para o ano 2009 ( $t$ ), através da aplicação da seguinte fórmula:

$$\text{Nível de Aderência do Disclosure de } t = \frac{\sum_{k=1}^{m_t} \sum_{i=1}^{32} A_{i,k,t} D_{i,k,t}}{\sum_{i=1}^{32} D_{i,k,t} m_t}$$

Onde:

$$\frac{\sum_{i=1}^{32} A_{i,k,t} D_{i,k,t}}{\sum_{i=1}^{32} D_{i,k,t}} = \text{Índice de Aderência do Disclosure da empresa } k, \text{ no ano } t$$

$m_t = 27$  (número de empresas de  $t$ ), que representa as 30 empresas listadas, menos as 3 empresas que tiveram os seus Índices não calculados conforme apresentado anteriormente.

Com a aplicação dos dados para o ano de 2009 ( $t$ ), obteve-se o seguinte resultado:

$$\text{Nível de Aderência do Disclosure de } t = \frac{19,08}{27} = \mathbf{0,71}.$$

### 4.3 TESTE DE MÉDIAS DA ADERÊNCIA DO *DISCLOSURE*

Após a apuração dos Níveis de Aderência do *disclosure*, foi aplicado o teste de médias para as porcentagens de aderência das duas populações com o objetivo de testar se existe diferença estatística significativa entre os níveis de aderência das empresas que entregaram o seu “Plano de Opções” em 2008 e as que fizeram a entrega em 2009.

Para a realização dos testes estatísticos foi utilizado o software CRAN-R (2.9.0).

Os dados obtidos na análise descritiva são apresentados na tabela 3 abaixo:

**TABELA 3 - Análise Descritiva**

Ano	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2008	37	0,000	1,000	0,5921	0,2405
2009	27	0,220	1,000	0,7056	0,1948

Fonte: Dados do autor

Para a aplicação de um teste paramétrico de diferença de médias se requer, primeiramente, que sejam testadas a normalidade e a homogeneidade das populações que estão sendo estudadas.

Para testar a normalidade, foi escolhido o teste Kolmogorov-Smirnov pelas razões já explanadas anteriormente (>50 observações).

Foram então testadas as seguintes hipóteses:

$$H_0 = \text{As médias populacionais são iguais}$$

$$H_1 = \text{As médias populacionais não são iguais}$$

Sendo os resultados demonstrados conforme tabela 4 abaixo:

**TABELA 4 - Teste de Normalidade (Kolmogorov-Smirnov<sup>1</sup>)**

Grupo	GI	Estatística	P-valor
2008	37	0,1346	0,088
2009	27	0,1088	0,566

Lilliefors Significance Correction<sup>(1)</sup>

Fonte: Dados do autor

Ao Nível de significância de 5% não existem evidências para rejeitar  $H_0$ .

Em seguida procedeu-se ao teste de Levene para homogeneidade, sendo testadas as hipóteses seguintes:

$H_0$  = As variâncias populacionais são homogêneas

$H_1$  = As variâncias populacionais não são homogêneas.

Os resultados do testes conduziram aos seguintes resultados:

**TABELA 5 - Teste de Homogeneidade (Levene)**

F	p-value
0,86	0,631

Fonte: Dados do autor

Considerando que p-valor é  $0,631 > 0,05$ , portanto, não rejeitamos  $H_0$ .

Atendidas as condições de normalidade e homogeneidade, efetuou-se então o teste paramétrico  $t - Student$  para comparar as duas médias populacionais. As hipóteses do teste das populacionais foram:

$H_0$ : Os Níveis de Aderência são estatisticamente iguais

$H_1$ : Os Níveis de Aderência não são estatisticamente iguais

**TABELA 6 - Test t-Student**

valor de t	df	p-value
2,0808	61,263	0,04164

Fonte: Dados do autor

Como o p-valor é  $0,04164 < 0,05$ , portanto, rejeitamos  $H_0$ .

Assim, podemos concluir que os Níveis de Aderência do *disclosure*, de 2008 e 2009 não são estatisticamente iguais.

Os resultados obtidos pela estatística descritiva acima demonstram que as empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 e efetuaram o *disclosure* da ESOP nos Demonstrativos Financeiros desse ano apresentam um nível de aderência do *disclosure* de

71% enquanto as empresas que entregaram o seu “Plano de Opções” em 2008 apresentaram um nível de aderência do *disclosure* de 59%.

Dessa forma, foi atendido o objetivo principal da pesquisa pela demonstração de que o nível de aderência do *disclosure* das empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 aumentou em relação às empresas que entregaram em 2008.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo da convergência contábil no Brasil tem um dos seus marcos na Resolução 1055/05 do CFC, que criou o CPC, com a missão de estudar, preparar e emitir Procedimentos de Natureza Contábil, para permitir aos diversos órgãos reguladores a emissão de normas, tendo como diretriz a Convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões Internacionais. Esse processo de convergência se materializa pela aprovação da Lei 11.638/07, que modifica a Lei das Sociedades Anônimas de 1976, nas questões de natureza contábil.

Nesse processo para adequar as normas do IASB à realidade da economia brasileira, o CPC, desde o início de 2008, tem emitido vários Pronunciamentos Contábeis, entre esses o CPC 10 “Pagamento Baseado em Ações”, que foi aprovado pela Deliberação 562/08 da CVM, como órgão regulador do mercado de valores mobiliários no Brasil.

A presente pesquisa teve como objetivo verificar o nível de adequação do *disclosure* das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e que entregaram o “Plano de Ações” em 2008 e 2009, através da análise dos relatórios financeiros dessas empresas em confronto com os itens de divulgação obrigatórios constantes do CPC 10.

A metodologia utilizada na pesquisa foi a da Análise de Conteúdo, que permitiu a construção de uma métrica para comparar os requisitos de divulgação constantes do CPC 10, com as notas explicativas constantes dos relatórios financeiros das empresas selecionadas pela pesquisa.

A etapa inicial se deu através da elaboração do *check-list* dos itens de divulgação obrigatório, incluídos no referido Pronunciamento Contábil, para confrontação com o que foi divulgado nos relatórios financeiros dos anos de 2008 e 2009 das empresas, com o objetivo de estabelecer o nível de aderência do *disclosure* para esses anos e posteriormente serem comparados para possibilitar a resposta da questão de pesquisa.

Para a construção do Índice de Aderência do *disclosure* foi adaptada a metodologia apresentada por Hodgdon et al. (2008; 2009), na qual os autores se utilizaram do processo dicotômico, para a identificação da aplicação ou não de um requisito da norma pela empresa em análise e, também, para identificação se o item foi cumprido ou não por essa empresa. Para a quantificação dos itens, optou-se pela escolha do processo não ponderado.

Posteriormente, foram construídas tabelas para cada ano, contendo a identificação do percentual de atendimento do CPC 10 e calculado o Nível de Aderência do *Disclosure* de 71% para as empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 e de 59% para as empresas que entregaram o referido plano em 2008.

Finalmente, foi aplicado o teste de média para os resultados apurados em cada ano, para a verificação da existência de diferença significativa entre os níveis apurados. Como os testes paramétricos se mostraram suficientes ao nível de significância estabelecido, não foi necessária a aplicação de testes não paramétricos.

Ficou então demonstrado que o Nível de Adêrencia do *Disclosure* das empresas que entregaram o “Plano de Opções” em 2009 aumentou quando comparado com os das empresas que entregaram em 2008. Portanto, atendeu-se ao Objetivo Geral da pesquisa. E, também, foram atendidos objetivos específicos, os quais se apoiaram na resolução do Objetivo Geral.

Como limitações desta pesquisa, deve se ressaltar que não foram objetos de estudo da mesma, as abordagens da Governança Corporativa, nem dos requisitos de reconhecimento e mensuração das ESOs. Outra limitação refere-se aos resultados obtidos que ficam restritos à população selecionada para a análise, uma vez que foi uma escolha intencional e não probabilística.

Pode-se mencionar ainda, como contribuição adicional, que o processo dicotômico apresentado por Hodgdon et al. (2008, 2009) pode ser utilizado na elaboração de estudos futuros em que se deseje mensurar a aderência no cumprimento de determinadas Normas e Procedimentos, quer sejam voluntários ou obrigatórios.

Em função de os resultados encontrados terem demonstrado que várias empresas não estão cumprindo totalmente com o *disclosure* obrigatório definido pelo CPC 10, sugere-se aos acionistas dessas empresas que definam, com os seus respectivos Conselhos de Administração, programas para que os itens contidos nessa norma e que sejam aplicáveis a empresa possam ser integralmente cumpridos, como uma forma de se evitar que no futuro possam ocorrer problemas com as *Stock Options* como os que aconteceram no passado recente nos Estados Unidos, e que foram apresentados anteriormente neste trabalho.

Deve-se mencionar também, como benefício adicional pelo cumprimento dos requisitos do CPC 10, o de transmitir as informações que possibilitem a avaliação pelos acionistas, investidores e demais interessados do mercado, das contribuições das *Stock*

*Options* para a redução da assimetria de informação entre o principal (acionista) e o agente (dirigente da empresa) e o seu reflexo no desempenho do preço das ações dessas empresas.

Para futuros estudos acadêmicos, propõe-se que sejam utilizados métodos de amostragem probabilística para a escolha das empresas que irão compor a base de estudos sobre o tema deste trabalho.

Como os Pronunciamentos Contábeis do CPC são ainda recentes e alguns estão em processo de revisão, propõe-se, ainda, que sejam feitas a atualização temporal dos estudos sobre o Nível de Aderência do *Disclosure* do CPC 10, bem como a expansão dos estudos sobre outros Pronunciamentos em futuros trabalhos sobre o tema do *Disclosure*.

## REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; KASZNIK, R. **CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures**. 2000. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=144589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=144589)>. Acesso em: 9 set. 2010.
- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada a administração e economia**. 2. ed. São Paulo: Thomson Learning, 2007.
- AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n.3, p. 488-500, Aug. 1970.
- AL-SHIAB, M. S. The effectiveness of international financial standards adoption on cost of equity capital: a vector error correction model. **International Journal of Business**, Fresno, v. 13, n. 3, p. 272-298, 2008. Disponível em: <<http://faculty.ksu.edu.sa/alshiab/PDF/The%20Effectiveness%20of%20IFRS%20Adoption%20on%20Cost%20of%20Equity%20Capital.pdf>>. Acesso em: 9 set. 2010.
- BAEK, H. Y.; JOHNSON, D. R.; KIM, J. W. Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure. **Journal of Business & Economic Studies**, Oakdale, v. 15, n. 2, p. 44-106, fall, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Edital de Audiência Pública n. 35**, de 1 de fev. 2010. Dispõe sobre a política de remuneração de administradores e empregados das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, nas hipóteses que especifica. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/audpub/edital/ExibeEdital.jsp?edt=48>>. Acesso em: 9 jun. 2010.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 3. ed. Lisboa: edições 70, 2004.
- BEAVER, W. H. **Financial reporting: an accounting revolution**. 3<sup>rd</sup> ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. **Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure**. 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1011179](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1011179)>. Acesso em: 9 set.2010.
- BERGER, L. A; BERGER, D. R. **The compensation handbook; a state-of-art guide to compensation strategy and design**. 5<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 2008.
- BERLE JR, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1940.
- BERNILE, G.; JARREL, G. A.; MULCAHEY, H. **The effect of the options backdating scandal on the stock-price performance of 110 accused companies**. 2006. Disponível em:< <http://ssrn.com/abstract=952524>>. Acesso em: 9 set. 2010.
- BLACK, B. S. The legal and institutional precondition for strong securities markets. **UCLA Law Review**, Los Angeles, v. 48, p. 781-855, 2001.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, n. 3, p. 637-654, May/June 1973.

BOTOSAN, C. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, Austin, v. 72, n. 3, p. 323-349, July 1997.

BRASIL. **Lei n.6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedade por ações. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. **Lei 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Alterar e revogada dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976 e estende as sociedades de grande porte disposições relativas a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 abr. 2010.

BUSHMAN, R. M. et al. **The sensitivity of governance system to the timeliness of accounting**, 2000. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=241939](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=241939)>. Acesso em: 21 abr. 2010.

\_\_\_\_\_; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information and corporate governance, 2003, **FRBNY Economic Policy Review**, New York, p.65-87, Apr. 2003.

CANDIDO, A. **Análise das alternativas de contabilização das stock options**: um estudo de caso, 2006. 95f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

CASTRO JUNIOR, F. H. F. **Previsão de insolvência de empresas brasileiras usando análise de discriminante, regressão logística e redes neurais**, 2003, 169f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de capitais**: o que é, como funciona. 6. ed. São Paulo: Campus/Elsevier, 2005.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**: para uso dos estudantes universitários. 2. ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

CFC - CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE . **Resolução CFC 1055**. Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis –CPC, e das outras providências. Brasília: CFC, 2005. Disponível em: < [http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes\\_sre.aspx?codigo=2006/001075](http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?codigo=2006/001075)>. Acesso em: 9 set. 2009.

CHIZZOTTI, A. **Pesquisa qualitativa em ciências humanas e sociais**. Petrópolis: Ed. Vozes, 2006.

CHOI, F. D. S.; FROST, C. A.; MEEK, G. K. **International accounting**. 3<sup>rd</sup> ed. New Jersey: Prentice-Hall International, 1999.

\_\_\_\_\_; MUELLER, G. G. **International accounting**. 2<sup>nd</sup> ed. Englewood Cliffs: Prentice-Hall International, 1992.

CLINCH, G.; VERRECHIA, R. E. Competitive disadvantage and discretionary disclosure in industries. **Australian Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 22. n. 2, p. 125-137, Dec. 1997.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, London, new series, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.

COOKE, T. E. Disclosure in corporate annual reports of swedish companies. **Accounting and Business Research**. [s.l.], v. 19, n. 74, p. 113-124, 1989.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise multivariada**. São Paulo: Atlas, 2009.

CPC - COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 10** – Pagamento Baseado em Ações. Brasília: CPC, 2008. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_10.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_10.pdf)>. Acesso em: 24 mar. 2009.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação n. 562**, de 17 de Dezembro de 2008<sup>a</sup>. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?Tipo=D&File=\deli\deli562.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=D&File=\deli\deli562.doc)>. Acesso em: 10 set. 2009.

\_\_\_\_\_. **Deliberação n. 565**, de 17 de dezembro de 2008b. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 13 emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da adoção inicial da Lei nº. 11.638/07. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?Tipo=D&File=\deli\deli565.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=D&File=\deli\deli565.doc)>. Acesso em: 10 set. 2009.

\_\_\_\_\_. **Deliberação n. 650**, de 16 de dezembro de 2010. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1) emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Pagamento Baseado em Ações. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado%20Revis%C3%B5es%20CPCs%2008\\_10\\_43.asp](http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado%20Revis%C3%B5es%20CPCs%2008_10_43.asp)>. Acesso em: 02 jan. 2010.

\_\_\_\_\_. **Instrução n. 457**, de 13 de Julho de 2007. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/snc/inst457.pdf>>. Acesso em: 10 set. 2009.

\_\_\_\_\_. **Instrução n. 469** de 2 de maio de 2008c. Dispõe sobre a aplicação da Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007. Altera a instrução CVM 247 de 27 de março de 1996 e 331 de 4 de abril de 2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 10 set. 2009

\_\_\_\_\_. **Notas Explicativa a Instrução n. 469** de 2 de maio de 2008d. Dispõe sobre a aplicação da Lei 11.638 de 28 de dezembro de 2007. Altera a instrução CVM 247 de 27 de março de 1996 e 331 de 4 de abril de 2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 10 set. 2009.

\_\_\_\_\_. **Ofício Circular/SP/2** de 24 de março de 2009a. Orientações gerais sobre procedimentos a serem seguidos pelas companhias abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 10 set. 2009

\_\_\_\_\_. **Ofício Circular/SNC/n. 12** de 2 de setembro de 2009b. Demonstrações contábeis encerradas em 31 de dezembro de 2008: Parecer dos auditores independentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 10 set. 2009.

\_\_\_\_\_. **Plano de opções – empresas que entregaram em 2008**. Rio de Janeiro, 2008e. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ListaEmpresaPeriodo.asp?>>. Acesso em: 10 ago. 2009.

\_\_\_\_\_. **Plano de opções - empresas que entregaram em 2009**. Rio de Janeiro, 2009c. . Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ListaEmpresaPeriodo.asp?>>. Acesso em: 20 mar. 2010.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 2<sup>nd</sup> ed. New York. John Wiley & Sons, 2002.

DIAS, W. O; MENDES, R. C.; BARBOSA NETO, J. E. DISCLOSURE no mercado de capitais: um estudo no nível de evidenciação de plano de opções de ações das empresas brasileira listadas na BOVESPA e NYSE. In: Congresso Virtual Brasileiro de Administração, VI, 2009, **Anais Eletrônicos...** Disponível em: <[http://www.convibra.com.br/2009/artigos/177\\_0.pdf](http://www.convibra.com.br/2009/artigos/177_0.pdf)>. Acesso em: 28 jan. 2010.

DIAS FILHO, J. M.; MACHADO, L. H. B. Abordagens da pesquisa em contabilidade. In: IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (Org.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004. Cap. 1, p. 15-69.

DYE, R. A. An evolution of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting & Economics**, Amsterdam, n. 32, p. 181-235, 2001.

EISENHARDT, K. M. Building theory from case study research, **Academy of Management Review**, Briardiff Manor, v. 14, n. 4, p. 532-550, 1989.

ELLING, B. R. The evolution of executive pay in the United States. **Compensation and Benefits Review**, Thousand Oaks, v. 38, n. 1, p. 55-61, Jan.-Feb. 2006.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

FABOZZI, F. J. **Mercados, análise e estratégias de bônus: títulos de renda fixa**. 3.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

FASB - Financial Accounting Standard Board. n. 123 (Revised). Dec. 2004. Disponível em: <<http://www.fasb.org/pdf/fas123r.pdf>>. Acesso em: 23 ago.2009.

FONSECA, C. B. **Plano de opções de ações a empregados: valor justo de quando? um estudo de caso**. 2009, 112f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 13. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FOSBRE, A. B.; KRAFT, E. M.; FOSBRE, P. B. The globalization of accounting standards: IFRS versus US GAAP. **Global Journal of Business Research**, Hilo, v. 3, n. 1, 2009.

FREITAS, H. M. R.; CUNHA JR, M. V. M.; MOSCAROLA, J. Pelo resgate de alguns princípios da análise de conteúdo: aplicação prática qualitativa em marketing. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 1996, Angra dos Reis. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <[http://www.ea.ufrgs.br/professores/hfreitas/files/artigos/1996/1996\\_039\\_ENANPAD.pdf](http://www.ea.ufrgs.br/professores/hfreitas/files/artigos/1996/1996_039_ENANPAD.pdf)>. Acesso em: 23 ago. 2009.

FRIEDMAN, M. **Essays in Positive Economics**. Chicago: University of Chicago Press, 1966.

GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Derivativos. In. LIMA, I. S.; LIMA, Gerlando A. S. F.; PIMENTEL, R. C. (Coord.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006. Cap. 13, p. 393-467.

GIROUX, G. What went wrong? accounting frauds and lessons from the recent scandals. **Social Research**, New York, v. 75, n. 4, p. 1205-1238, Winter 2008.

GLAUM, M.; STREET, D. L. Compliance with disclosure requirements of the Germany's new market: IAS versus US GAAP. **Journal of International Management and Accounting**, Oxford, n. 14, p. 64-74, 2003.

GOULART, A. M. C.; LIMA, G. A. S. F.; GREGÓRIO, J. Mercado de renda variável. In. LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F.; PIMENTEL, R. C. (Coord.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006. Cap. 2, p. 22-67.

HAIL, L. **The impact of voluntary disclosure on the ex ante cost of capital for swiss firms**. 2002. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=279276](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279276)>. Acesso em: 23 ago. 2009.

HALL, B. J; MURPHY, J. K. The trouble with stock options. **Journal of Economic Perspective**, Nashville v. 17, n. 3, p. 49-70, Summer 2003.

HENDRICKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Accounting Theory**. 5<sup>th</sup> ed. Chicago: Irwin/McGraw Hill, 1992.

HODGDON, C. et al.: Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Greenwich, v. 17, p. 1-13, 2008.

\_\_\_\_\_ et al. Compliance with international financial reporting standards and auditor choices: new evidence on the importance of the statutory audit. **The International Journal of Accounting**, Urbana, n. 44, p. 33-55, 2009.

HOLMSTRON, B. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, [s.l.] v. 10, n. 1, p. 74-91, Spring 1979.

HULL, J. C. **Options, futures & other derivatives**. 4<sup>th</sup> ed. Upper Saddle River: Prentice-Hall, Inc. 1999.

IFRS - International Financial Reporting Standard. n. 2. Share-Based Payment. Feb.2004. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/arc/ifrs2/ifrs2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/arc/ifrs2/ifrs2_en.pdf)>. Acesso em: 23 ago. 2009.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1980.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, No. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KIMURA, H.; BASSO, L. F.; PERERA, L. C. J. **Stock options**: e criação de valor para o acionista. Ribeirão Preto: Inside Books, 2009.

KPMG. **Disclosure checklist** – International Financial Reporting Standards. London: KPMG, 2010. Disponível em: <<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/IFRS-disclosure-checklists/Pages/IFRS-Disclosure-Checklist-2010.aspx>>. Acesso em: 9 jul. 2010.

LAMBERT, R. Contracting theory and accounting. **JAE Rochester Conference Apr. 2000**, [s.l.], 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=235800>>. Acesso em: 23 ago. 2009.

LANZANA, A. P. Relação entre **disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 154 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LIE, E. On the timing of CEO stock options awards. **Management Science**, Hanover, v. 51, n. 2, p. 802-812, 2005.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo. v. 20, n. 49, p. 95-108, jan./abr., 2009.

LIMA, I. G. **Índice de conformidade de evidenciação (ICE): uma aplicação**. São Paulo, 2010.133f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, 2010.

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thomson Learning, 2003.

Lopes, T. **A evidenciação das informações tributárias pelas instituições financeiras em face a convergência para as normas internacionais**. 2008, 101f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e a sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo. edição comemorativa, p. 65-79, set., 2006.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**: planejamento e execução de pesquisas, amostragem e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MAROCO, J. **Análise estatística com a utilização do SPSS**. 2. ed. Lisboa: Silabo, 2003.

MARTINEZ, A. L. Agency theory na pesquisa contábil, In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 22., 1998, Foz do Iguaçu. **Anais eletrônicos...** Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/eco02036/martinez.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2009.

MARTINS, G. A. **Estatística geral e aplicada**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

\_\_\_\_\_; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MEGLIORINI, E.; WEFFORT, E. F. J.; HOLANDA, V. B.; Amostragem, In CORRAR, L. J.; THEÓFILO, C. R. (Org.). **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração: contabilometria**. São Paulo: Atlas, 2004. Cap. 1, p. 19-74.

MILGRON, P. Good News and Bad News: Representation theorems and applications. **The Bell Journal of Economics**, [s.l.] v. 12, n. 2, p. 380-391, Autumn, 1981.

MOSMA, K. Repensando a escolha racional e a teoria da agência: fazendeiros de gado e capatazes no século XIX. **Revista Brasileira de Ciência Sociais**, São Paulo, v. 15, n. 43, jun., 2000.

MURPHY, K. J. On transitory earnings. **Review of Accounting Studies**, Springer, v. 4, n. 3-4, p. 145-162, Dec. 1999.

NEUENDORF, K. A. **The content analysis guidebook**. 2<sup>nd</sup> ed. Thousands Oaks: Sage Publications, 2002. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=huPVtmu4sigC&oi=fnd&pg=PR13&dq=the+content+analysis+guidebook+&ots=8GgWLLjJUI&sig=vMZO54dFbt1A1zBEUzNwKbdU7Mk#v=onepage&q&f=false>>. Acesso em: 10.05.2010.

NIYAMA, J. K. **Contabilidade internacional**. São Paulo: Atlas, 2005.

NUNES, A. A. Concessão de opções de ações a funcionários: um problema contábil. **BASE: Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, vol. 5, n. 1, p. 32-41, jan./abr., 2008.

PETERS, M. R. S. **Comentários a Lei 11.638/07**. São Paulo: Saint Paul, 2008.

POHLMANN, M. C.; ALVES, F. J. S. Regulamentação. In: IUDÍCIBUS, S. de; LOPES, A. B. (Org.), **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004. Cap. 6, p. 233-273.

RESENDE FILHO, M. A. Aplicações e implicações do modelo principal-agente a luz de sua formulação linear-normal-exponencial. **Revista de Economia e Agronegócio**, Viçosa, MG, v. 6, n. 2, p. 177-194, 2008.

RICCIO, E. L. **Uma contribuição ao estudo da contabilidade como sistema de informação**, 1989, 96f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1989.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **American Economic Association**, Nashville, v. 63, n. 2, p. 134-139, May 1973.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. Di M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE - Revista Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun., 2008.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 2, n. 1, p. 53-70, jan./jun., 2005.

SANTOS, A. B. **Stock options plan**: Uma ferramenta de geração de valor? um estudo de eventos para as empresas negociadas na BOVESPA. 2008. 103f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Faculdade de Economia e Administração, Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2008.

SCHOLES, M. S. et al. **Tax and business strategy**: a planning approach. 4<sup>th</sup> ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2009

SHLEIFER, A. Understanding regulation. **European Financial Management**, Braga, v. 11, n. 4, p. 439-451, 2005.

SILVEIRA, A. Di M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, jan./mar., São Paulo, 2003.

SMITH, A. **The wealth of nations**: An inquiry into the nature and causes of the wealth the nations, 1996. Disponível em: <[http://www.domainsmanamentment.co.uk/BUSINESS/\(ebook%20economics\)%20the%20wealth%20of%20nation%20by%20adam%20smith.pdf](http://www.domainsmanamentment.co.uk/BUSINESS/(ebook%20economics)%20the%20wealth%20of%20nation%20by%20adam%20smith.pdf)>. Acesso em: 5 out. 2009.

SMITH, JR., C. W.; WATTS, R. L. Incentive and taxes effects of executive compensation plans. **Australian Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 7, n. 2, p. 139-157, Dec. 1982.

SOUZA, P. R. E. B. **Análise do atual estágio de disclosure das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para seu aprimoramento**. 1995. 132f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.

SPERO, L. L. **The extent and causes of voluntary disclosure of financial information in three european capital markets: an exploratory study**. 1979. 342f. Thesis (Doctorate in Business Administration) – Graduate School of Business Administration, Harvard University, Cambridge, 1979.

STEVENSON, W. J. **Estatística**: aplicada a administração. São Paulo: Harbra, 1981.

STREET, D. L.; BRYANT, S. M. Disclosure level and compliance with IASs: a comparison of companies with and without U.S. listing and filing. **The International Journal of Accounting**, Urbana, v. 35, n. 3, p. 305-329, 2000.

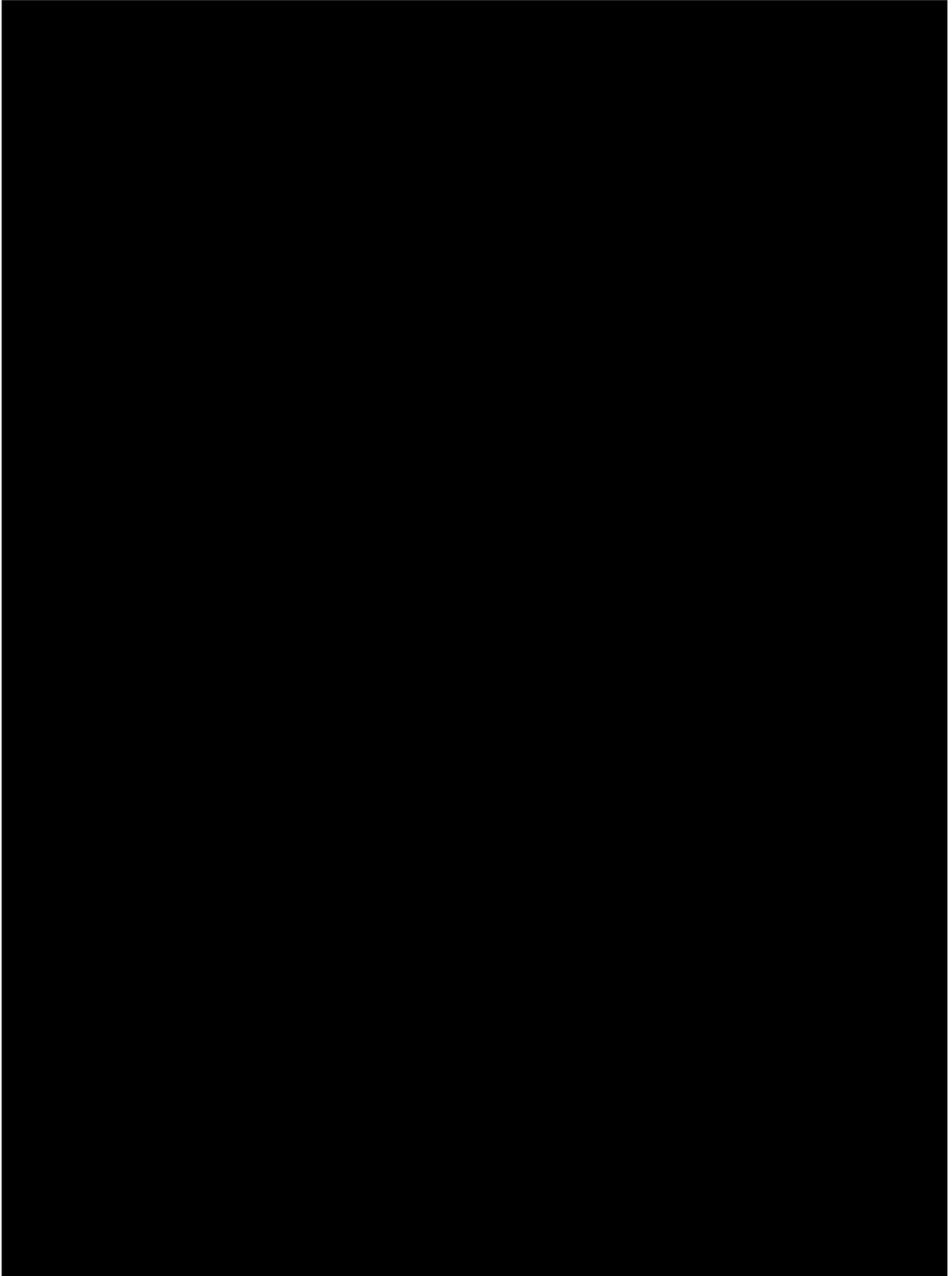
\_\_\_\_\_; GRAY, S. J. **Observance of international account standards**: factors explaining non-compliance. London: Certified Accountants Educational Trust, 2001. (ACCA research report; n. 74). Disponível em: <[http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:http://www.accaglobal.com/pubs/general/activities/research/research\\_archive/rr-074-001.pdf](http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:http://www.accaglobal.com/pubs/general/activities/research/research_archive/rr-074-001.pdf)>. Acesso em 10 set. 2010.

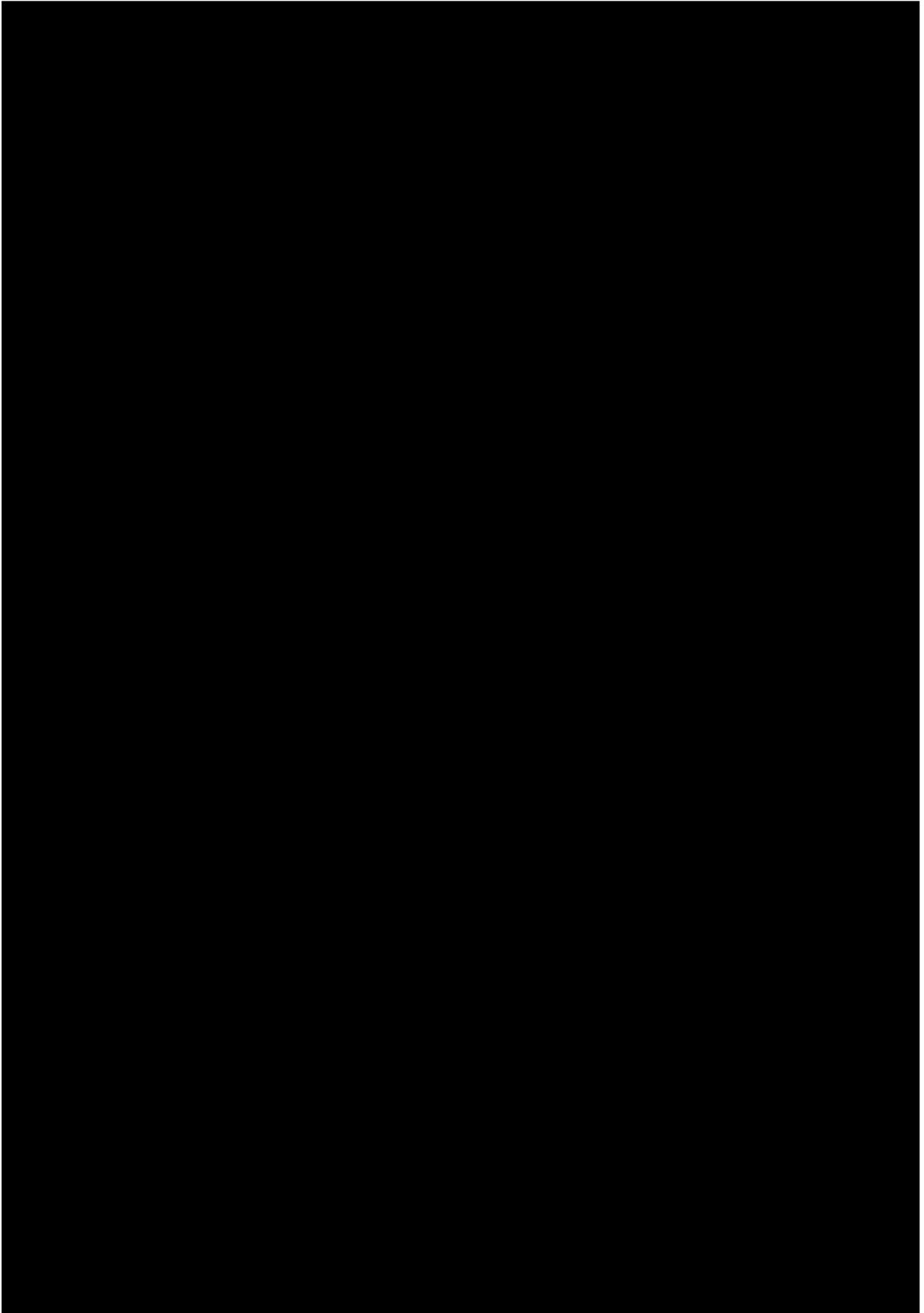
- TSALAVOUTAS, I.; EVANS, L.; SMITH, M. Comparison of two methods for measuring compliance with IFRS mandatory disclosure requirements. **Journal of Applied Accounting Research**, Leichester, v. 11, n. 3, p. 213-228, 2008. Disponível em : <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1151704](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1151704)>. Acesso em 7 set. 2010.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- VERRECHIA, R. E. Essays on disclosure. 2001. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=276699](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276699)>. Acesso em 12 jan. 2009.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice Hall, 1986.
- WEFFORT, E. F. J. **O Brasil e a harmonização contábil internacional**. São Paulo: Atlas, 2005.
- WHALEY, R. E. **Derivatives: market valuation and risk management**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.
- WILLIAMSON, O. E. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v.16, n.3 p.171-195, Summer, 2002.
- WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- YERMACK, D. Good Timing: CEO stock option awards and company news announcements. **Journal of Finance**, Malden, v. 50, n. 2, June 1997. Disponível em:< <http://ssrn.com/abstract=8189>>. Acesso em 9 set. 2010.

## GLOSSÁRIO

<i>Backdating</i>	Retroagir a data de um documento, depois de assinado.
<i>Chief Executive Officer</i>	Diretor Presidente
<i>Call</i>	Chamar/Exigir
<i>Check-list</i>	Lista de Conferência
<i>Disclosure</i>	Informação, Abertura, Divulgação, Evidenciação
<i>Employee Stock Options</i>	Opções de Ações para Empregados
<i>International Organization of Securities Commissions</i>	Organização Internacional das Comissões de Valores
<i>Investment Grade</i>	Grau de Investimento
<i>Optimal Contracts</i>	Contratos Eficientes
<i>Ordinary Income</i>	Receita das Pessoa Física (I.Renda)
<i>Omnibus Reconciliation Act</i>	Código Tributário dos Estados Unidos
<i>Performance</i>	Desempenho
<i>Put</i>	Colocar
<i>Share Based Payment</i>	Pagamento Baseado em Ações
<i>Site</i>	Sítio Eletrônico
<i>Stock Options</i>	Opções de Ações para Empregados
<i>Vesting</i>	Período de Aquisição

**APÊNDICE A – ITENS DO *DISCLOSURE* DO CPC 10.**





**APÊNDICE B – ADERÊNCIA DAS EMPRESAS DE 2008.**

ITEM	AMIL				ANHANGUERA				BANCO DAYCOVAL			
	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1		1		1		1		1	
2	1		1		1		1		1		1	
3				0		0	1					0
4	1		1					0		0	1	
5				0				0				0
6				0	1		1					0
7				0				0				0
8	1		1			0	1			0	1	
9				0				0				0
10				0	1		1					0
11	1		1			0	1			0	1	
12		0	1			0	1			0	1	
13		0	1					0		0	1	
14		0	1					0		0	1	
15		0	1					0		0	1	
16		0	1					0		0	1	
17				0				0		0	1	
18				0				0				0
19				0				0				0
20				0				0				0
21				0				0				0
22				0				0				0
23				0				0				0
24				0				0				0
25				0				0				0
26				0				0				0
27				0				0				0
28	1		1			0	1			0	1	
29	1		1		1		1			0	1	
30				0		0	1					0
31				0		0	1					0
32		0	1			0	1			0	1	
TOTAL	7	6	13	19	5	8	13	19	2	12	14	18

continua

					continuação							
BANCO INDUSVAL					BM&F BOVESPA				BR PROPERTIES			
ITEM	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1		1		1		1		1	
2	1		1		1		1		1		1	
3				0	1		1			0	1	
4	1		1		1		1		1		1	
5	1		1					0				0
6	1		1		1		1		1		1	
7				0				0				0
8	1		1		1		1			0	1	
9				0		0	1			0	1	
10				0	1		1			0	1	
11	1		1		1		1		1		1	
12		0	1			0	1		1		1	
13		0	1			0	1		1		1	
14		0	1		1		1		1		1	
15		0	1			0	1			0	1	
16		0	1			0	1			0	1	
17		0	1			0	1					0
18				0				0				0
19				0				0				0
20				0				0				0
21				0				0				0
22				0				0				0
23				0				0				0
24				0				0				0
25				0				0				0
26				0				0				0
27				0				0				0
28	1		1		1		1		1		1	
29	1		1		1		1		1		1	
30				0				0				0
31				0				0				0
32		0	1			0	1			0	1	
TOTAL	9	7	16	16	11	7	18	14	10	7	17	15

continua





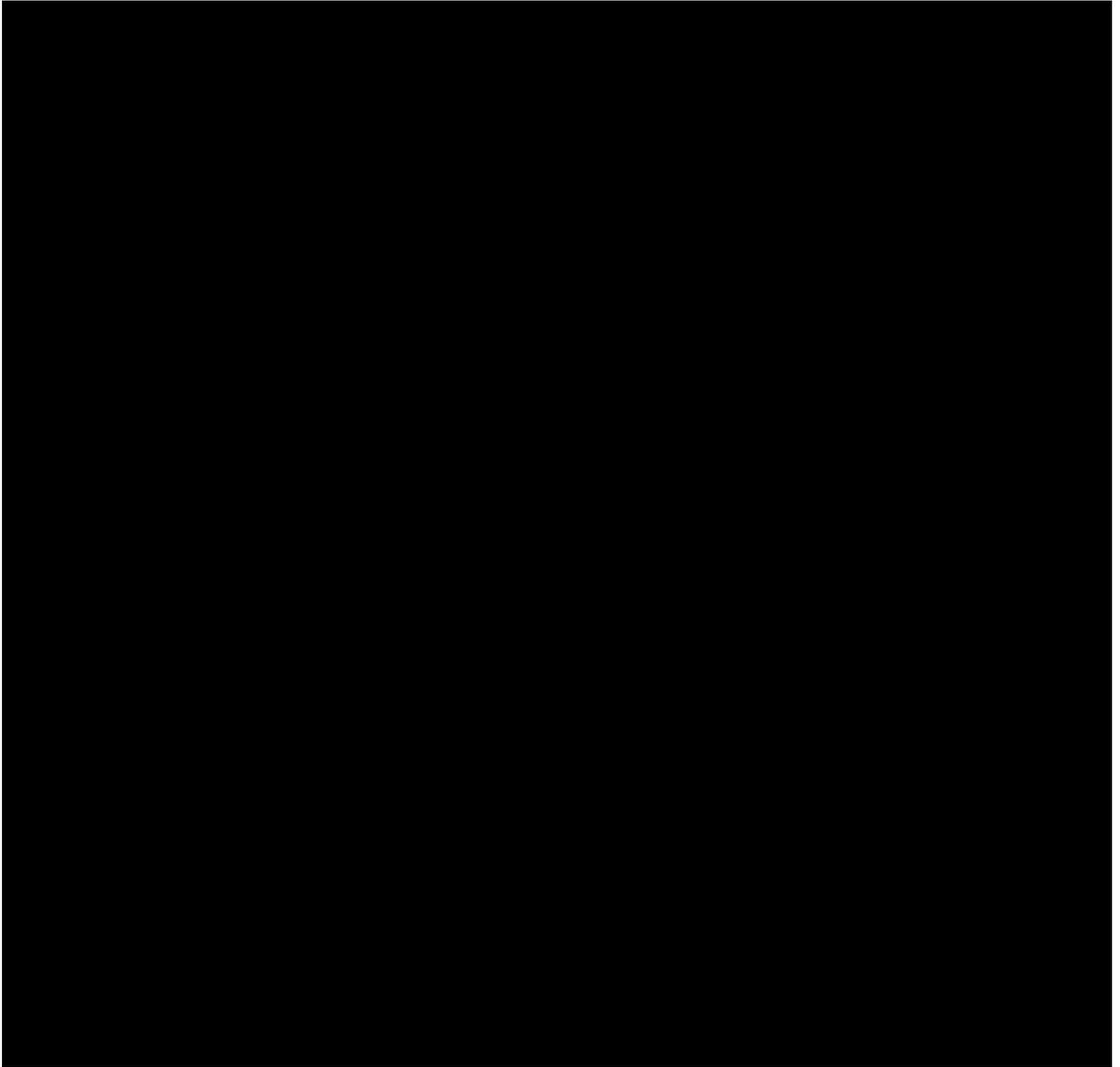




continuação

ITEM	GLOBEX				GRENDENE				HELBOR			
	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1		1		1					0
2	1		1		1		1					0
3				0				0				0
4	1		1		1		1					0
5				0				0				0
6				0				0				0
7				0				0				0
8	1		1		1		1					0
9		0	1					0				0
10				0				0				0
11	1		1		1		1					0
12	1		1		1		1					0
13	1		1		1		1					0
14	1		1		1		1					0
15		0	1			0	1					0
16		0	1			0	1					0
17				0				0				0
18				0				0				0
19				0				0				0
20				0				0				0
21				0				0				0
22				0				0				0
23				0				0				0
24				0				0				0
25				0				0				0
26				0				0				0
27				0				0				0
28	1		1		1		1					0
29	1		1		1		1					0
30				0				0				0
31				0				0				0
32		0	1			0	1					0
TOTAL	10	4	14	18	10	3	13	19	0	0	0	32

continua



continuação

ITEM	KLABIN			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1				0
2				0
3				0
4				0
5				0
6				0
7				0
8				0
9				0
10				0
11				0
12				0
13				0
14				0
15				0
16				0
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28				0
29				0
30				0
31				0
32				0
TOTAL	0	0	0	32

ITEM	KROTON			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1				0
2				0
3				0
4				0
5				0
6				0
7				0
8				0
9				0
10				0
11				0
12				0
13				0
14				0
15				0
16				0
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28				0
29				0
30				0
31				0
32				0
TOTAL	0	0	0	32

ITEM	LAHOTEL			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1				0
2				0
3				0
4				0
5				0
6				0
7				0
8				0
9				0
10				0
11				0
12				0
13				0
14				0
15				0
16				0
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28				0
29				0
30				0
31				0
32				0
TOTAL	0	0	0	32

continua















conclusão

ITEM	VALE			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1	
2	1		1	
3				0
4				0
5				0
6				0
7				0
8				0
9				0
10				0
11				0
12	1		1	
13				0
14				0
15				0
16				0
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28	1		1	
29				0
30	1		1	
31	1		1	
32				0
TOTAL	6	0	6	26

**APÊNDICE C – ADERÊNCIA DAS EMPRESAS DE 2009.**

ITEM	BHG				BMF&BOVESPA				BR MALLS			
	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1		1		1		1		1	
2	1		1		1		1		1		1	
3				0	1		1			0	1	
4	1		1		1		1		1		1	
5				0	1		1			0	1	
6				0	1		1			0	1	
7				0				0				0
8	1		1		1		1			0	1	
9				0		0	1			0	1	
10				0	1		1			0	1	
11	1		1		1		1			0	1	
12	1		1			0	1		1		1	
13	1		1		1		1		1		1	
14	1		1		1		1		1		1	
15	1		1			0	1		1		1	
16		0	1			0	1			0	1	
17				0				0				0
18				0				0				0
19				0				0				0
20				0				0				0
21				0				0				0
22				0				0				0
23				0				0				0
24				0				0				0
25				0				0				0
26				0				0				0
27				0				0				0
28	1		1		1		1		1		1	
29	1		1		1		1		1		1	
30				0				0				0
31				0				0				0
32				0		0	1					0
TOTAL	11	1	12	20	13	5	18	14	9	8	17	15

continua







continuação

ITEM	GOL			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1	
2	1		1	
3	1		1	
4	1		1	
5	1		1	
6	1		1	
7				0
8	1		1	
9	1		1	
10		0	1	
11		0	1	
12	1		1	
13	1		1	
14	1		1	
15	1		1	
16		0	1	
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28	1		1	
29	1		1	
30				0
31				0
32				0
TOTAL	14	3	17	15

GVT			
SIM	NÃO	SIM	N.A
1		1	
1		1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
1		1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
			0
			0
			0
			0
			0
1		1	
1		1	
1		1	
	0	1	
			0
			0
1		1	
1		1	
			0
			0
			0
8	14	22	10

HYPERMARCAS			
SIM	NÃO	SIM	N.A
1		1	
1		1	
	0	1	
1		1	
			0
			0
			0
1		1	
	0	1	
			0
	0	1	
1		1	
1		1	
1		1	
	0	1	
	0	1	
			0
			0
			0
			0
			0
			0
			0
1		1	
1		1	
			0
			0
			0
9	5	14	18

continua









conclusão

ITEM	SÃO MARTINHO			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1				0
2				0
3				0
4				0
5				0
6				0
7				0
8				0
9				0
10				0
11				0
12				0
13				0
14				0
15				0
16				0
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28				0
29				0
30				0
31				0
32				0
TOTAL	0	0	0	32

ITEM	TARPON			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1	
2	1		1	
3		0	1	
4	1		1	
5	1		1	
6		0	1	
7				0
8	1		1	
9		0	1	
10		0	1	
11	1		1	
12	1		1	
13	1		1	
14		0	1	
15	1		1	
16		0	1	
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28	1		1	
29	1		1	
30				0
31				0
32				0
TOTAL	11	6	17	15

ITEM	VALE			
	SIM	NÃO	SIM	N.A
1	1		1	
2	1		1	
3				0
4				0
5				0
6				0
7				0
8				0
9				0
10				0
11				0
12	1		1	
13				0
14				0
15				0
16				0
17				0
18				0
19				0
20				0
21				0
22				0
23				0
24				0
25				0
26				0
27				0
28	1		1	
29				0
30	1		1	
31	1		1	
32				0
TOTAL	6	0	6	26

## APÊNDICE D – RESUMO DA ESTATÍSTICA

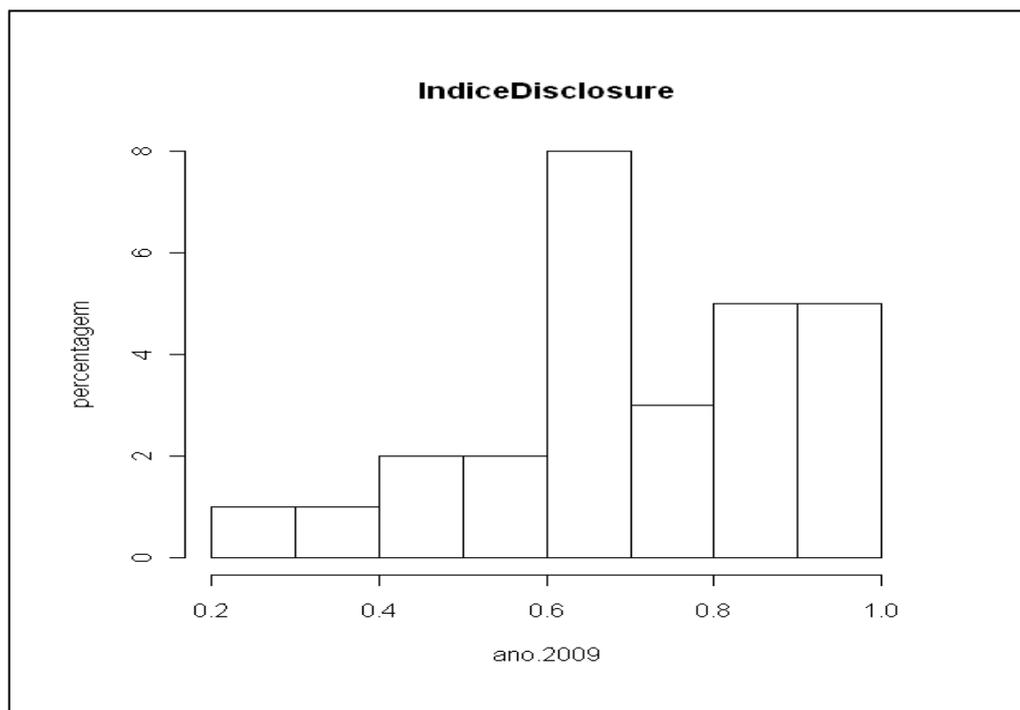
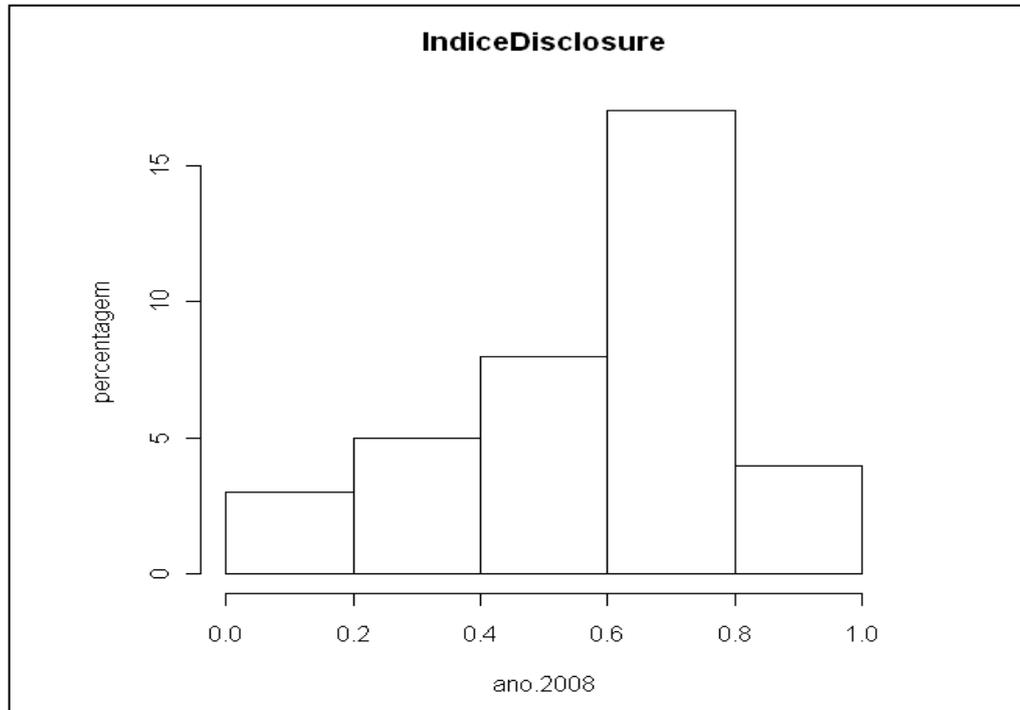
### SAÍDAS DO SOFTWARE – CRAN “R”

#### 1. Estatística Descritiva:

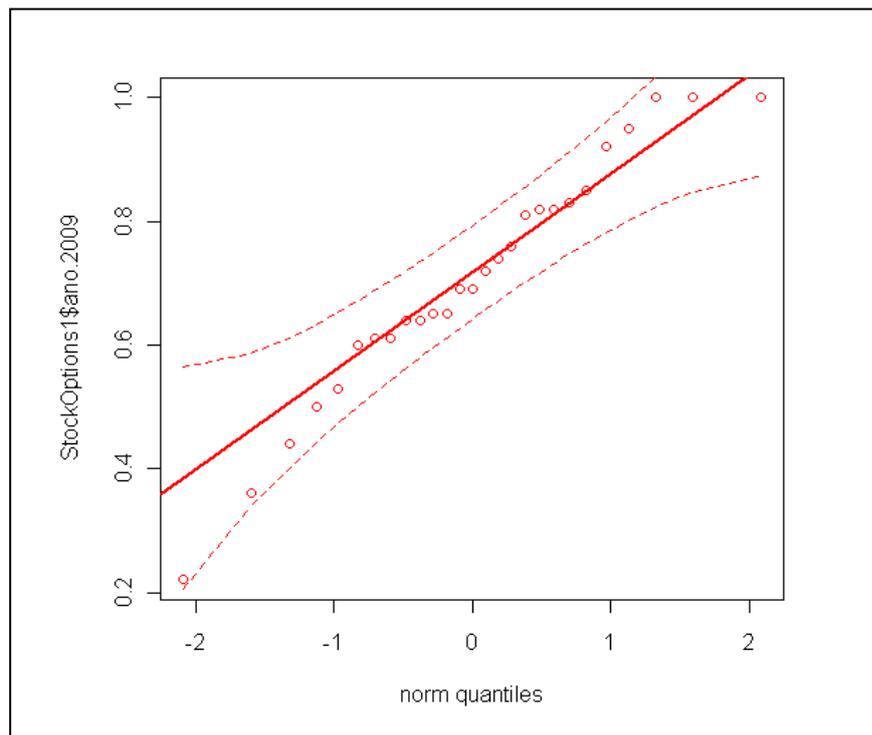
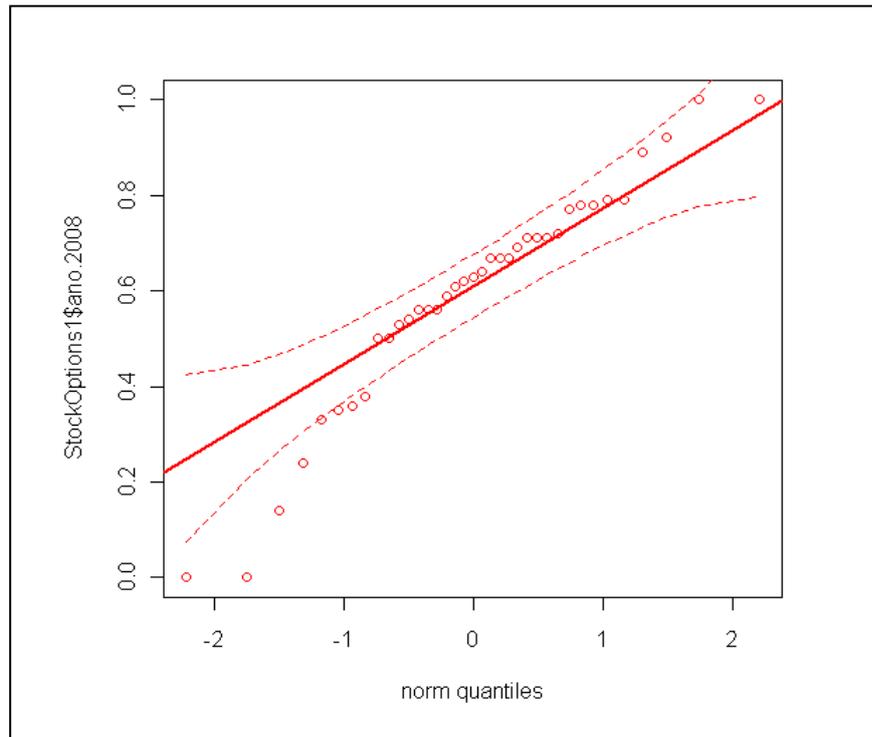
ano.2008									
Min.	:0.0000	Max.	:1.0000						
Mean	:0.5922	Median	:0.6300						
1st Qu.	:0.5000	3rd Qu.	:0.7200						
mean	sd	0%	25%	50%	75%	100%	n	NA	
ano.2008	0.5921622	0.2405218	0.00	0.50	0.63	0.720	1	37	0

ano.2009									
Min.	:0.2200	Max.	:1.0000						
Mean	:0.7056	Median	:0.6900						
1st Qu.	:0.6100	3rd Qu.	:0.8250						
mean	sd	0%	25%	50%	75%	100%	n	NA	
ano.2009	0.7055556	0.1948438	0.22	0.61	0.69	0.825	1	27	10

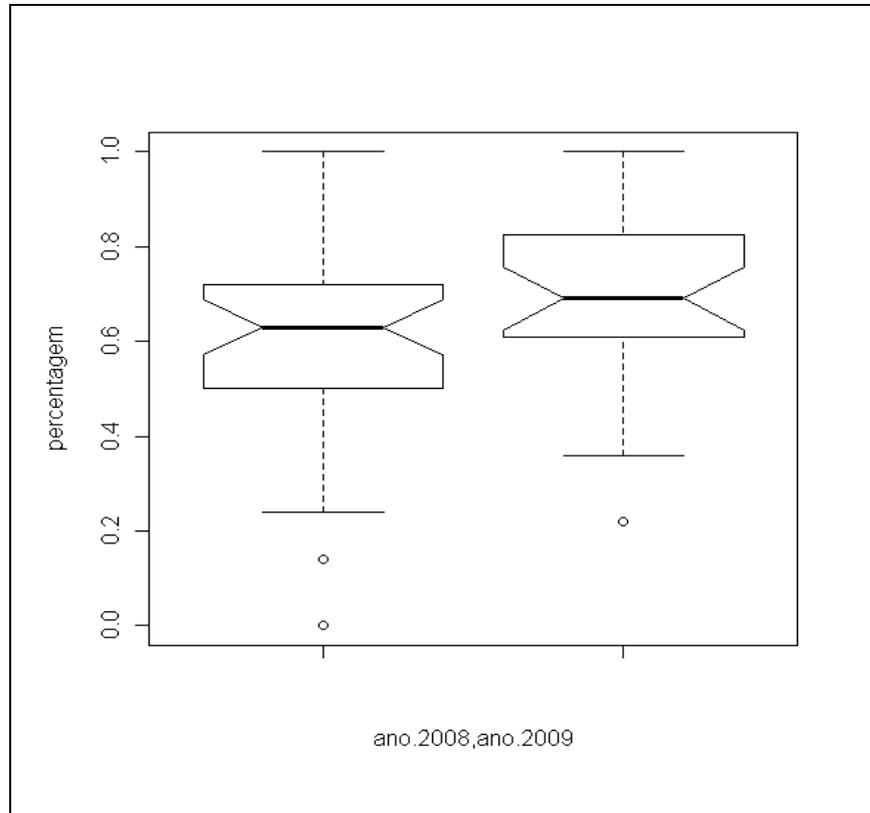
## 2. Histogramas dos Índices de Aderência do *Disclosure* dos anos de 2008 e 2009:



3. Quadros de apoio para análise da normalidade Q-Q Plot para nos anos de 2008 e 2009.



**4. Gráficos BoxPlot dos anos de 2008 e 2009, visualização da diferença de médias e dos outliers, que não foram retirados para não distorcer a análise:**



**4. Resultados dos testes paramétricos:**

**4.1 – Teste de Normalidade:**

Lilliefors (Kolmogorov-Smirnov) normality test

data: StockOptions1\$ano.2009

D = 0.1088, p-value = 0.5664

Lilliefors (Kolmogorov-Smirnov) normality test

data: StockOptions1\$ano.2008

D = 0.1346, p-value = 0.0884

#### 4.2 – Teste de Homogeneidade:

modified robust Brown-Forsythe Levene-type test based on the absolute  
deviations from the median

data: StockOptions1\$ano.2009

Test Statistic = 0.8569, p-value = 0.6314

#### 4.3 – Teste t- student:

Welch Two Sample t-test

data: StockOptions1\$ano.2009 and StockOptions1\$ano.2008

t = 2.0808, df = 61.263, p-value = 0.04164

alternative hypothesis: true difference in means is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.004435068 0.222351719

sample estimates:

mean of x mean of y

0.7055556 0.592162