

**Área Temática: FINANÇAS**

**A REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS BASEADA EM OPÇÕES DE AÇÕES INDEXADAS AO IBOVESPA E A CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA**

**AUTORA**

**ELIZABETH KRAUTER**

Bolsista do CNPq

ekrauter@usp.br

**Resumo**

Em um mundo em que os acionistas (principais) têm um controle imperfeito sobre seus executivos (agentes), em certas situações, os interesses desses executivos podem divergir dos interesses dos acionistas. Uma das maneiras de induzir os executivos a agir de acordo com os melhores interesses dos acionistas é atrelar a remuneração dos executivos à criação de valor para o acionista. A concessão de opções de ações (*stock options*) aos executivos é considerada por muitos autores uma ferramenta poderosa para minimizar os conflitos de agência. O objetivo deste trabalho é verificar se os planos de remuneração de executivos baseados em opções de ações indexadas ao IBOVESPA (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo) contribuem para a criação de valor para o acionista. A análise comparativa entre um plano de remuneração baseado em opções de ações de preço fixo e um plano de remuneração baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA mostra que o plano de opções de ações indexadas ao IBOVESPA contribui para a criação de valor para o acionista e é um instrumento mais eficiente de incentivo que o plano de remuneração baseado em opções de ações de preço fixo.

**Abstract**

In a world in which the shareholders (principal) have an imperfect control about their executives (agents), in some situations, the interests of these executives can diverge of the shareholders' interests. One of the ways to induce the executives to act according to shareholders' best interests is to harness executives' remuneration to the value creation for shareholder. Stock options are considered a powerful tool to minimize the agency conflicts. The objective of this study is verify if the remuneration of executive based on stock options indexed to IBOVESPA (Sao Paulo Stock Exchange Index) contributes to create value for shareholder. The comparative analysis between a remuneration plan based on stock options of fixed price and a remuneration plan based on stock options indexed to IBOVESPA show that the plan based on stock options indexed to IBOVESPA contributes to create value for shareholder and is more efficient instrument of incentive that the remuneration plan based on stock options of fixed price.

**Palavras-chave:** remuneração de executivos, criação de valor para o acionista, opções de ações.

## 1 Introdução

A principal premissa dos planos de incentivo de longo prazo é que a recompensa precisa estar atrelada ao desempenho das empresas (UBELHART, 1982).

Para Rappaport (2001), a criação de valor para o acionista é o principal padrão para medir o desempenho das empresas. Em um mundo em que os acionistas (principais) têm um controle imperfeito sobre seus executivos (agentes), em certas situações, os interesses desses executivos podem divergir dos interesses dos acionistas. Uma das maneiras de induzir os executivos a agir de acordo com os melhores interesses dos acionistas é atrelar a remuneração à criação de valor para o acionista.

A concessão de opções de ações (*stock options*) aos executivos é uma ferramenta poderosa para minimizar os conflitos de agência (HALL, 2000; RAPPAPORT, 2001; IQBAL & SHETTY, 2004), pois fornece uma “relação direta entre a utilidade esperada do executivo e a riqueza para o acionista” (HALL & MURPHY, 2000, p. 211).

Vários autores defendem a utilização de incentivos atrelados aos retornos de mercado, apesar de suas limitações:

1. O movimento do preço da ação de uma empresa pode ser influenciado por fatores fora do controle do executivo, como estado geral da economia e mercado de títulos;
2. Os retornos de mercado podem ser influenciados pelas expectativas otimistas ou pessimistas de mercado, no início ou no fim do período de avaliação do desempenho;
3. O desempenho de divisões ou unidades de negócios não pode ser diretamente atrelado ao preço da ação (UBELHART, 1982; RAPPAPORT, 1983, 2001).

Para eliminar os movimentos nos preços das ações decorrentes de oscilações no mercado, Ubelhart (1982) desenvolveu uma abordagem que filtra do sistema de remuneração, os fatores que estão fora do controle dos executivos – as opções indexadas a índices de mercado.

O objetivo deste trabalho é verificar se a remuneração de executivos baseada em opções de ações indexadas ao IBOVESPA (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo) contribui para a criação de valor para o acionista.

A justificativa para a realização desse trabalho está na ausência de estudos sobre o tema e na busca das empresas por práticas que contribuam para a criação de valor. Assim, esse trabalho fornece subsídios para as empresas aperfeiçoarem seus sistemas de remuneração.

O trabalho está dividido em três seções: a primeira apresenta uma revisão da literatura; a segunda apresenta uma análise comparativa entre um plano de remuneração de executivos baseado em opções de ações de preço fixo e um plano de remuneração baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA; e a terceira seção conclui com as considerações finais.

## 2 Revisão bibliográfica

### 2.1 Evolução histórica das medidas de desempenho

A moderna teoria de finanças corporativas pode fornecer instrumentos para a remuneração de executivos – principalmente para os incentivos de longo prazo. Segundo Ubelhart (1982, p. 55), é possível integrar os fatores que contribuem para o valor econômico da empresa com as práticas de incentivo para a administração. Essa integração pode ocorrer quando os princípios da moderna teoria de finanças corporativas forem usados para:

- Medir desempenho corporativo e fixar metas, e
- Desenhar e avaliar os pacotes de incentivo de longo prazo (tais como planos de desempenho e planos de opções de ações)

Para Rappaport (1983, p. 51-52), o sucesso das medidas de desempenho depende de alguns critérios fundamentais. As medidas precisam ser:

- Válidas: consistentes com a teoria econômica básica de valor;
- Verificáveis: calculadas a partir de dados disponíveis e não facilmente manipuladas;
- Globais: relevantes para o desempenho das várias unidades operacionais da corporação, para a corporação como um todo e para comparar com o desempenho de competidores;
- Comunicáveis: facilmente explicadas para o público interno e externo à organização.

As medidas de desempenho precisam estar diretamente relacionadas com os planos estratégicos das corporações (RAPPAPORT, 1983).

O desempenho da corporação sempre foi fundamental no desenho de qualquer plano de incentivo de longo prazo para executivos. Entretanto, a medida de desempenho da corporação evoluiu ao longo do tempo. Nas décadas de 1950 e 1960, o desempenho do preço da ação foi considerado a medida mais apropriada levando à criação de planos de *stock options* que remuneravam os executivos por qualquer valorização no valor da ação (UBELHART, 1982).

O fato de o preço da ação ser determinado, em grande parte, por fatores fora do controle do executivo levou a procura de uma medida substituta. As medidas financeiras, encontradas em demonstrações contábeis convencionais passaram a ser utilizadas em acordos de incentivo conhecidos como “planos de desempenho”. A medida mais utilizada foi lucro por ação (UBELHART, 1982).

No estágio atual, os pacotes de remuneração utilizam o conhecimento desenvolvido na moderna teoria de finanças corporativas, dos fatores que causam impacto no valor econômico (UBELHART, 1982).

## **2.2 Evolução da remuneração dos executivos**

Os interesses de acionistas e administradores estiveram mais fortemente alinhados durante as décadas de 1950 e 1960, quando os pacotes de remuneração dos executivos incluíam planos de *stock options*. Na década de 1970, o desempenho do mercado de ações fez as opções perderem valor. Muitas opções nunca foram exercidas. Isso levou as empresas a mudarem sua ênfase de planos de *stock options* para planos de desempenho, que remuneravam os executivos pelo alcance de metas financeiras de desempenho (RAPPAPORT, 1983).

Na década de 1980, com o movimento de *takeover*, as empresas atrelaram a remuneração mais fortemente a riqueza do acionista, com sistemas de remuneração ligados diretamente ao preço das ações (RAPPAPORT, 1999; JOHNSON & TIAN, 2000).

Entretanto, estudos colocaram em dúvida a suposta relação existente entre bônus, metas financeiras e preços das ações. Jensen & Murphy (1990 apud RAPPAPORT, 1999) mostraram que não existia nenhum vínculo entre quanto era pago aos executivos e o desempenho das empresas.

No início da década de 1990, as empresas tornaram as opções de ações parte representativa da remuneração, com o objetivo de atrelar de maneira mais segura, os interesses de acionistas e executivos. Dez anos mais tarde, as opções de ações constituíam mais da metade da remuneração total dos altos executivos das maiores empresas dos Estados Unidos e cerca de 30% do pagamento dos gerentes de operação sênior. As opções respondiam, também, por quase metade da remuneração de diretores (RAPPAPORT, 1999; RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002).

No ambiente competitivo atual, as empresas estão buscando meios de atrair e reter talentos, compensar desempenho excelente e criar valor para os acionistas. As opções de ações são o instrumento para atingir esses objetivos. A riqueza dos acionistas aumenta quando o preço da ação aumenta (tudo o mais constante), aumentando igualmente o valor das opções de ações em poder dos executivos. Como as opções de ações só são rentáveis com a valorização do preço da ação, o pagamento aos executivos não é prejudicial aos investidores (WILLIAMSON & KLEINER, 2004).

### 2.3 Opções de ações (*stock options*)

As opções de ações utilizadas para remunerar executivos são opções de compra (*call*). Elas dão a seus detentores o direito, mas não a obrigação de comprar ações da empresa a um preço pré-estabelecido (preço de exercício) (RUBINSTEIN, 1995; HALL, 2000; WILLIAMSON & KLEINER, 2004). Segundo Hall (2000, p. 122), essas opções podem ser concedidas:

- *at the money* – o preço de exercício é o mesmo que o preço da ação no momento da concessão;
- *out of the money* – o preço de exercício é mais alto que o preço da ação no momento da concessão;
- *in the money* – o preço de exercício é mais baixo que o preço da ação no momento da concessão.

As opções de ações concedidas aos executivos possuem características que as diferenciam das opções-padrão de compra (RUBINSTEIN, 1995; HALL, 2000; WILLIAMSON & KLEINER, 2004). As diferenças mais importantes são:

- Período de exercício: o vencimento das *stock options* é mais longo, normalmente 10 anos. Os empregados precisam exercer suas opções dentro desse período, ou as opções expiram automaticamente (ficam sem valor) (RUBINSTEIN, 1995; HALL, 2000; WILLIAMSON & KLEINER, 2004);
- Período de carência: é o período de tempo entre a concessão e a data em que a opção pode ser exercida. Normalmente, este período é de 3 anos (RUBINSTEIN, 1995; HALL, 2000; WILLIAMSON & KLEINER, 2004);
- Confisco: se o empregado deixar a empresa durante o período de carência, ele perderá as opções. Se o empregado deixar a empresa após o período de carência, ele será

forçado a exercer as opções que ainda não tiverem sido exercidas (RUBINSTEIN, 1995);

- Não transferíveis: os empregados não podem vender suas opções a um terceiro (RUBINSTEIN, 1995; HALL, 2000; WILLIAMSON & KLEINER, 2004);
- Taxação: nos Estados Unidos, existem dois tipos de opções para efeito tributário, para o empregado: as opções não qualificadas (*non-qualified stock options*) e as opções qualificadas (*qualified stock options*) (RUBINSTEIN, 1995; WILLIAMSON & KLEINER, 2004);
- As *stock options* não recebem dividendo (HALL, 2000);
- Efeitos na estrutura de capital: o exercício de opções leva as empresas a emitir novas ações ordinárias, elevando o número de ações em poder do público externo à empresa, além de aumentar a quantidade de dinheiro em caixa, proveniente do preço de exercício. No caso das *stock options*, os empregados pagam as opções com seu trabalho, gerando caixa adicional para a empresa utilizar em seus projetos (RUBINSTEIN, 1995);
- Efeitos na receita operacional: a remuneração na forma de opções pode aumentar receitas e diminuir despesas (RUBINSTEIN, 1995).

Hall (2000) identifica três tipos de planos de *stock options*:

- Planos de valor fixo: oferecem aos executivos um valor anual predeterminado durante o período do plano. É muito utilizado porque permite que a empresa controle a remuneração do executivo e permite que a remuneração seja ajustada a cada ano, minimizando a possibilidade de executivos deixarem a empresa em busca de remuneração mais atrativa. Esse tipo de plano, ao fixar o valor antecipadamente, enfraquece a relação remuneração e desempenho. Os executivos acabam recebendo menos opções em anos de alto desempenho (e altos valores de ação) e mais opções em anos de baixo desempenho (e baixo valor de ação) (HALL, 2000);
- Planos de número fixo: determinam o número de opções que os executivos recebem anualmente durante o período do plano. Esse plano oferece uma relação mais estreita entre desempenho e pagamento, pois o valor anual das opções ao preço de mercado aumenta com o aumento do preço das ações. E quando os preços das ações caem, diminui o valor das futuras concessões de opções. Com este tipo de plano, a empresa corre o risco de perder executivos, pois o número de ações é menor quando os preços das ações caem (RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002).
- Megaconcessões: oferecem grandes concessões antecipadas em lugar de concessões anuais. As megaconcessões proporcionam aos executivos o mais forte incentivo à criação de valor porque tanto o número de opções quanto o preço de exercício são determinados antecipadamente (RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002). O risco de perder executivos é alto, se o preço da ação cair substancialmente (HALL, 2000).

A disseminação dos planos de *stock options* trouxe muitas críticas. A mais comum é que os sistemas de incentivos são essencialmente mecanismos de pagamento e não verdadeiros incentivos. A maioria dos programas de *stock options* proporciona remuneração excessivamente elevada quando o mercado está em alta e pequena demais, quando o mercado está em baixa. Em consequência, após períodos prolongados de queda no mercado de ações, as empresas têm reduzido o preço de exercício das opções existentes ou trocado por novas opções com termos mais favoráveis, trazendo, na maioria das vezes, retornos substanciais aos executivos e prejuízos aos acionistas (RAPPAPORT, 1999; RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002; LEVY, 1999).

O objetivo de um sistema de incentivo é motivar os executivos a maximizar os retornos de longo prazo dos acionistas. Por isso, os executivos devem ser remunerados pelo valor que criam. Os melhores programas de incentivo estimulam os executivos a obter resultados que superem as melhores expectativas do mercado (RAPPAPORT, 1999; RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002).

A maioria das empresas utiliza planos de opções de ações de preço fixo. Esses planos podem recompensar desempenhos que se situam bem abaixo do nível dos retornos superiores. Em um mercado otimista, as opções de ações de preço fixo recompensam até desempenhos medíocres, pois os executivos lucram com qualquer aumento no preço das ações – mesmo que seja inferior ao que os concorrentes ou o mercado como um todo realize (RAPPAPORT, 1999; RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002). A L.E.K. Consulting analisou as opções de ações concedidas aos altos executivos das empresas constantes da Média Industrial Dow Jones entre 1993 e 1998. O estudo mostrou que apenas 40% do aumento no valor das opções podia ser atribuído a desempenhos acima da média do respectivo ramo e somente 32% por desempenhos acima do desempenho do índice S&P500 (RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002, p. 244).

Além disso, mercados otimistas são alimentados não apenas pelo desempenho das empresas, mas por fatores fora do controle dos executivos, como taxas menores de inflação, queda nos juros, etc. Por outro lado, os executivos que superam o desempenho de seus pares em mercados em baixa saem perdendo. Nos planos de opções de ações de preço fixo, mercados em baixa obscurecem os desempenhos superiores e levam os executivos a perder riqueza justamente quando geram seus melhores resultados relativos. Os planos de opções de ações de preço fixo não distinguem entre desempenhos acima e abaixo da média (RAPPAPORT, 1999).

As opções indexadas, cujo preço de exercício está atrelado a um índice de mercado ou a um índice de indústria, atraíram a atenção de vários autores nos anos recentes (RAPPAPORT, 1999, 2001; HALL, 2000; SCHNUSENBERG & McDANIEL, 2000; WILLIAMSON & KLEINER, 2004).

Segundo seus defensores, as opções indexadas eliminam a maior parte das limitações dos planos de opções de preço fixo (RAPPAPORT, 1999) ao reduzir o efeito dos elementos de risco que não estão sob o controle dos executivos (JOHNSON & TIAN, 2000; GRINBLATT & TITMAN, 2005; CAI & VIGH, 2005). As opções indexadas remuneram desempenhos excepcionais ao mesmo tempo em que punem os baixos desempenhos (RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002).

Um programa de opções indexadas alinha melhor os interesses de gestores e acionistas na busca de retornos superiores. Se o índice escolhido aumentar, então o preço de exercício da opção aumenta no mesmo percentual. Nesse caso, para que as opções possam ser exercidas, o preço das ações da empresa precisa aumentar mais que o índice (RAPPAPORT & MAUBOUSSIN, 2002).

As opções indexadas possuem muitas vantagens. Elas não recompensam executivos cujo desempenho deixa a desejar apenas porque o mercado está em alta. Nem punem aqueles cujo

desempenho supera o do mercado porque este está em baixa. Se o índice cai, o preço de exercício também cai, o que mantém os executivos motivados mesmo em um mercado em baixa. As opções indexadas recompensam o desempenho superior em todos os mercados (RAPPAPORT, 1999).

### 3 Análise

A partir da década de 1980, as empresas passaram a medir desempenho em termos de criação de valor para o acionista. A ênfase na criação de valor levou ao desenvolvimento de várias metodologias para estabelecer uma conexão entre as decisões dos executivos e a criação de valor para o acionista. É fundamental para o sucesso desse sistema de gestão, avaliar o desempenho dos executivos e remunerá-los com base no valor criado.

Esta seção apresenta uma análise comparativa entre um plano de remuneração de executivos baseado em opções de ações de preço fixo e um plano de remuneração baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA.

Para entender o funcionamento das opções de ações de preço fixo e das opções de ações indexadas ao IBOVESPA, suponha que o preço de exercício da opção, no momento da concessão, é de R\$10,00. Após um ano, a valorização do IBOVESPA é de 20%. O preço de exercício da opção de preço fixo permanecerá R\$10,00. Já o preço de exercício da opção indexada passará para R\$12,00. A opção só é exercida se o preço da ação superar o preço de exercício, no momento do exercício.

Para analisar se há criação de valor para o acionista nesses dois tipos de planos de remuneração, são projetados três cenários diferentes, com as situações possíveis em cada um deles. O quadro 1 apresenta os cenários e as situações possíveis nos dois tipos de planos de remuneração.

No primeiro cenário, o preço da ação da empresa e o IBOVESPA valorizam-se, no período analisado. Três situações são possíveis. Na primeira, o preço da ação valoriza-se menos que o IBOVESPA – por exemplo, o preço da ação aumenta 9% e o IBOVESPA, 12%. Se a opção for de preço fixo, o executivo exerce sua opção, pois o preço da ação aumentou. Mas, não há criação de valor para o acionista, pois o desempenho da ação ficou abaixo do desempenho do mercado. Se a opção for indexada ao IBOVESPA, não há exercício da opção, porque não houve criação de valor. O desempenho da ação foi inferior ao desempenho do mercado.

Na segunda situação possível, o preço da ação da empresa valoriza-se mais que o IBOVESPA – por exemplo, o preço da ação aumenta 12% e o IBOVESPA, 9%. Nesse caso, tanto a opção com preço fixo quanto a opção indexada ao IBOVESPA são exercidas. O desempenho superior dos executivos criou valor para o acionista.

Na terceira situação possível, o preço da ação e o IBOVESPA têm a mesma valorização no período – por exemplo, a valorização de ambos foi de 10%. A opção de preço fixo é exercida. Apesar de não ter criado valor para o acionista, o executivo é recompensado. Já a opção indexada ao IBOVESPA não é exercida, pois não houve desempenho excedente.

No segundo cenário, o preço da ação da empresa e o IBOVESPA caem no período. Três situações são possíveis. Na primeira, o preço da ação cai menos que o IBOVESPA – por exemplo, o preço da ação cai 9% e o IBOVESPA, 12%. A opção com preço fixo não é exercida. Já a opção indexada ao IBOVESPA é exercida, pois a empresa teve um desempenho superior em um mercado em baixa. Nesse caso, a opção indexada está premiando o desempenho superior do executivo.

Na segunda situação possível, o preço da ação da empresa cai mais que o IBOVESPA – por exemplo, o preço da ação cai 12% e o IBOVESPA, 9%. Nesse caso, não há exercício nem da

opção de preço fixo nem da opção indexada ao IBOVESPA, pois não houve desempenho superior.



**Quadro 1** – Análise comparativa entre um plano de remuneração baseado em opções de ações de preço fixo e um plano de remuneração baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA

| <b>Cenários</b>  | <b>Plano de remuneração baseado em opções de ações de preço fixo</b> | <b>Plano de remuneração baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA</b> |
|--|--|--|
| <b>A) O preço da ação da empresa e o IBOVESPA valorizam-se no período</b>        |  |  |
| <b>1. O preço da ação valoriza-se menos que o IBOVESPA</b>                       | EXERCE   | NÃO EXERCE   |
| <b>2. O preço da ação valoriza-se mais que o IBOVESPA</b>                        | EXERCE   | EXERCE   |
| <b>3. O preço da ação e o IBOVESPA têm a mesma valorização</b>                   | EXERCE   | NÃO EXERCE   |
|  |  |  |
| <b>B) O preço da ação da empresa e o IBOVESPA caem no período</b>                |  |  |
| <b>1. O preço da ação cai menos que o IBOVESPA</b>                               | NÃO EXERCE   | EXERCE   |
| <b>2. O preço da ação cai mais que o IBOVESPA</b>                                | NÃO EXERCE   | NÃO EXERCE   |
| <b>3. O preço da ação e o IBOVESPA têm a mesma desvalorização</b>                | NÃO EXERCE   | NÃO EXERCE   |
|  |  |  |
| <b>C) O preço da ação da empresa e o IBOVESPA não sofrem variação no período</b> | NÃO EXERCE   | NÃO EXERCE   |

Fonte: Elaborado pela autora.

Na terceira situação possível, o preço da ação da empresa e o IBOVESPA têm a mesma desvalorização – por exemplo, ambos caem 10%. Não há exercício nem da opção de preço fixo nem da opção indexada ao IBOVESPA, pois não houve desempenho superior.

No terceiro cenário, o preço da ação da empresa e o IBOVESPA não sofrem variação no período em análise. Nesse caso, não há exercício nem da opção de preço fixo nem da opção indexada ao IBOVESPA.

O plano de remuneração de executivos baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA mostra-se fortemente alinhado com a criação de valor para o acionista, pois recompensa somente desempenhos superiores, não importando se o mercado está em alta ou em baixa. Já o plano baseado em opções de ações de preço fixo não está tão fortemente alinhado com a criação de valor para o acionista, pois recompensa qualquer aumento no preço das ações, mesmo que esse aumento seja inferior ao do mercado como um todo. Além disso, não recompensa desempenho superior em mercado em baixa.

A análise mostrou que os planos de remuneração de executivos baseados em opções de ações indexadas ao IBOVESPA contribuem para a criação de valor para o acionista, pois recompensam o desempenho superior, independente de o mercado estar em alta ou em baixa e não recompensam o desempenho inferior.

#### **4 Considerações finais**

O controle imperfeito dos acionistas sobre seus executivos tem sido muito discutido, principalmente, após os escândalos financeiros envolvendo altos executivos de grandes corporações mundiais.

Uma das maneiras de induzir os executivos a agir de acordo com os interesses dos acionistas é atrelar a remuneração à criação de valor para os acionistas. A concessão de opções de ações é considerada, por muitos autores, uma ferramenta poderosa para minimizar os conflitos de agência.

O objetivo deste trabalho foi verificar se a remuneração de executivos baseada em opções de ações indexadas ao IBOVESPA contribui para a criação de valor para o acionista.

A análise comparativa entre um plano de remuneração baseado em opções de ações de preço fixo e um plano baseado em opções de ações indexadas ao IBOVESPA mostrou que os planos de remuneração de executivos baseados em opções indexadas ao IBOVESPA estão mais fortemente alinhados com a criação de valor para o acionista, pois recompensam somente desempenhos superiores, independente de o mercado estar em alta ou em baixa.

#### **Bibliografia**

CAI, J.; VIGH, A. M. Executive stock and option valuation in a two state-variable framework. **The Journal of Derivatives**, Spring 2005.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

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

\_\_\_\_\_; MURPHY, K. J. Optimal exercise prices for executive stock options. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, May 2000.

IQBAL, Z.; SHETTY, S. Compensation-based stock trading by corporate executive and aggregate management ownership of the firm: some additional evidence. **Journal of Economics and Finance**, v. 28, n. 2, Summer 2004.

JOHNSON, S. A.; TIAN, Y. S. Indexed executive stock options. **Journal of Financial Economics**, v. 57, 2000.

LEVY, A. The new math of CEO pay. **Bloomberg**, v. 8, n. 7, July 1999.

RAPPAPORT, A. How to design value-contributing executive incentives. **Journal of Business Strategy**, v. 4, Fall 1983.

\_\_\_\_\_. New thinking on how to link executive pay with performance. **Harvard Business Review**, March-April 1999.

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

\_\_\_\_\_; MAUBOUSSIN, M. **Análise de investimentos: como transformar incerteza em oportunidades lucrativas: como interpretar corretamente o preço das ações**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

RUBINSTEIN, M. On the accounting valuation of employee stock option. **Journal of Derivatives**, Fall 1995.

SCHNUSENBERG, O.; McDANIEL, W. R. How to value indexed executive stock options. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v. 13, n. 3, Fall 2000.

UBELHART, M. A new look at executive compensation plans. **Compensation Review**, v. 14, n. 2, 1982.

WILLIAMSON, J. A.; KLEINER, B. H. The use of options in compensation packages. **Management Research News**, v. 27, n. 4/5, 2004.