
Premiação de executivos: o uso de opções de ações indexadas e ajustadas ao beta

Darcio Alves Marcondes
Rubens Famá

RESUMO

A remuneração de executivos tem sido assunto tratado pela mídia especializada e também pelos estudiosos de finanças. Embora com enfoques diferentes, o direcionamento das reportagens e estudos usualmente foca a relação entre o desempenho do executivo e o aumento da riqueza dos acionistas. Os atuais métodos de premiação, por meio de opções de ações, parecem trazer, intrinsecamente, injustiças e/ou benevolência no momento do exercício das opções pelos executivos. Neste artigo, propõe-se uma forma de remuneração, por meio de opções de ações, que procura minimizar os efeitos identificados nas formas de premiação atualmente utilizadas e/ou propostas.

Recebido em 05/abril/2001
Aprovado em 17/setembro/2003

Palavras-chave: opções, remuneração, executivos, beta.

1. INTRODUÇÃO

O pagamento de executivos por meio de opções de ações é prática comum no mercado americano. Nas grandes corporações essa forma de remuneração é recente, porém grande parte delas já a adota no pacote de benefícios para os seus executivos.

Nos Estados Unidos, com o advento das empresas da chamada **Nova Economia**, diversos talentos, que tradicionalmente eram contratados por empresas de consultoria e empresas da cognominada **Velha Economia**, passaram a migrar desses empregadores para empresas que oferecem pacotes de benefícios que incluem as opções de ações.

No Brasil, a prática de oferecer opções de ações ainda é bastante restrita. Em levantamento efetuado no Guia Exame 2000 (REVISTA EXAME, 2000), mais de 90% das empresas que participaram do *ranking* oferecem algum tipo de remuneração atrelada ao resultado, mas apenas cerca de 11% delas têm planos de opções de ações.

Alguns dos possíveis motivos por que poucas empresas, no Brasil, oferecem pacotes de remuneração com opções de ações podem estar ligados ao atual estágio de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, em que: existe pequeno número de empresas cujas ações têm boa negociabilidade nos pre-

Darcio Alves Marcondes, Engenheiro Eletricista pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, é Mestrando em Controladoria e Contabilidade no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-900 — São Paulo/SP, Brasil).
Email: darciom@ig.com.br
Endereço:
Avenida Itacira, 2.111
04061-002 — São Paulo — SP

Rubens Famá é Professor Doutor do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-900 — São Paulo/SP, Brasil).
Email: rfama@usp.br

gões; a legislação brasileira oferece o direito de preferência aos atuais acionistas no caso de emissão de novas ações; concentração da propriedade (ações) com conseqüente coincidência entre propriedade e controle com os executivos principais indicados pelos controladores.

Como é um assunto bastante novo, e considerando a expectativa de maior desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, há a possibilidade de essa forma de remuneração tornar-se popular também no Brasil. Neste artigo, pretende-se abordar algumas das discussões que esse tipo de remuneração vem causando nos Estados Unidos e sugerir alguns possíveis aspectos evolutivos para ele.

Assim, o objetivo neste trabalho é o de propor uma forma de remuneração de executivos atrelada ao desempenho das ações da empresa no mercado. O desempenho a ser premiado é aquele que altere positivamente a *performance* histórica da ação da companhia em relação às ações do grupo de empresas suas concorrentes.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Desde que Jensen & Meckling (1976) publicaram famoso artigo relativo à Teoria de Agência, esse ajudou a consolidar a percepção de que existe uma dissociação de interesses entre os detentores da propriedade da empresa (acionistas) e a sua administração (agentes). Como o administrador é um maximizador de utilidade, existe razão para acreditar que ele, como agente, não irá agir sempre no melhor interesse dos proprietários. Ele poderá desenvolver atitudes que venham a maximizar sua própria riqueza. Para limitar as medidas que não são do interesse dos proprietários da empresa, são estabelecidos controles para monitorar os agentes e, em adição, objetivando alinhar os interesses dos administradores com os interesses dos proprietários, foram desenvolvidas formas de premiação que procuram atrelar o resultado das decisões tomadas pelos agentes ao valor a ser-lhes pago. Tanto os custos de monitoração dos executivos quanto os valores pagos a título de premiação são definidos como custos de agência.

Nos Estados Unidos, muitas companhias utilizam projeções de valorização das ações para precificar o valor do benefício a que o executivo terá direito quando exercer as opções. Segundo estudo efetuado pela Bloomberg (LEVY, 1999), em 379 das 500 empresas listadas no S&P 500 apenas 37,5% utilizam o método de Black-Scholes⁽¹⁾ para calcular o valor presente do benefício a ser ganho pelos executivos. Essa pesquisa indica que os executivos serão premiados se as ações da empresa ultrapassarem determinado valor de crescimento anual (5% a 10%) esperado pelos acionistas. As opções com preços fixos são amplamente utilizadas pelas empresas e existe uma discussão sobre a passagem da remuneração por meio de opções fixas para a remuneração por meio de opções indexadas.

Rappaport (1999) entende que a atual forma de remunerar os executivos por meio de *fixed priced options* bonifica-os com

qualquer aumento no preço das ações, mesmo que o aumento tenha sido causado por fatores independentes das ações dos executivos. O autor propõe, então, que os executivos somente sejam premiados se as ações das companhias que gerenciam tiverem desempenhos melhores do que as de seus competidores ou do que um índice de mercado estabelecido. Para que esse tipo de aferição seja efetuado, Rappaport (1999) propõe a criação de opções indexadas, cujo índice de indexação poderia ser um que considerasse um conjunto de concorrentes (G) ou, então, um índice de mercado (M). De acordo com essas premissas, o autor considera que existem vantagens e desvantagens ao se adotar um ou outro tipo de índice. Se for utilizado o índice de mercado (M), esse é de fácil verificação e acompanhamento e bastante transparente. Por outro lado, se for utilizado um índice que considere um conjunto de empresas concorrentes (G), esse índice reflete melhor a *performance* da ação em relação aos concorrentes diretos da empresa.

Com a adoção das opções indexadas, os executivos somente serão premiados se suas empresas obtiverem desempenhos superiores ao desempenho do índice adotado. Considerando-se que a média e a mediana de desempenho são iguais ou muito próximas, 50% das empresas apresentarão desempenho superior à média e, conseqüentemente, somente os executivos dessas empresas serão premiados.

Por outro lado, quando se relaciona o desempenho de uma ação em relação a um grupo de ações, o que se está fazendo, na verdade, é calcular o beta de uma ação em relação ao grupo. O beta mede a sensibilidade de uma ação com relação às variações de um índice de mercado ou grupo. Essa sensibilidade pode ser associada ao risco da empresa. Risco no sentido de variabilidade do valor de suas ações com relação ao mercado ou ao grupo de empresas concorrentes. Como é sabido, e Brealey & Myers (1996) destacaram esse aspecto, ações com betas maiores do que 1 tendem a amplificar os movimentos gerais do mercado, enquanto ações com betas entre 0 e 1 tendem a mover-se na mesma direção do mercado, mas não com a mesma intensidade. Sendo um cálculo estatístico, o beta representa o comportamento da ação na média, pois a correlação entre a variação do índice do mercado e a variação do preço da ação não é perfeita. Isso significa que existirão ocasiões em que o mercado e/ou o grupo de ações estará subindo e as ações da empresa descendo e vice-versa.

Entretanto, já no início da década de 1970, Blume (1971) alertava que os betas individuais não eram constantes através dos tempos, havendo tendência de regressão à média (beta = 1). Blume (1975) retornou ao assunto, porém ressaltando que, apesar da existência dessa tendência de regressão à média, era razoável supor que os betas poderiam mudar temporalmente em resposta a certas mudanças na estrutura das empresas. Fabozzi & Francis (1978) retornam ao tema propondo o beta como um coeficiente aleatório (*Beta as a Random Coefficient*) e levantam a hipótese de que as alterações no beta podem ser oriundas de quatro tipos de mudanças, a saber: microeconô-

micas, como mudanças em produtos, em alavancagens, dividendos, expectativas da gerência, além de outras fontes; macroeconômicas, como inflação de dois dígitos, controle de preços, mudanças entre ciclos de negócios de *boom* a recessão, além de outras causas; fatores políticos, como guerra, legislação trabalhista, legislação de controle da poluição, eleições, entre outros; e, por último, fatores de mercado, como *bull and bear markets*, desintermediação financeira e empocamento de crédito (*credit crunch*), existência de dois níveis de mercado (*two tier market*) ou outras considerações.

Serão enfocadas somente as alternativas de alteração do beta de uma empresa, propostas por Fabozzi & Francis (1978), que estão sob o controle dos executivos. Um das alternativas possíveis é a aceitação pela empresa e, portanto, pelos executivos, de novos projetos com riscos de negócios intrínsecos diferentes dos riscos inerentes aos ativos existentes na companhia, mantida a atual estrutura de capital. Modificando-se o beta por meio de alteração do risco dos ativos de uma empresa, ela expandir-se-á com novos projetos cujos betas serão maiores ou menores do que o beta dos ativos atuais e, como consequência, o beta resultante da empresa será maior ou menor. Entretanto, Brealey & Myers (1996, p.212) comentam que a maioria dos novos projetos de uma empresa pode ser tratada como projetos que têm, na média, o mesmo risco da empresa. Se os executivos estão aceitando novos projetos com riscos, na média, bastante diferentes dos tradicionalmente existentes na empresa, isso pode significar uma ação de diversificação da forma de atuação da empresa. Essa diversificação, dentro da própria empresa, pode ser feita pelos acionistas de forma muito mais eficiente ao adquirirem ações de companhias que estejam atuando nos ramos dos projetos em que a empresa e seus executivos querem passar a atuar.

Outra forma de alterar-se o beta de uma empresa é alterar a sua estrutura de capital, ou seja, o lado direito do balanço. Nesse ponto, segundo relembram Brealey & Myers (1996, p.213), os empréstimos criam a alavancagem financeira, mas não afetam o risco dos ativos da companhia, entretanto, a alavancagem altera o risco das ações, o que faz os acionistas demandarem um retorno maior sobre as ações para aceitar esse risco adicional.

Certamente, ao aumentar o endividamento da empresa outras questões começam a ampliar-se, como o efeito do benefício fiscal e da alavancagem financeira, os efeitos dos custos de falência e os efeitos das dificuldades financeiras potenciais (*financial distress*).

3. PROPOSTA

Neste tópico será apresentada, para o melhor entendimento da proposta, uma breve sistematização, com comentários, da análise comparativa efetuada por Rappaport (1999) e sua proposta de premiação de executivos com opções de ações com preço indexado e a forma mais usualmente utilizada de premiação de executivos com opções de ações com preço fixo. Na

seqüência, será exposta a proposta básica deste artigo, isto é, a premiação com opções de ações ajustadas ao beta. Para finalizar, será desenvolvida uma análise comparativa entre a proposta de Rappaport (1999), de opções de ações com preço indexado, e a proposta básica deste artigo, as opções de ações indexadas e ajustadas ao beta.

3.1. Sistematização da análise comparativa da premiação por meio de opções com preço fixo e opções com preço indexado apresentada por Rappaport (1999)

O objetivo dessa análise é o de apresentar as possíveis situações e, conseqüentemente, as diferenças entre a utilização de um e do outro método de premiação.

Para efetuar-se essa análise comparativa serão utilizados três índices distintos de valorização de ativos. O primeiro índice será o de valorização das ações de um grupo de empresas concorrentes⁽²⁾ no mesmo setor. O segundo índice será o de valorização da ação da empresa definido previamente, objetivando o estabelecimento do preço de aquisição das ações pelos executivos, no futuro. O terceiro índice será a valorização nominal que a ação sofrerá no período de análise. Para efeito da análise, os três índices serão considerados como positivos.

Considerando-se uma empresa que faz parte de um grupo de empresas concorrentes no mesmo setor de atividade, serão utilizados os seguintes índices:

- Índice **G**, que mede a valorização de uma carteira de ações do grupo de empresas concorrentes no mesmo setor do qual a empresa em questão faz parte.
- Índice **P**, que mede a valorização previamente definida para efeito de fixação do preço de exercício das opções de ações da empresa considerada.
- Índice **N**, que mede a valorização nominal da ação da empresa no período de análise.

Utilizando-se os três índices, são seis as situações em que eles poderão ser ordenados. Essas situações são apresentadas no quadro 1.

Sob o ponto de vista dos executivos, essas são as alternativas possíveis com as respectivas possibilidades de premiações. Considerando-se ambos os métodos de premiação, há situações em que, tomando-se por base as opções com preço indexado, o método de opções com preço fixo premia em excesso (situação 3) e situações em que esse método premia a menor (situação 4) ou mesmo não premia (situação 6).

3.2. Proposta de premiação de executivos com opções com preço indexado ajustado ao beta

A proposta neste artigo é, com base nas considerações descritas anteriormente, remunerar por meio da valorização das

Quadro 1

Comparativo entre Opções com Preço Fixo e Opções com Preço Indexado

| Situação | Condição | Opções com Preço Fixo | Opções com Preço Indexado (Rappaport, 1999) |
|------------------|--|--|--|
| 1 $G > P > N$ | A valorização das ações do grupo de empresas concorrentes é maior do que a valorização definida previamente para efeito de aquisição das opções de ações e essa valorização é, por sua vez, maior do que a valorização nominal da ação da empresa considerada. | Não haverá exercício, pois a valorização nominal foi inferior à valorização prevista. | Não haverá exercício, pois a valorização média das empresas concorrentes foi maior do que a valorização nominal. |
| 2 $G > N > P$ | A valorização das ações do grupo de empresas concorrentes é maior do que a valorização nominal da ação da empresa considerada e essa é maior do que o valor definido previamente como valorização esperada. | Haverá exercício das opções. O ganho dos executivos será a diferença entre N e P, ainda que a <i>performance</i> da ação tenha sido inferior à média das empresas concorrentes. | Não haverá exercício, pois a valorização média das empresas concorrentes foi maior do que a valorização nominal. Segundo Rappaport, essa condição ocorrerá em 50% das empresas do grupo de concorrentes, e os executivos da empresa não deveriam ser premiados em virtude do desempenho. |
| 3 $N > G > P$ | A valorização da ação da empresa considerada é maior do que a média do grupo de empresas concorrentes e essa é maior do que a valorização esperada definida previamente. | Haverá o exercício das opções e os executivos serão premiados pela diferença entre N e P. Neste caso, há excesso de premiação (diferença entre G e P). | Haverá o exercício das opções, porém os executivos serão premiados pela diferença entre N e G. |
| 4 $N > P > G$ | A valorização nominal da ação da empresa considerada é maior do que a valorização definida previamente e essa é maior do que a valorização do grupo de empresas concorrentes. | Haverá o exercício das opções e os executivos serão premiados pela diferença entre N e P. Neste caso, parte da <i>performance</i> superior (diferença entre P e G) não será premiada. | Haverá o exercício das opções, porém os executivos serão premiados pela diferença entre N e G. |
| 5 $P > G > N$ | A valorização definida previamente é maior do que a valorização do grupo de empresas concorrentes e essa é maior do que a valorização das ações da empresa considerada. | Não haverá exercício de opções | Não haverá exercício de opções. |
| 6 $P > N > G$ | A valorização definida previamente é maior do que a valorização das ações da empresa considerada e essa é maior do que a valorização das ações do grupo de empresas concorrentes. | Não haverá o exercício das opções, ainda que a valorização das ações da empresa considerada tenha sido superior à média das empresas concorrentes. Este tipo de situação certamente desmotivará os executivos que têm essa forma de premiação. | Haverá o exercício das opções com os executivos sendo remunerados na proporção de N-G. |

ações da empresa os executivos que alterarem, positivamente, o desempenho histórico da ação da empresa em relação ao seu grupo de concorrentes, considerando que as empresas permanecerão no próprio ramo de atividade, ou seja, não haverá uma ação dos executivos com o objetivo de diversificar suas atividades.

Essa proposta considera, também, que o acionista tem, *ex ante*, expectativa de valorização dos seus investimentos em ações

da empresa proporcional à valorização do setor no qual investiu, ajustada ao beta da ação da empresa em relação a esse setor.

Como, por pressuposto, as empresas se manterão no mesmo ramo de atuação, é de se esperar que o beta de seus ativos, ou seja, o risco operacional do negócio, não seja alterado por uma mudança de ramo de negócios. Se o ramo de atuação da empresa permanecer o mesmo, as possibilidades de alteração do beta da empresa podem ser as propostas por Fabozzi &

Francis (1978), mencionadas anteriormente. Das alternativas citadas, apenas a referente a mudanças em produtos, em alavancagens, dividendos, expectativas da gerência além de outras fontes, está sob o controle dos executivos. As demais mudanças são as macroeconômicas, os fatores políticos e os fatores de mercado, que afetam indistintamente todas as empresas, e assim, por hipótese, os efeitos dessas mudanças serão considerados homogêneos entre as empresas participantes do grupo no qual o beta será calculado; dessa forma, será possível capturar as alterações do beta provenientes somente das atuações dos executivos consideradas por Fabozzi & Francis (1978).

Concentrando-se nas opções à disposição dos executivos além das mudanças de produtos, dividendos, alavancagem operacional e suas expectativas, outra forma de melhorar a rentabilidade das ações da empresa é alterar o seu beta por meio de uma mudança na estrutura de capital da empresa.

Conforme ensinam Brealey & Myers (1996), para aumentar o beta do patrimônio líquido (PL) é necessário aumentar a alavancagem financeira da empresa, trazendo mais risco às ações e à parcela de capitais de terceiros.

Para a construção da proposta aqui exposta, é necessário definir um índice que reflita a valorização média das ações das empresas que estão concorrendo no mesmo segmento/setor de mercado. Esse índice será calculado considerando-se uma carteira de ações, igualmente ponderadas, que contenha as empresas atuantes no setor⁽³⁾.

Com os dados históricos das ações que compõem a carteira das empresas do mesmo setor, calcula-se o índice de valorização dessa carteira e a correlação entre esse índice e a valorização da ação da empresa na qual será estabelecida a forma de premiação ora proposta.

Na seqüência, deverá ser calculado o beta dessa empresa em relação a esse índice de mercado de empresas concorrentes no mesmo segmento/setor.

Como o objetivo genérico dos planos de premiação dos executivos também é o de reter os profissionais na empresa, após um período longo será possível aferir o desempenho da ação com relação ao índice médio definido previamente. Se a valorização dessa ação, em relação ao setor ao qual pertença a empresa, permanecer no mesmo nível histórico ou, então, muito próximo, isso quer dizer que as decisões dos executivos não foram suficientes para superar a expectativa de valorização do investimento dos acionistas; no caso, ela foi mantida nos níveis históricos e, portanto, os executivos não serão premiados. A ausência de premiação decorre do fato de que o preço das opções deverá, nessa proposta, ser corrigido pelo índice de variação do setor ao qual pertence a empresa, definido previamente e ajustado ao beta também calculado previamente.

Por outro lado, caso o beta seja alterado positivamente esse efeito estará refletido no preço da ação. Isso significa que os executivos efetuaram um trabalho que mudou o comportamento do preço da ação em relação ao mercado em que ela atua; dessa forma, as ações estarão mais sensíveis às variações do mercado.

Essa forma de premiação apresenta vantagens sobre as formas atuais e propostas de premiação, pois:

- as opções a preço fixo premiam qualquer variação no preço das ações, independentemente dos esforços dos executivos;
- as opções indexadas premiam executivos que trabalham em empresas com betas superiores a 1 (50% das empresas), mesmo que eles tomem decisões que diminuam os betas, mas que os mantenham superiores a 1;
- as opções indexadas não premiam executivos que trabalham em empresas cujos betas sejam inferiores a 1, mas que desenvolveram esforços no sentido de aumentá-los, aproximando-os de 1.

Com a forma de premiação ora proposta, somente os esforços que efetivamente superem a expectativa de valorização dos investimentos dos acionistas serão premiados por meio de opções de ações⁽⁴⁾.

É oportuno lembrar que o acionista pode diversificar seus riscos adquirindo ações de outras empresas. O executivo, embora também possa fazê-lo, provavelmente estará mais concentrado no risco da empresa.

O risco enfrentado pelo executivo, enquanto administrador da empresa, é naturalmente o risco da própria empresa. Não parece ser papel da empresa minimizar os riscos a que os executivos estão submetidos ao gerenciá-la. Fazendo-se uma analogia náutica, os administradores são os comandantes dos navios e os acionistas os seus proprietários. Em caso de naufrágio, o proprietário perde parte de seu investimento, já os comandantes...

3.3. Análise comparativa entre a premiação por meio de opções com preço indexado (Rappaport, 1999) e de opções com preço indexado ajustado ao beta (proposta neste artigo)

Nesta análise comparativa, procura-se apresentar a mesma situação de valorização das ações de duas empresas com duas formas distintas de premiação dos executivos. Uma empresa apresenta um beta superior a 1 e a outra um beta inferior a 1⁽⁵⁾. A primeira forma de premiação é a apresentada por Rappaport (1999), de opções com preço indexado. A segunda forma é a proposta neste artigo, de premiar os executivos com opções com preço indexado ajustado ao beta.

Para apresentar essa análise é necessário construir uma carteira de ações, com participação proporcional de cada empresa que atua no mesmo setor. A construção desse índice, obtido por meio da valorização dessa carteira, corresponderá ao índice de mercado do setor para a avaliação das formas de premiação analisadas.

Para efeito de exemplificação dessa proposta, todos os executivos passam a ter direito às opções em uma mesma data; o índice será, simplesmente, a valorização do setor, desde a data

em que foi concedido o direito às opções de ações até a data de exercício das opções.

A fim de explicitar melhor as diferenças entre as duas propostas, foram adotadas as seguintes condições:

- um horizonte de cinco anos;
- uma valorização anual do índice do setor de 10% ao ano; portanto, uma variação acumulada do índice de mercado do setor de 61,05% em cinco anos;
- duas empresas do mesmo setor, que compõem o índice acima calculado, cujos betas históricos em relação a esse mesmo índice sejam, respectivamente, para a empresa A igual a 1,1 e para a empresa B igual a 0,9;
- que os acionistas medem a adequação da remuneração de seus investimentos levando em conta o risco incorrido em relação à expectativa de valorização do setor ajustada ao beta da ação da empresa;
- consideraram-se, para cada empresa, quatro situações de valorização das ações, tendo-se como parâmetro a valorização do setor das empresas concorrentes e o beta de cada empresa (A e B). Assim, as situações consideradas foram:
 - Para a empresa A:
 - Valorização nominal da ação igual à variação do setor ajustada ao beta da empresa A. Valorização das ações de A em 67,16% $\rightarrow = 61,05\% * 1,10$.
 - Valorização nominal da ação superior à variação do setor ajustada ao beta da empresa A. Valorização das ações de A em 70,21% $\rightarrow = 61,05\% * 1,15$.

- Valorização nominal da ação superior à valorização do setor e inferior à valorização do setor ajustada ao beta da empresa A. Valorização das ações de A em 64,10% $\rightarrow = 61,05\% * 1,05$.
- Valorização nominal da ação igual ou inferior à valorização do setor. Valorização das ações de A em 56,05% $\rightarrow = 61,05\% + 5,00\%$.
- Para a empresa B:
 - Valorização nominal da ação igual à variação do setor ajustada ao beta da empresa B. Valorização das ações de B em 54,95% $\rightarrow = 61,05\% * 0,90$.
 - Valorização nominal da ação inferior à valorização do setor e superior à valorização do setor ajustada ao beta da empresa B. Valorização das ações em 58,00% $\rightarrow = 61,05\% * 0,95$.
 - Valorização nominal da ação inferior à variação do setor ajustada ao beta da empresa B. Valorização das ações de B em 51,89% $\rightarrow = 61,05\% * 0,85$.
 - Valorização nominal da ação igual ou superior à valorização do setor. Valorização das ações de B em 66,05% $\rightarrow = 61,05\% + 5,00\%$.

São apresentadas, na seqüência, as avaliações das empresas A e B (quadros 2 e 3, respectivamente), considerando as duas formas de premiação combinadas com as quatro situações possíveis de valorização das ações da empresa e o efeito na premiação dos executivos também considerando a combi-

Quadro 2

Comparativo da Empresa A — Formas de Premiação e Opções com Preço Indexado e Opções com Preço Indexado Ajustado ao Beta

| Situação | Valorização das Ações da Empresa A | Opções com Preço Indexado (Rappaport, 1999) | Opções com Preço Indexado Ajustado ao Beta |
|----------|--|--|--|
| 1 | Igual à do setor ajustada ao beta: Setor = 61,05% Setor x beta = 67,16% Empresa = 67,16% | Apesar de a remuneração cobrir apenas os riscos dos acionistas, haverá o exercício das opções com um ganho de R\$ 6,11 (R\$ 67,16 — R\$ 61,05). | Não haverá o exercício das opções, pois a remuneração compensou apenas o risco corrido pelos acionistas. |
| 2 | Superior à do setor ajustada ao beta: Setor = 61,05% Setor x beta = 67,16% Empresa = 70,21% | Haverá exercício de opções com ganhos de R\$ 9,16 (R\$ 70,21 — R\$ 61,05). Haverá excesso de ganhos de R\$ 6,11 (R\$ 9,16 — R\$ 3,05) se considerada a proposta de ajuste ao beta. | Haverá exercício de opções com ganhos de R\$ 3,05 (R\$ 70,21 — R\$ 67,16) provenientes do ganho adicional proporcionado pelos executivos, já ajustado aos riscos corridos. |
| 3 | Inferior à do setor ajustada ao beta: Setor = 61,05% Setor x beta = 67,16% Empresa = 64,10% | Haverá exercício de opções com ganhos de R\$ 3,05 (R\$ 64,10 — R\$ 61,05), indevidos se considerada a proposta de ajuste ao beta, pois a valorização das ações não foi adequada à remuneração esperada pelos acionistas. | Não haverá o exercício das opções, considerando-se que a remuneração não foi adequada à valorização esperada pelos acionistas. |
| 4 | Inferior ao setor: Setor = 61,05% Setor x beta = 67,16% Empresa = 56,05% | Não haverá o exercício das opções, pois a remuneração não foi adequada às expectativas dos acionistas. | Não haverá o exercício das opções, pois houve destruição de riqueza dos acionistas. |

Quadro 3

Comparativo da Empresa B — Formas de Premiação e Opções com Preço Indexado e Opções com Preço Indexado Ajustado ao Beta

| Situação | Valorização das Ações da Empresa B | Opções com Preço Indexado (Rappaport, 1999) | Opções com Preço Indexado Ajustado ao Beta |
|----------|--|--|---|
| 1 | Igual à do setor ajustada ao beta: Setor = 61,05% Setor x beta = 54,95% Empresa = 54,95% | Não haverá exercício, pois a valorização é inferior à do setor. | Não haverá exercício das opções, pois a remuneração apenas atingiu a expectativa dos acionistas. |
| 2 | Superior à do setor ajustada ao beta: Setor = 61,05% Setor x beta = 54,95% Empresa = 58,00% | Não haverá exercício, pois a valorização é inferior à do setor, embora os executivos tenham superado a expectativa dos acionistas. | Haverá exercício, pois a valorização superou a expectativa dos acionistas. O ganho será de R\$ 3,05 (R\$ 58,00 — R\$ 54,95). |
| 3 | Inferior à do setor ajustada ao beta: Setor = 61,05% Setor x beta = 54,95% Empresa = 51,89% | Não haverá exercício, pois a valorização é inferior à do setor. | Não haverá o exercício das opções, pois a valorização foi inferior à expectativa dos acionistas. |
| 4 | Superior à do setor: Setor = 61,05% Setor x beta = 54,95% Empresa = 66,05% | Haverá o exercício e o ganho será de R\$ 5,00 (R\$ 66,05 — R\$ 61,05). No entanto, parte do esforço que excedeu às expectativas dos acionistas não é recompensado. | Haverá o exercício e o ganho será de R\$ 11,10 (R\$ 66,05 — R\$ 54,95), refletindo a superação das expectativas dos acionistas. |

nação de valorizações e formas de premiação. Adicionalmente, são apresentados os ganhos proporcionais a cada R\$ 100,00 de direitos de aquisição de ações.

Nos quadros 4 e 5 pode ser observado um resumo das situações descritas, cuja legenda é a seguinte:

- Sim = Haverá prêmio.
- Não = Não haverá prêmio.
- Excede = Excede as expectativas de valorização dos acionistas.
- Não atinge = Não atinge as expectativas de valorização dos acionistas.
- Atinge = Atinge as expectativas de valorização dos acionistas.

Como é possível observar, na proposta de premiação realizada neste artigo não existem as situações em que o executivo é premiado caso atinja ou não as expectativas de valorização dos acionistas, nem a situação em que o executivo não é premiado, apesar de exceder a expectativa de valorização dos acionistas.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A remuneração dos executivos vem evoluindo através dos tempos. No início, os ganhos eram fixos. Posteriormente, parte dos ganhos passou a ser atrelada ao atingimento de metas financeiras e de desempenho. Mais recentemente, o desempe-

Quadro 4

Empresas com Beta Superior a 1

| Forma de Premiação | Valorização | | | | |
|---------------------------------|----------------------|-------------------|---|--------------------------|-----------------------------|
| | Menor que a do setor | Igual à do setor | Maior que a do setor e menor que a ajustada ao beta | Igual à ajustada ao beta | Superior à ajustada ao beta |
| Proposta de Rappaport (1999) | Não Não atinge | Não Não atinge | Sim Não atinge | Sim Atinge | Sim Excede |
| Proposta realizada neste artigo | Não Não atinge | Não Não atinge | Não Não atinge | Não Atinge | Sim Excede |

Quadro 5
Empresas com Beta Inferior a 1

| Forma de Premiação | Valorização | | | | |
|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------|---|--------------------|-----------------------|
| | Inferior à ajustada ao beta | Igual à ajustada ao beta | Maior que a ajustada ao beta e menor que a do mercado | Igual à do mercado | Superior à do mercado |
| Proposta de Rappaport (1999) | Não Não atinge | Não Atinge | Não Excede | Não Excede | Sim Excede |
| Proposta realizada neste artigo | Não Não atinge | Não Atinge | Sim Excede | Sim Excede | Sim Excede |

nho passou a ser atrelado ao valor da empresa, ou seja, à valorização de mercado de suas ações.

No entanto, diversas vezes levantaram-se contra a premiação dos executivos pelas variações no preço da ação da empresa por motivos independentes das decisões tomadas por eles ou mesmo por não acreditarem que o desempenho do executivo esteja ligado às variações do preço da ação.

Superar o desempenho histórico está alinhado com a maximização da riqueza do acionista; porém, essa maximização pode trazer consigo maiores riscos que estarão refletidos no beta das ações e no beta dos passivos...

Recentemente, Rappaport (1999) propôs a indexação das opções com o objetivo de premiar somente os executivos de empresas cujas ações superem a média do grupo de concorrentes ao qual elas pertencem.

Embora sedutora, essa proposta parece ser injusta com os executivos de empresas cujo desempenho seja inferior à média, mas com tendência à melhoria, e, adicionalmente, ela parece ser benevolente com os executivos de empresas cujo desempenho é superior à média das empresas concorrentes, mas com tendência a piorar o desempenho.

A proposta apresentada neste artigo pretende minimizar a ocorrência de injustiças e benevolência, buscando premiar somente os executivos que trabalhem no sentido de exceder às expectativas de valorização dos acionistas, considerando o desempenho histórico das ações em relação ao seu setor. Não basta manter a posição, é preciso melhorá-la. Não basta pertencer ao grupo das melhores (50%), é preciso superar a própria *performance* histórica buscando exceder às expectativas dos acionistas.

Superar o desempenho histórico está alinhado com a maximização da riqueza do acionista; porém, essa maximização pode trazer consigo maiores riscos que estarão refletidos no beta das ações e no beta dos passivos, uma vez que a empresa continua atuando no mesmo segmento e, portanto, o beta dos ativos não sofreu alteração.

Ao aumentarem o endividamento da empresa com a alteração da estrutura de capital, os executivos estarão aumentando a alavancagem financeira, o retorno sobre o capital e, também, o risco das ações da empresa.

Esse maior risco pelo efeito do endividamento pode ser diversificado pelos acionistas, por meio da aquisição de ações de outras empresas.

Caso os acionistas tenham aversão ao risco e não desejem aumentar o beta da empresa por meio de endividamento maior, então formas alternativas de premiação deverão ser propostas, independentes do preço da ação no mercado. ♦

NOTAS

- (1) Método de precificação de opções desenvolvido por Scholes & Black (1972).
- (2) Será definido um conjunto de empresas do mesmo setor para a composição do índice, o qual será obtido por meio de uma média da valorização, no mercado, das ações das empresas escolhidas.
- (3) Existem metodologias próprias para o cálculo de ín-

dices de ações que levam em conta liquidez, variações de preço etc.

- (4) Obviamente, não estão descartadas outras formas de remuneração.
- (5) Observe que o beta aqui proposto é o beta em relação ao segmento do mercado em que a empresa atua e não o beta em relação ao mercado.

REFERÊNCIAS
BIBLIOGRÁFICAS

- BLUME, M. On the assessment of risk. *The Journal of Finance*, v.XXVI, n.1, p.1-10, Mar. 1971.
- _____. Betas and their regression tendencies. *The Journal of Finance*, v.XXX, n.3, p.785-795, June 1975.
- BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. *Principles of corporate finance*. 5.ed. (International Edition). Estados Unidos: McGraw-Hill, 1996.
- FABOZZI, F.J.; FRANCIS, J.C. Beta as a random coefficient. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.XIII, n.1, p.101-116, Mar. 1978.
- JENSEN, M.C.; MECKELING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.
- LEVY, A. *The new math of CEO pay*. New York: Bloomberg, July 1999.
- RAPPAPORT, A. New thinking on how to link executive pay with performance. *Harvard Business Review*, v.77, n.2, p.91, Mar./Apr. 1999.
- REVISTA EXAME. Guia Exame 2000 — As 100 melhores empresas para você trabalhar. São Paulo, Editora Abril, v.721, jul. 2000.
- SCHOLES, M.; BLACK, F. The valuation of option contracts and a test of market efficiency. *Journal of Finance*, v.XXVIII, n.2, p.399-418, May 1972.

ABSTRACT

Executive pay through stock options adjusted to beta: a new way to reward executive performance

Executive pay through stock options is a subject which concerns scholars and the media. Although with different views, usually these articles focus on the relationship between executive performance and the stockholder's wealth increase. The current rewarding methods, with stock options, seem to be unfair or benevolent with the executive when he exercises his stock options. This paper proposes a method to minimize the identified effects in the current or proposed methods to reward executives through stock options.



Uniterms: stock-options, executive pay, beta.

RESUMEN

Remuneración de ejecutivos por medio de opciones de acciones ajustadas al beta

La remuneración (beneficios y prestaciones) de ejecutivos ha sido asunto tratado por la media especializada y también por los estudiosos de finanzas. Aunque con enfoques diferentes, la dirección de los reportajes y estudios usualmente enfoca la relación entre el desempeño del ejecutivo y el incremento de riqueza de los accionistas. Los actuales métodos de recompensa, por medio de opciones de acciones, parecen traer, intrínsecamente, injusticias y/o benevolencias en el momento del ejercicio de las opciones por los ejecutivos. En este artículo, se propone una forma de remuneración, por medio de opciones de acciones, que busca minimizar los efectos identificados en las formas de premiación actualmente utilizadas y/o propuestas.

Palabras clave: opciones de acciones, remuneración, ejecutivos, beta.

| | | | |
|---|---|--|---|
|  <p>CHAMADA DE TRABALHOS O prazo para o envio dos trabalhos é até o dia 16 de abril de 2004.</p> | <p>A RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo está recebendo trabalhos para edição especial sobre</p> <p>GOVERNANÇA CORPORATIVA</p> <p>nas seguintes áreas de concentração:</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Governança corporativa e <i>performance</i> empresarial • Governança corporativa e financiamento empresarial • Conselho de administração • Padrões contábeis e <i>disclosure</i> • Governança corporativa de empresas fechadas • Aspectos legais da governança corporativa • Aspectos culturais da governança corporativa • Governança corporativa do terceiro setor • Governança corporativa e estrutura de propriedade • Governança corporativa de cooperativas | <p>Informações</p> <p>Editor: Prof. Dr. Decio Zylbersztajn Co-editora: Profa. Dra. Rosa Maria Fischer Editor convidado: Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho</p> <p>As instruções aos autores e informações adicionais podem ser obtidas no site: www.rausp.usp.br ou pelo e-mail: rausp@usp.br ou pelos telefones: (11) 3091-5922 / 3814-5500 na Secretaria Editorial.</p>  |
|---|---|--|---|