

A utilização de incentivos como forma de alinhamento de interesses na relação principal-agente: uma análise das maiores empresas de capital aberto por valor de mercado

Luciana Alves Rodrigues (UFMG) - luhits@yahoo.com.br

Resumo:

A teoria da agência consiste em estudar a relação contratual na qual os agentes possuem interesses conflitantes com os do principal e colocam seus interesses pessoais em primeiro plano, gerando o conflito de agência. Nesse sentido, os mecanismos de governança surgem para reduzir os impactos desse conflito. São dados incentivos aos gerentes de forma que, quanto mais eles desempenharem suas funções no sentido do interesse da empresa, mais receberão em contrapartida. Por meio de uma pesquisa descritiva, bibliográfica e documental e utilizando de análise de conteúdo das informações contidas no Relatório da Administração e nas Notas Explicativas, o objetivo do presente estudo é identificar quais as principais formas de incentivo oferecidas aos agentes pelas 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores 2008. Como resultado, concluiu-se que existe preocupação por parte das companhias analisadas em utilizar mecanismos de incentivo que visam alinhar os interesses dos executivos (agente) aos interesses dos acionistas (principal), sendo que os mecanismos mais utilizados (divulgados) são a participação nos lucros ou resultados e os planos de previdência privada, presentes em 76,67% e 96,67% das companhias, respectivamente. No entanto, nota-se uma pequena utilização (divulgação), por parte das companhias analisadas, das políticas de remuneração variável (23,33%) e dos planos de opção de compra ou concessão de ações (36,67%).

Palavras-chave: Teoria da Agência, Conflito de Interesses, Incentivos.

Área temática: Controladoria

A utilização de incentivos como forma de alinhamento de interesses na relação principal-agente: uma análise das maiores empresas de capital aberto por valor de mercado

Resumo

A teoria da agência consiste em estudar a relação contratual na qual os agentes possuem interesses conflitantes com os do principal e colocam seus interesses pessoais em primeiro plano, gerando o conflito de agência. Nesse sentido, os mecanismos de governança surgem para reduzir os impactos desse conflito. São dados incentivos aos gerentes de forma que, quanto mais eles desempenharem suas funções no sentido do interesse da empresa, mais receberão em contrapartida. Por meio de uma pesquisa descritiva, bibliográfica e documental e utilizando de análise de conteúdo das informações contidas no Relatório da Administração e nas Notas Explicativas, o objetivo do presente estudo é identificar quais as principais formas de incentivo oferecidas aos agentes pelas 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores 2008. Como resultado, concluiu-se que existe preocupação por parte das companhias analisadas em utilizar mecanismos de incentivo que visam alinhar os interesses dos executivos (agente) aos interesses dos acionistas (principal), sendo que os mecanismos mais utilizados (divulgados) são a participação nos lucros ou resultados e os planos de previdência privada, presentes em 76,67% e 96,67% das companhias, respectivamente. No entanto, nota-se uma pequena utilização (divulgação), por parte das companhias analisadas, das políticas de remuneração variável (23,33%) e dos planos de opção de compra ou concessão de ações (36,67%).

Palavras-chave: Teoria da Agência, Conflito de Interesses, Incentivos.

Área Temática: Controladoria

1 Introdução

Na concepção clássica, a Teoria da Agência demonstra a existência nas organizações de uma evidente separação entre a propriedade e o controle dos recursos disponíveis. Desta separação surgem pontos de controvérsia chamados conflitos de agência, gerados por dois sujeitos, sendo eles o principal e o agente. O primeiro é o proprietário dos recursos e não os administra. Para a função do gestor, o principal contrata outro, o 'agente', e para ele delega sua autoridade e responsabilidade no negócio. O agente deverá tomar decisões e controlar o negócio conforme os interesses do principal. Os conflitos surgem quando o contrato firmado entre o principal e o agente passa a não ser cumprido plenamente, ou seja, quando os interesses particulares do agente prevalecem sobre os interesses do principal. A administração tende a não ser mais em função da vontade do principal, e sim aos seus próprios interesses (NUNES, 2008).

A partir das condições mencionadas, pode-se dizer que a literatura do principal-agente volta-se para a análise de como um indivíduo (o principal) estabelece um sistema de compensação (contrato) que motive outro indivíduo (o agente) a agir de acordo com o interesse do principal (SIFFERT FILHO, 1996 p.29).

Lopes (2004) salienta que é importante caracterizar a teoria contratual dentro de um contexto de governança corporativa. Para o autor, a empresa é vista como um conjunto de contratos entre os diversos *players*, e o funcionamento adequado da empresa depende do

equilíbrio contratual estabelecido. Segundo Jensen (2001) *apud*. Silveira (2002), a visão contratual se baseia na idéia de que a firma é um nexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital.

Para Shleifer e Vishny (1997) *apud*. Pereira e Vilaschi (2006), os acionistas precisam fazer com que os executivos assinem e cumpram contratos que possam garantir a boa gestão dos recursos, bem como a forma como esses recursos voltarão para as mãos dos acionistas. Desta maneira, a melhor forma disso acontecer é através de assinatura de um contrato onde todas as regras do jogo estejam claras e que elas possam proteger os acionistas. Contudo, o problema é que em gestão empresarial é muito difícil prever com precisão as contingências futuras da empresa e, como resultado, um contrato aparentemente completo tende a ser tecnicamente inviável.

Silveira (2002) afirma que devido a este problema na elaboração dos contratos, os investidores e gestores têm que alocar os direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não previstas nos contratos. Segundo Jensen e Meckling (1976) *apud*. Silveira (2002), uma solução parcial para o problema do direito residual de controle dos executivos é conceder aos gestores um incentivo *ex ante* de longo prazo que alinhe os interesses dos executivos ao dos investidores. Fama (1980) *apud*. Silveira (2002) demonstra que os contratos de incentivo podem assumir uma variedade de formas, incluindo distribuição de propriedade, opções para compra de ações ou ameaça de demissão se o desempenho for ruim.

Nesse sentido, o presente artigo tem como objetivo identificar quais as principais formas de incentivo oferecidas aos agentes pelas 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores 2008.

O estudo pode ser justificado pela identificação da necessidade de utilização de incentivos em ambientes cada vez mais competitivos, como forma de alinhar e convergir os interesses dos agentes aos interesses do principal, a fim de melhorar o desempenho da organização.

O artigo está estruturado da seguinte forma: na próxima seção é apresentada a revisão da literatura acerca do referencial teórico utilizado. A seção 3 detalha a metodologia utilizada na pesquisa. Nas seções 4 e 5 são apresentadas, respectivamente, as análises dos resultados e as conclusões do estudo.

2 Referencial teórico

2.1 Teoria da Agência

Para Jensen & Meckling (1976) *apud*. Oliveira *et al.* (2008), a teoria da agência consiste na relação contratual na qual o principal encarrega o agente de prestar algum serviço em seu benefício, delegando certos poderes de decisão. Como ambas as partes são maximizadoras da utilidade, há razões para crer que existam situações nas quais os interesses sejam divergentes.

Esta teoria busca explicar a relação entre dois ou mais indivíduos. Segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p.139), “um desses dois indivíduos é um agente do outro, chamado de principal – daí o nome de teoria de agency. O agente compromete-se a realizar certas tarefas para o principal; o principal compromete-se a remunerar o agente”.

De acordo com Siffert Filho (1996), nas relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e um outro (agente), que são bastante frequentes no sistema econômico e que são o alvo analítico da teoria da agência, três condições necessárias se fazem presentes:

- a) o agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados. Uma relação muito comum é aquela em que os sócios de uma grande empresa transferem a outra pessoa, a administração dos negócios. Este último é quem,

efetivamente, detém o controle sobre os ativos financeiros que compõem o somatório dos recursos da empresa, podendo empregá-los de distintas maneiras, até mesmo se apropriando indevidamente de parte deste montante ou, simplesmente, não o aplicando de forma a maximizar o lucro dos sócios.

- b) a ação dos agentes afeta não apenas seu próprio bem-estar, mas também o do principal, seja pelo aumento ou redução dos recursos financeiros disponíveis, aumentando o capital de giro com endividamento desnecessário, por exemplo, afetando o desempenho da organização; e
- c) as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes. Não é possível ao principal monitorar todos os passos do agente, tampouco identificar seu grau de compromisso em trabalhar diligentemente para maximizar o bem estar do principal.

Ressalta-se que o reconhecimento da teoria da agência pela expressão principal-agente não se restringe à noção de que o principal é o proprietário ou acionista e que o agente é o administrador ou gerente. Essa noção, principal-agente, é de caráter amplo e refere-se a diferentes relações que se estabelecem entre os diversos atores no ambiente inter ou intra-empresarial ou em qualquer outro ambiente de relações humanas (BRISOLA, 2004).

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999, p. 139), o principal detém algumas prerrogativas importantes, como: a) o avaliador de informação; b) quem exerce a opção de escolha do sistema de informação; c) o determinador da função utilidade essencial, ou seja, julgar o que é útil. Aos agentes atribuem-se compromissos e obrigações assumidos em nome do principal. E, por seu desempenho na solução dos problemas a favor do principal, recebe deste, uma remuneração. Os compromissos a serem assumidos pelo agente normalmente envolvem: a) tomar decisões em nome do principal; b) garantir a execução (ação) em benefício das partes; c) respeitar e considerar a função utilidade do principal sempre que possível.

Lambert (1984) *apud*. Mendes e Rodrigues (2007) utilizou a teoria de agência para construir um modelo econômico simples capaz de descrever a relação entre acionista (principal) e gestor (agente). Na sua análise, o principal e o gestor são considerados como partes racionais que vão agir no seu próprio interesse. O gestor escolherá as ações que maximizem a sua própria utilidade e o principal pode prever que ações o gestor escolherá em resposta a um plano de remuneração particular e terá isso em consideração quando decidir qual o contrato de remuneração será proposto ao gestor. O seu modelo mostra que o gestor é favorável ao alinhamento dos resultados, pois, tendo em conta as cláusulas do seu contrato de remuneração, tais práticas maximizam a sua utilidade.

Destaca-se que a teoria da agência proporciona uma estrutura que visa analisar relações contratuais e as questões que as mesmas colocam no seio de uma empresa. Sendo assim, a estrutura da teoria da agência assenta no conceito de relação de agência, ou seja, um contrato através do qual uma ou mais pessoas (principal), exigem a outra pessoa (agente) desempenhar algum serviço de interesse do principal, o qual envolve a delegação de alguma autoridade no processo de tomada de decisão do principal para o agente (ROSS, 1973 *apud*. OLIVEIRA *et al.*, 2008).

Além de diagnosticar a natureza dos problemas existentes no bojo das relações contratuais, a teoria da agência vai mais além, sugerindo e propondo mecanismos de como assegurar a construção de contratos que sejam o mais eficiente possível para a solução de problemas (BRISOLA, 2004).

2.2 Conflito de agência

O conflito de agência nasce da divergência entre principal e agente, pois de acordo com Lopes e Martins (2007, p. 35) “os interesses dos acionistas são bastante diferentes dos interesses dos administradores da empresa e das outras classes de participantes. Cada grupo de interessados na empresa possui uma classe distinta de aspirações”.

O trabalho fundamental de Berle e Means (1932) *apud*. Lopes (2004), lança as bases fundamentais para o entendimento do conflito de agência entre o acionista (principal) e o executivo (agente), destacando que o acionista deve se cercar do maior número possível de instrumentos para evitar que seja expropriado pelo executivo através de simples roubo de ativos ou outras formas mais sofisticadas de extravio de recursos.

Segundo Nossa *et al.* (2000) os administradores de uma empresa (agentes) podem adotar políticas operacionais, financeiras ou de investimentos que melhor ajustem às suas preferências de tempo e de risco ao invés daquelas dos acionistas. Ou seja, podem tomar decisões que levem a resultados diferentes daqueles que os acionistas gostariam.

Diversos são os problemas de agenciamento que geralmente surgem entre principal e agente. Byrd *et alii*, (1998, p.14) *apud*. Nossa *et al.* (2000) apresentam como principais os seguintes:

- a) problema de esforço - quando os administradores das empresas (agentes) são empregados assalariados, geralmente surge o problema de agenciamento por esforço (melhor dizendo: falta de esforço). O agente tende a defender primeiramente seus interesses pessoais. Se, além do salário, possui algum incentivo, como participação nos resultados, participação acionária, bônus etc., tendem a priorizar também os objetivos dos acionistas, uma vez que estes convergem com suas metas pessoais;
- b) problema de horizonte - acionistas e administradores possuem diferentes horizontes de tempo. Supõe-se que a firma tem vida infinita e os acionistas consideram o valor da firma como uma série infinita de fluxos de caixa. Já os administradores limitam-se em grande parte aos fluxos de caixa gerados durante os seus empregos, assim dificilmente descontam os fluxos de caixa que são prováveis acontecer depois que eles deixem a firma;
- c) problema de diferentes preferências de risco - os administradores podem escolher políticas de financiamento e de investimentos que reduzem o risco total ao qual a empresa está sujeita. Por exemplo, ao invés de apostar pesado em novos produtos, novos mercados e tecnologia, o gestor pode escolher um caminho de menor risco, expandindo uma linha de produtos existente que utiliza tecnologias e vendas em um mercado conhecido. Renunciar projetos potencialmente muito lucrativos reduz a expectativa de riqueza dos acionistas, mas aumenta a expectativa de riqueza dos administradores;
- d) problema de utilização dos ativos - para atrair ou manter administradores talentosos as empresas oferecem algumas vantagens ou mordomias, tais como: carros da empresa, participação em clubes de recreação, sofisticados ambientes de trabalho etc. Os gestores também podem fazer investimentos improdutivos para aumentar suas compensações e/ou prestígio. Nessas situações, principalmente com o uso excessivo desses ativos da empresa pelos agentes, pode gerar um conflito de agência.

De acordo com Lopes (2004), verifica-se que os conflitos de agência permeiam a atividade das organizações modernas de forma profunda. Afirma o autor, que não se pode ambicionar a um estudo sério das organizações modernas sem a consideração desse fator.

2.3 Teoria de contratos

As imperfeições do ambiente informacional e a racionalidade limitada dos agentes econômicos dão origem aos contratos, que por sua vez, ajudam estabelecer mecanismos de rotina e autoridade. A função dos contratos pode ser entendida como a de regular a relação, compreendida por direitos e deveres, entre as partes envolvidas (NOSSA *et al.*, 2000). Segundo Neves (1995, p.19) “um contrato é um acordo pelo qual os agentes se obrigam uns aos outros a ceder ou se apropriar, tomando ou não certas decisões, ocorrendo trocas de direitos de propriedade”.

A principal função de um contrato é coordenar as atividades do sistema a que se refere. De acordo com Brisola (2004), os contratos que regulam as relações entre as partes podem ser formais (explícitos) ou informais (implícitos). É formal quando os direitos e deveres principais e acessórios são expressos e declarados em contrato escrito e assinado pelas partes, como um contrato de trabalho, um contrato de compra e venda, etc. É informal quando as relações são orientadas por usos e costumes que sustentam e dão legitimidade às ações praticadas entre as partes relacionadas, tais como gerentes e empregados, empregados e clientes, etc.

O funcionamento adequado da empresa depende do equilíbrio contratual estabelecido. Se uma das partes não está satisfeita com os termos de seu contrato, ou com sua execução, as atividades da empresa podem ser prejudicadas e até mesmo interrompidas. Assim, pode-se perceber que é fundamental que os contratos sejam exercidos da forma mais harmônica possível (OLIVEIRA *et al.*, 2008).

De acordo com Lopes e Martins (2007), alguns problemas surgem na prática a respeito da execução e imposição dos contratos e destaca duas situações que podem ser encontradas e que servem para caracterizar os problemas que a imposição dos contratos pode enfrentar na prática:

- a) informação imperfeita: refere-se à situação na qual as regras do jogo são bastante claras e todos as conhecem, no entanto, os agentes não conhecem as ações dos outros agentes;
- b) informação incompleta: refere-se à situação na qual nem mesmo as regras do jogo estão totalmente claras.

Voltando a contabilidade para a abordagem da teoria dos contratos, esta desempenha importante papel dentro da teoria contratual da firma, que de acordo com Sunder (1997) *apud*. Lopes e Martins (2007), possui cinco funções na coordenação dos vários contratos existentes entre os agentes ligados à empresa:

- a) mensurar a contribuição de cada um dos participantes nos contratos;
- b) mensurar a fatia a que cada um dos participantes tem direito no resultado da empresa;
- c) informar os participantes a respeito do grau de sucesso no cumprimento dos contratos;
- d) distribuir informação para todos os potenciais participantes em contratos com a empresa para manter a liquidez dos seus fatores de produção;
- e) distribuir algumas informações como conhecimento comum para reduzir o custo da negociação dos contratos.

Ressalta-se que os contratos ou acordos representam a linguagem da contabilidade positiva. Independentemente de quem esteja no papel de principal e/ou agente nas relações empresariais, não se pode negar a relevante contribuição trazida pela contabilidade na regulação dos contratos e acordos estabelecidos e, também, como suporte às decisões que

serão tomadas pelas partes envolvidas. Cumpre, assim, reconhecer que a contabilidade atende primordialmente dois momentos distintos da teoria de agência (BRISOLA, 2004):

- a) pré-decisório - neste momento, a contabilidade tem como papel fundamental fornecer informações capazes de agregar valor às decisões tomadas; e
- b) pós-decisório - aqui o papel fundamental da contabilidade é o de custódia, isto é, ela deverá garantir às partes interessadas a evidenciação do uso dos recursos para consecução dos objetivos propostos e o retorno esperado de acordo com os contratos vigentes.

Destaca-se que os sistemas de controle gerencial devem contribuir para que os contratos entre os gestores e a firma sejam harmônicos, sem que seja necessária a medição direta da contribuição de cada gestor. Além disso, a contabilidade precisa se adaptar a cada grupo de interesses para que possa fornecer informações úteis, mesmo que não atenda a todos os interesses individuais (BRISOLA, 2004).

2.4 A teoria da agência e dos contratos na governança corporativa

Segundo Pereira e Vilaschi (2006), o conflito de agência e a assimetria informacional aparecem como principais motivadores para a existência de governança corporativa em várias partes do mundo.

O conflito de agência surge quando os agentes ligados à empresa possuem interesses conflitantes, e colocam seus interesses pessoais em primeiro plano, prejudicando, desta forma, o andamento da organização. Neste sentido, os mecanismos de governança surgem para reduzir o impacto do conflito de agência. Como exemplo, podemos citar os mecanismos de controle gerencial, que contribuem para que uma empresa formada por *players* com interesses diversos possa obter sucesso através da coordenação desses diversos interesses (LOPES, 2004).

Em relação à assimetria informacional, Lustosa (2004), cita a possibilidade de fraudes contábeis, empréstimos questionáveis para administradores e evasão fiscal. No Brasil, onde a estrutura de controle é bastante concentrada, o funcionamento do mercado de capitais se baseia na relação entre os acionistas controladores (*insiders*) e os minoritários (*outsiders*). Como o nome já sugere, enquanto o *insider* tem profundo conhecimento das oportunidades e especificidades associadas ao seu negócio, decisões tomadas pelos *outsiders* estão baseadas na pouca informação disponibilizada pelo *insider*. Como conseqüências desta assimetria informacional, ocorrem dois tipos de problema: seleção adversa (*adverse selection*) e risco moral (*moral hazard*).

Ainda segundo Lustosa (2004) “a seleção adversa pode ser evitada quando as empresas divulgam, voluntariamente ou por determinação do investidor, informações adicionais que permitam classificá-las conforme o risco, ou seja, a probabilidade de ocorrência de fraudes ou default”.

As boas regras de governança corporativa visam justamente diminuir o risco de abuso de poder por parte de executivos ou dos controladores. Para tanto, é necessário um conjunto de medidas que tentem aproximar os interesses dos *insiders* e *outsiders*, reforçando mecanismos que garantam equidade, transparência e *accountability* (LUSTOSA, 2004).

Lopes (2004) ressalta que os mecanismos de governança nascem da necessidade de medidas para motivar e coordenar as atividades das pessoas. Em um mercado competitivo, o sistema de preços forçaria as empresas a adotarem as medidas organizacionais mais eficientes. Como este tipo de mercado não ocorre freqüentemente na prática, mecanismos de governança alternativos devem ser adotados para evitar que os acionistas sejam expropriados de seus recursos pelos administradores. Nesse sentido, salienta que é importante caracterizar a teoria contratual dentro de um contexto de governança corporativa. Para o autor, a empresa é vista

como um conjunto de contratos entre os diversos players, e o funcionamento adequado da empresa depende do equilíbrio contratual estabelecido. Segundo Jensen (2001) *apud*. Silveira (2002), a visão contratual se baseia na idéia de que a firma é um nexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital.

Para Shleifer e Vishny (1997) *apud*. Pereira e Vilaschi (2006), os acionistas precisam fazer com que os executivos assinem e cumpram contratos que possam garantir a boa gestão dos recursos, bem como a forma como esses recursos voltarão para as mãos dos acionistas. Desta maneira, a melhor forma disso acontecer é através de assinatura de um contrato onde todas as regras do jogo estejam claras e que elas possam proteger os acionistas. Contudo, o problema é que em gestão empresarial é muito difícil prever com precisão as contingências futuras da empresa e, como resultado, um contrato aparentemente completo tende a ser tecnicamente inviável.

Silveira (2002) afirma que devido a este problema na elaboração dos contratos, os investidores e gestores tem que alocar os direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não previstas nos contratos.

Segundo Jensen e Meckling (1976) *apud*. Silveira (2002), uma solução parcial para o problema do direito residual de controle dos executivos é conceder aos gestores um incentivo ex ante de longo prazo que alinhe os interesses dos executivos ao dos investidores. Fama (1980) *apud*. Silveira (2002) demonstra que os contratos de incentivo podem assumir uma variedade de formas, incluindo distribuição de propriedade, opções para compra de ações ou ameaça de demissão se o desempenho for ruim.

2.5 Incentivos

Atualmente, uma das formas utilizadas em tornar as empresas mais competitivas, com maior excelência nos seus processos, está na preocupação com seus funcionários, explicitada dentre outras formas, pela remuneração. Melhor remuneração tende a gerar bem estar, motivação ao alcance de objetivos corporativos e maior comprometimento com o negócio (NUNES, 2008).

Segundo Cardoso *et al.* (2007) incentivos são dados aos gerentes de forma que, quanto mais eles desempenharem suas funções no sentido do interesse da empresa, mais receberão em contrapartida. Nesse sentido, os incentivos estão vinculados à compensação dos gerentes ao desempenho empresarial.

A adoção de formas de remuneração vinculadas ao desempenho ou remuneração variável está crescendo em todo o mundo. Uma das principais razões para a utilização da remuneração variável é vincular a recompensa ao esforço realizado para conseguir determinado resultado. A política de remuneração variável de uma organização é um conjunto de diferentes formas de recompensa que se complementam e buscam alinhar atitudes e comportamentos com os objetivos organizacionais (WOOD JR e PICARELLI FILHO, 2004). Marquart *et al.* (2008) afirmam que, de uma forma geral, o objetivo da remuneração variável é alinhar e convergir os esforços da organização para melhorar seu desempenho.

As alternativas de remuneração variável podem ser classificadas em dois grandes grupos: a remuneração variável de curto prazo e a remuneração variável de longo prazo. A remuneração variável de curto prazo é um incentivo relacionado ao atingimento de resultados em um determinado período, limitado a um ano fiscal. Pode assumir a forma de comissionamento para a área de vendas, bônus executivo, programas ou planos de participação nos lucros e/ou nos resultados, bônus para *key people* e incentivos por projetos. A remuneração variável de longo prazo é um incentivo relacionado ao atingimento de objetivos que garantam a perenidade do negocio, a valorização da empresa e a retenção de profissionais. Pode assumir a forma de bônus com pagamentos de longo prazo e participação acionária (WOOD JR e PICARELLI FILHO, 2004).

Segundo Weston & Brigham (2000), nas décadas de 1950 e 1960 a maioria dos sistemas de incentivos baseados em desempenho utilizavam opções de compra de ações executivas. Este mecanismo permitiu que os gerentes adquirissem um número de opções a preços específicos, estabelecidos em função dos resultados. As opções de ações são dadas em um certo momento do futuro. Como o valor das opções está vinculado diretamente ao preço das ações, esperava-se que a concessão das opções fosse um incentivo para que os gerentes que adquirissem tais ações trabalhassem de forma a maximizar seus preços. Então, o valor das opções seria tão lucrativo quanto maior fosse o sucesso alcançado pelo gerente.

Segundo Nossa *et al.* (2000), vários são os mecanismos existentes que podem ajudar no alinhamento das relações entre o principal e o agente e, conseqüentemente, minimizar os custos de agenciamento. Byrd *et al.* (1998) *apud.* Nossa *et al.* (2000) apresentam alguns desses mecanismos de controle e incentivos:

- a) Participação acionária: aumentar o montante de ações possuídas pelos administradores é o método mais direto para alinhar os interesses dos gerentes com os dos acionistas, uma vez que um administrador que possui grande número de ações da empresa que gerencia, sofre as conseqüências, bem como colhe as recompensas das atitudes gerenciais que destroem ou criam valor para o acionista.
- b) Compensação: contratos de compensações são mecanismos fundamentais para alinhar os interesses entre principal e agentes. Os autores supramencionados apontam três componentes principais de planos de compensação que podem ser utilizados para reduzir os problemas de agenciamento e automaticamente os seus custos: salário, plano de bônus baseados na contabilidade e concessão de ações da empresa. O salário ligado a um sistema de avaliação de desempenho pode ser um importante instrumento de incentivo no comportamento dos gestores nos seus processos de tomada de decisões que agreguem valor ao acionista. Planos de bônus baseado na contabilidade são incentivos ligados a medida de desempenho baseada na contabilidade, tais como aumento do lucro por ação. Esses bônus são repassados aos administradores na forma de dinheiro, ações ou uma combinação de dinheiro e ações da firma que estão gerenciando. Opção e concessão de ações da empresa é um tipo de incentivo que permite aos administradores comprarem ações ao preço de mercado fixado à época da concessão.
- c) Diretoria: a diretoria de uma empresa é indicada como a representação dos interesses dos acionistas. A escolha pode recair sobre funcionários de carreira da firma ou selecionado no mercado de trabalho fora da organização.
- d) Mercado de trabalho dos gerentes: o desempenho atual e passado dos administradores pode influenciar em futuras contratações por outras empresas. Preocupado com essa situação o administrador procura se abster de um comportamento pautado nos interesses próprios às custas de acionistas, o que pode ser um ponto positivo na redução dos custos de agenciamento.
- e) Controle da empresa pelo mercado: segundo os autores supracitados, muitas teorias descrevem que a aquisição de uma empresa por outra ajuda a diminuir os conflitos de agencia quando a estrutura de gestão interna da empresa falha. O fato de acontecer uma mudança de propriedade na empresa ajuda a reduzir a inércia contra a necessária mudança organizacional. Conseqüentemente contribui com a minimização dos custos de agenciamento. Esta situação de aquisição da firma por outra empresa é mais difícil de acontecer quando o administrador possui grandes quantidades de ações da organização na qual trabalha.
- f) Grandes acionistas e investidores ativistas: os custos de agenciamento podem ser diminuídos quando a empresa possui grandes acionistas que se propõem a

monitorar o desempenho da empresa. Os investidores institucionais podem ser um exemplo dessa situação, uma vez que, na maioria dos casos, detém grandes participações em várias companhias e possuem pessoas especializadas trabalhando na avaliação da performance das empresas. Como são várias organizações os custos são diluídos.

- g) Dívidas e dividendos: o pagamento de juros sobre as dívidas à terceiros podem absorver fluxos excedentes de caixa que as empresas poderiam estar tentadas a gastar com a utilização improdutivo de ativos. Nesse ponto, o credor passa a ser caracterizado como principal, juntamente com os acionistas, no sentido de monitorar o agente (os administradores). O pagamento de dividendos também pode ser um minimizador dos custos de agenciamento, uma vez que, ao distribuí-los a empresa fica com menos recursos gerados internamente, apertando assim, o fluxo de caixa. Nesse sentido, os administradores ficam menos tentados a gastar em benefícios próprios.

3 Procedimentos metodológicos

Quanto aos objetivos, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, uma vez que através da análise do Relatório da Administração e Notas Explicativas buscou-se descrever os principais mecanismos de incentivo utilizados pelas 30 maiores empresas de capital aberto classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores de 2008. Segundo Andrade (2006), na pesquisa descritiva os fatos são registrados, analisados, classificados e interpretados, sem a interferência do pesquisador, ou seja, procura-se descobrir a frequência com que um fato ocorre, sua natureza, características, causas, relações com outros fatos.

As estratégias de pesquisa utilizadas foram bibliográfica e documental. Foi realizada uma ampla revisão bibliográfica a qual contemplou livros, artigos de revistas científicas, teses, dissertações e anais de congressos acadêmicos das áreas de finanças, contabilidade, administração, gestão organizacional, entre outras. Como fontes documentais foram utilizados o Relatório da Administração e as Notas Explicativas publicados pelas empresas constantes da amostra.

Para Martins e Theóphilo (2007), a pesquisa bibliográfica tem como finalidade principal explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas. Além disso, possibilita a análise sobre as contribuições apresentadas a esse assunto, tema ou problema. Moreira (2004) destaca que a pesquisa bibliográfica pode ser realizada independentemente – análise teórica – ou como parte de um trabalho – apresentação do referencial teórico (revisão da literatura). Nesse segundo caso, a seção de revisão da literatura tem a finalidade de apresentar uma análise de estudos de pesquisa recentes (ou historicamente importantes) como base para o estudo proposto. Similarmente à pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental consiste em uma abordagem de apoio às diversas pesquisas. O que difere essencialmente a pesquisa bibliográfica e documental é a natureza das fontes (GIL, 2002).

Na primeira etapa, realizou-se uma revisão bibliográfica sobre estudos acerca da teoria da agência, teoria dos contratos, governança corporativa e incentivos. O estudo bibliográfico mostrou que dado o possível conflito de interesses existente entre proprietário e executivos, o proprietário estabelece meios de direcionar as alternativas de ações a serem escolhidas pelos seus executivos e demais gerentes, para que sejam as que forneçam o crescimento do lucro econômico e do patrimônio da empresa. Dessa forma, incentivos são dados aos gerentes de forma que, quanto mais eles desempenharem suas funções no sentido do interesse da empresa, mais receberão em contrapartida (CARDOSO *et al.*, 2007).

Na segunda etapa da pesquisa, foram coletadas as Notas Explicativas e o Relatório da Administração das 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores 2008. As informações contidas no Relatório da Administração e nas Notas Explicativas foram avaliadas de forma qualitativa e submetidas à análise de conteúdo, a fim de se identificar os principais mecanismos de incentivo utilizados pelas empresas constantes da amostra. A Análise de Conteúdo, segundo Bardin (2002, p. 42), pode ser definida como um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores que possibilitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção destas mensagens. O processo de Análise de Conteúdo envolve três procedimentos seqüenciais: pré-análise; exploração do material e tratamento dos resultados, inferência e interpretação.

No procedimento de pré-análise, foram mapeadas todas as informações dispostas nas Notas Explicativas e Relatório da Administração em relação aos mecanismos de incentivo e benefícios a empregados. No segundo procedimento, exploração do material, foram identificados os principais mecanismos de incentivo utilizados pelas empresas analisadas como forma de alinhar os interesses dos executivos aos interesses dos acionistas. Por fim, no terceiro procedimento, tratamento dos resultados, inferência e interpretação, foi identificada a presença ou não das seguintes informações: política de remuneração variável; plano de opção de compra ou concessão de ações; participação nos lucros ou resultados; planos de previdência privada e remuneração vinculada ao desempenho ou cumprimento de metas.

A população-alvo do presente estudo é composta pelas 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores 2008. As empresas pesquisadas são apresentadas no Quadro 1.

Classificação	Empresa	Setor
1	Petrobrás	Energia
2	Vale	Mineração
3	Bradesco	Banco
4	Itaú Holding	Banco
5	Ambev	Bens de Consumo
6	Banco do Brasil	Banco
7	Unibanco	Banco
8	Itaúsa	Banco
9	CSN	Siderurgia e Metalurgia
10	Gerdau	Siderurgia e Metalurgia
11	Santander	Banco
12	Usiminas	Siderurgia e Metalurgia
13	Eletrobrás	Energia
14	Bovespa Holding	Serviços
15	Telefônica	Telecomunicações
16	BM&F	Serviços
17	Redecard	Serviços
18	Bradespar	Banco
19	CPFL Energia	Energia
20	Telemar	Telecomunicações
21	Cemig	Energia
22	Tim Participações	Telecomunicações
23	Vivo Participações	Telecomunicações

24	Weg	Bens de Capital
25	Embraer	Auto-indústria
26	Aracruz	Papel e Celulose
27	Souza Cruz	Bens de Consumo
28	ALL	Transporte
29	MMX Mineração	Mineração
30	Tractebel Energia	Energia

Quadro 1 – Relação das empresas analisadas (Fonte: adaptado Revista Exame Melhores e Maiores 2008)

Os dados foram obtidos no site da CVM, no qual foram baixadas as Notas Explicativas e o Relatório da Administração das 30 companhias constantes da amostra, referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2007.

4 Resultados e análise dos dados

Após a coleta das Notas Explicativas e Relatórios da Administração referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2007, foram especificados os itens que seriam analisados por meio de análise de conteúdo. A tabela 1, a seguir, resume os resultados da análise das informações evidenciadas pelas empresas acerca dos mecanismos de incentivo utilizados para alinhar os interesses dos executivos (agente) aos interesses dos acionistas (principal).

Tabela 1 – Mecanismos de incentivo utilizados pelas empresas analisadas

Informações analisadas	Política de remuneração variável	Plano de opção de compra ou concessão de ações	Participação nos lucros ou resultados	Planos de previdência privada	Remuneração vinculada ao desempenho e/ou cumprimento de metas
Percentual de Utilização	23,33%	36,67%	76,67%	96,67%	53,33%

Fonte: dados da pesquisa

Em relação à política de remuneração variável, nota-se que apenas 23,33% das empresas analisadas divulgaram a utilização de tal prática. Tal percentual corresponde a 7 das 30 empresas analisadas: Ambev, Santander, Telefônica, Vivo Participações, Embraer, ALL e Tractebel Energia. A justificativa da utilização da remuneração variável por parte das empresas é estimular o comprometimento de longo prazo dos executivos com os objetivos comuns da companhia.

No que tange ao plano de opção de compra ou concessão de ações, um dos mecanismos de incentivo de longo prazo mais citados na literatura, nota-se que o percentual de divulgação do mesmo é de 36,67%, o que corresponde a 11 empresas: Itaú Holding, Ambev, Unibanco, Guerdau, Santander, Bovespa Holding, BM&F, Redecard, Embraer, ALL e MMx Mineração. É importante ressaltar que destas 11 empresas apenas o Santander concedeu ações a seus funcionários, isto é, distribuiu 100 ações para todos os funcionários como comemoração do seu aniversário de 150 anos, no dia 6 de agosto de 2007, as demais empresas possuem planos de opção de compra de ações.

A divulgação do uso de participação nos lucros ou resultados foi constatada em 76,67% das empresas, ou seja, 23 das 30 companhias analisadas evidenciam nas Notas Explicativas e/ou Relatório da Administração a disponibilização para seus executivos tal benefício: Petrobrás, Vale, Bradesco, Itaú Holding, Ambev, Banco do Brasil, Unibanco, CSN,

Guerdau, Santander, Usiminas, Eletrobrás, Telefônica, BM&F, Redecard, CPFL Energia, Telemar, Cemig, Tim Participações, Vivo Participações, Weg e Embraer. Cumpre ressaltar que, na maioria das empresas, a participação nos lucros ou resultados está sujeita ao cumprimento de metas estabelecidas pelas companhias.

Os planos de previdência privada, benefícios que são estendidos a todos os funcionários das companhias, foram divulgados por 96,67% das empresas analisadas. Sendo assim, somente a MMX Mineração não divulgou a utilização desse tipo de benefício, ou seja, 29 das 30 empresas analisadas utilizam os planos de previdência privada como mecanismo de incentivo.

Por fim, nota-se que 53,33% das empresas analisadas vinculam parte da remuneração de seus gestores ao desempenho ou cumprimento de metas: Vale, Ambev, CSN, Guerdau, Santander, Usiminas, Eletrobrás, Telefônica, Redecard, CPFL Energia, Telemar, Cemig, Vivi Participações, Tim Participações, Embraer e Tractebel Energia. É importante ressaltar que, nas empresas que possuem remuneração vinculada ao desempenho ou cumprimento de metas, o pagamento da participação nos lucros ou resultados está diretamente ligado ao alcance dos objetivos pré-estabelecidos.

De acordo com os resultados apresentados acima, pode-se concluir que existe preocupação por parte das empresas analisadas em utilizar mecanismos de incentivo que visam alinhar os interesses dos executivos (agente) aos interesses dos acionistas (principal), sendo que os mecanismos mais utilizados (divulgados) são a participação nos lucros ou resultados e os planos de previdência privada, presentes em 76,67% e 96,67% das companhias, respectivamente. No entanto, nota-se uma pequena utilização (divulgação), por parte das companhias analisadas, das políticas de remuneração variável 23,33% e dos planos de opção de compra ou concessão de ações 36,67%, sendo este último citado na literatura como um dos principais mecanismos de incentivo de longo prazo.

Os resultados apresentados corroboram com os estudos realizados por Gallon *et al* (2005) e Marquart *et al* (2008), os quais analisaram a evidenciação dos sistemas de remuneração variável nos relatórios das companhias abertas. Gallon *et al.* (2005), por meio do estudo realizado no Relatório da Administração de 45 companhias brasileiras de capital aberto, participantes do nível 1 e 2 de governança corporativa e novo mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), constataram que as empresas apresentam níveis relativamente baixos de evidenciação dos sistemas de remuneração variável de empregados. Marquart *et al.* (2008) analisaram as Notas Explicativas e o Relatório da Administração de 157 companhias de capital aberto buscando identificar a evidenciação da expressão “remuneração variável”, os resultados demonstraram que somente 27,38% das empresas analisadas utilizaram seus relatórios para a divulgação de informações referentes à política de remuneração variável.

5 Conclusão

A teoria da agência proporciona uma estrutura que visa analisar relações contratuais e as questões que as mesmas colocam no seio de uma empresa. Sendo assim, a estrutura da teoria da agência assenta no conceito de relação de agência, ou seja, um contrato através do qual uma ou mais pessoas (principal), exigem a outra pessoa (agente) desempenhar algum serviço de interesse do principal, o qual envolve a delegação de alguma autoridade no processo de tomada de decisão do principal para o agente (ROSS, 1973, *apud.* OLIVEIRA *et al.*, 2008).

Para Jensen & Meckling (1976) *apud.* Oliveira *et al.* (2008) a teoria da agência consiste na relação contratual na qual o principal encarrega o agente de prestar algum serviço em seu benefício, delegando certos poderes de decisão. Como ambas as partes são

maximizadoras da utilidade, há razões para crer que existam situações nas quais os interesses sejam divergentes.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999, p. 139), o principal detém algumas prerrogativas importantes, como: o avaliador de informação; quem exerce a opção de escolha do sistema de informação; o determinador da função utilidade essencial, ou seja, julgar o que é útil. Aos agentes atribuem-se compromissos e obrigações assumidos em nome do principal. E, por seu desempenho na solução dos problemas a favor do principal, recebe deste, uma remuneração. Os compromissos a serem assumidos pelo agente normalmente envolvem: tomar decisões em nome do principal; garantir a execução (ação) em benefício das partes; respeitar e considerar a função utilidade do principal sempre que possível.

O conflito de agência surge quando os agentes ligados à empresa possuem interesses conflitantes, e colocam seus interesses pessoais em primeiro plano, prejudicando, desta forma, o andamento da organização. Dessa forma, os mecanismos de governança surgem para reduzir o impacto do conflito de agência. Como exemplo, podemos citar os mecanismos de controle gerencial, que contribuem para que uma empresa formada por *players* com interesses diversos possa obter sucesso através da coordenação desses diversos interesses (LOPES, 2004).

As boas regras de governança corporativa visam diminuir o risco de abuso de poder por parte de executivos ou dos controladores. Para tanto, é necessário um conjunto de medidas que tentem aproximar os interesses dos *insiders* e *outsiders*, reforçando mecanismos que garantam equidade, transparência e *accountability* (LUSTOSA, 2004).

Nesse sentido, a adoção de formas de remuneração vinculadas ao desempenho ou remuneração variável está crescendo em todo o mundo. Uma das principais razões para a utilização da remuneração variável é vincular a recompensa ao esforço realizado para conseguir determinado resultado. A política de remuneração variável de uma organização é um conjunto de diferentes formas de recompensa que se complementam e buscam alinhar atitudes e comportamentos com os objetivos organizacionais (WOOD JR e PICARELLI FILHO, 2004).

Marquart *et al.* (2008) afirmam que o objetivo da remuneração variável é alinhar e convergir os esforços da organização para melhorar seu desempenho. Segundo Cardoso *et al.* (2007) incentivos são dados aos gerentes de forma que, quanto mais eles desempenharem suas funções no sentido do interesse da empresa, mais receberão em contrapartida. Nesse sentido, os incentivos estão vinculados à compensação dos gerentes ao desempenho empresarial.

Sendo assim, o objetivo do presente estudo foi identificar quais as principais formas de incentivo oferecidas aos agentes pelas 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado classificadas na Revista Exame Melhores e Maiores 2008. Por meio de uma pesquisa descritiva, bibliográfica e documental e análise de conteúdo, foram analisadas as informações contidas no Relatório da Administração e nas Notas Explicativas a fim de se identificar os principais mecanismos de incentivo utilizados pelas empresas constantes da amostra.

Como resultado, concluiu-se que existe “uma certa” preocupação por parte das companhias analisadas em utilizar mecanismos de incentivo que visam alinhar os interesses dos executivos (agente) aos interesses dos acionistas (principal), sendo que os mecanismos mais utilizados (divulgados) são a participação nos lucros ou resultados e os planos de previdência privada, presentes em 76,67% e 96,67% das companhias, respectivamente. No entanto, nota-se uma pequena utilização (divulgação), por parte das companhias analisadas, das políticas de remuneração variável (23,33%) e dos planos de opção de compra ou concessão de ações (36,67%), sendo este último citado na literatura como um dos principais mecanismos de incentivo de longo prazo. Quanto à vinculação de parte da remuneração dos executivos ao desempenho ou cumprimento de metas concluiu-se que 53,33% das empresas adotaram tal prática. Ressalta-se que, nas empresas que possuem remuneração vinculada ao

desempenho ou cumprimento de metas, o pagamento da participação nos lucros ou resultados está diretamente ligado ao alcance dos objetivos pré-estabelecidos.

Algumas limitações devem ser consideradas para a análise do presente estudo. Em primeiro lugar, o estudo foi realizado com base nas 30 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado de acordo com a Revista Exame Maiores e Melhores, o que dificulta a generalização dos resultados encontrados para as demais empresas de capital aberto. Em segundo lugar, o fato de algumas empresas não evidenciarem as informações pesquisadas, não significa que as mesmas não utilizam mecanismos de incentivo em sua gestão.

Referências

ANDRADE, Maria Margarida. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 7 edição, 2006, Editora Atlas, São Paulo.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 2002.

BRISOLA, Josué. Teoria do agenciamento na contabilidade – a contabilidade e o processo de comunicação. ConTexto, Porto Alegre, v.4, n.7, 2º semestre 2004. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/necon/n7>> acesso em junho de 2009.

CARDOSO, Ricardo L.; MÁRIO, Poueri do Carmo; AQUINO, André Carlos B. **Contabilidade Gerencial – Mensuração, Monitoramento e Incentivos**. São Paulo: Atlas, 2007.

EXAME. Exame Melhores e Maiores 2008. Jul.2008.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria; SABADIN, Anderson Léo; FSSINA, Paulo Henrique. Análise de conteúdo dos sistemas de remuneração variável de empregados nos Relatórios da Administração de companhias abertas. In: Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 2005, São Paulo.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HENDRIKSEN, E.S.; VAN BREDA, M.F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007, cap.2, p.28 a 49.

_____. **A teoria dos contratos, governança corporativa e a contabilidade**. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (coord). Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004, cap.4, p. 171 a 185.

LUSTOSA, Eliane. Escândalos Corporativos e Boas Práticas de Governança. Revista RI, Rio de Janeiro, julho 2004, n. 77, p. 17-18.

MARQUART, A.; LUNKES, R. J.; VICENTE, E.F.R. Evidenciação dos Sistemas de Remuneração Variável nos Relatórios de Companhias Abertas. In: Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 8, 2008. São Paulo.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MENDES, Cláudia Araújo; RODRIGUES, Lúcia Lima. Determinantes da manipulação contabilística. In: Revista de Estudos Politécnicos, 2007, v.IV, nº 7, p.189-210.

MOREIRA, W. Revisão da Literatura e Desenvolvimento científico: conceitos e estratégias para confecção. Revista JANUS. ed. 1, 2004. Disponível em: <<http://www.fatea.br/janus/pdfs/1/artigo01.pdf>>. Acesso em 20 junho 2009.

NEVES, M. F. **Sistema agroindustrial citrícola: um exemplo de quase-interação no agribusiness brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – FEA/USP, São Paulo, 1995.

NOSSA, Valcemiro; KASSAI, Sílvia; KASSAI, José Roberto. A teoria do agenciamento e a Contabilidade. In: XXIV Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, Florianópolis – SC, 2000: EnAnpad, 2000

NUNES, Alexssander de Antônio. Concessão de Opções a Funcionários: um Problema Contábil. Contabilidade Vista e Revista, v. 19, nº 1, p. 109/129, jan/mar 2008.

OLIVEIRA, Everaldo Leonel de; SPESSATTO, Giseli; BEZERRA, Francisco Antônio. Análise da produção científica brasileira sobre teoria da agência e assimetria da informação apresentada nos congressos da USP e EnAnpad no período de 2004 a 2007. In: Seminário de Ciências Contábeis FURB, 2008, Blumenau, SCC-FURB, Blumenau: PPGCC/FURB, 2008, v.IV. páginas 1 a 15. Disponível em: <<https://www.furb.br/especiais/download/233988-530913/CUE0092008.pdf>> acesso em maio de 2009.

PEREIRA, Antônio N.; VILASCHI, Augusto. Governança Corporativa e Contabilidade: Explorando Noções e Conexões. In: IV Simpósio FUCEPE de Produção Científica, Vitória – ES, 2006. Disponível em: <<http://www.fucepe.br/simpósio/4/artigos/antoniol.pdf>> acesso em junho de 2009.

SIFFERT FILHO, N. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. Tese (Doutorado em Economia) – FEA/USP, São Paulo, 1996.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa**. Dissertação (Mestrado em Administração) - FEA/USP, São Paulo, 2002.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

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