

O EFEITO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DAS OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO NA ATRIBUIÇÃO DE OPÇÕES DE ACÇÕES - UMA REVISÃO DA LITERATURA

Sandra Maria Geraldês Alves, Universidade de Aveiro

Júlio Manuel dos Santos Martins, Universidade do Porto

Carlos Manuel dos Santos Ferreira, Universidade de Aveiro

RESUMO

O sucesso de qualquer empresa depende em grande medida dos recursos humanos de que dispõe, sendo o sistema de incentivos considerado como um dos instrumentos mais influentes no seu comportamento. As remunerações dos recursos humanos contemplam, normalmente, salários, outros benefícios monetários e benefícios não monetários. Como alternativa ao pagamento de prémios em dinheiro, nos últimos anos tem-se assistido à utilização de outros instrumentos na concepção de sistemas de incentivos. É nesta linha que surgem as opções de acções.

Nesta comunicação para além de apresentarmos o conceito e as características das opções de acções, apresenta-se também o efeito da estrutura de propriedade e das oportunidades de investimento na sua atribuição.

PALAVRAS-CHAVE: opções de acções; acções detidas pelos gestores; concentração accionista; oportunidades de investimento.

RESUMEN

El éxito de cualquier empresa depende en gran medida de los recursos humanos de que dispone, siendo el sistema de incentivos considerado como uno de los instrumentos más influyentes en su comportamiento. Las remuneraciones de los recursos humanos contemplan, normalmente, salarios, otros beneficios monetarios y beneficios no monetarios. Como alternativa al pago de premios en dinero, en los últimos años se tiene permitido la utilización de otros instrumentos en la concepción de sistemas de incentivos. Es en esta línea en la que surgen las opciones de acciones.

En esta comunicación más allá de presentarnos el concepto y las características de las opciones de acciones, se presenta también el hecho de la estructura de propiedad y de las oportunidades de inversión en su atribución.

PALABRAS-CLAVE: opciones de acciones; acciones poseídas por los gestores; concentración accionista; oportunidades de inversión.

1. INTRODUÇÃO

A atribuição de opções de acções por parte das empresas de capital aos seus gestores como forma de remuneração e inseridas em sistemas de incentivos tem-se tornado nos últimos anos uma prática cada vez mais continuada.

As empresas, geralmente "*em países com um elevado nível de desenvolvimento económico, mercados financeiros desenvolvidos e uma cultura não excessivamente avessa ao risco*" (Martins, 1997, p. 30), têm vindo a elaborar sistemas de incentivos nos quais inserem opções de acções como forma de remunerar e de incentivar os seus gestores. Esta tendência é particularmente visível nos Estados Unidos da América (EUA) e tem-se estendido a outros países desenvolvidos.

As opções de acções para gestores (*executive stock options*) também designadas simplesmente por opções de acções (*stock options*) correspondem a instrumentos utilizados pelas empresas na remuneração dos seus gestores. Quando se atribuem opções de acções pretende-se consolidar directamente uma componente de remuneração dos gestores com o aumento da valorização bolsista da empresa. Trata-se de uma operação com fins eminentemente empresariais, em que a remuneração dos gestores dependerá da maximização da utilidade dos accionistas, o que em princípio, implicará uma melhoria do desempenho e motivação dos gestores.

A importância que as opções de acções para gestores reveste, como instrumento de gestão bem como as suas implicações económicas, justifica que nos tenhamos debruçado sobre o efeito de alguns dos potenciais determinantes da sua atribuição.

Na presente comunicação, para além da introdução, começamos por apresentar o conceito e as características das opções de acções e a teoria da agência. De seguida apresenta-se o efeito da estrutura de propriedade e das oportunidades de investimento na atribuição de opções de acções. Por último apresentamos o resumo e conclusões.

2. CONCEITO E CARACTERÍSTICAS GERAIS DAS OPÇÕES DE ACÇÕES

Em termos genéricos, um contrato de opções de acções (*stock options*) dá ao seu detentor o direito, mas não a obrigação, de comprar (*call option*) ou de vender (*put option*) um determinado número de acções de dada empresa a um preço de exercício pré-convencionado, dentro de um prazo também previamente acordado.

Num contrato de opções de acções existem duas partes: o comprador e o vendedor.

O comprador mediante o pagamento de uma determinada quantia acordada (o prémio) tem o direito de exigir da contraparte um dado comportamento que se consubstancia na compra ou venda de um certo número de acções ao preço predefinido (preço de exercício). Portanto, o comprador tem o direito, mas não a obrigação, de exercer o direito de opção, e como tal é ele que decide se o contrato se realiza ou não.

O vendedor assume a obrigação de ficar à disposição da outra parte, para que nas condições predeterminadas lhe seja exigido o referido comportamento, se o comprador optar por exercer o seu direito.

Quanto ao tipo de direito que as opções de ações conferem ao seu detentor, estes contratos podem dividir-se em contratos de opções de compra de ações e contratos de opções de venda de ações.

Os contratos de opções de compra de ações atribuem ao seu detentor o direito de adquirir as ações subjacentes às opções e os contratos de opções de venda de ações conferem ao seu detentor o direito de vender as ações subjacentes às opções.

Assim, nos contratos de opções de compra de ações o comprador tem o direito, mas não a obrigação, de adquirir as ações em causa e o vendedor tem a obrigação de as vender nas condições preestabelecidas caso seja essa a vontade do comprador. Nos contratos de opções de venda de ações, o comprador tem o direito, mas não a obrigação, de vender as ações subjacentes às opções e o vendedor tem a obrigação de as comprar, se o comprador exercer o direito de opção.

As opções de ações têm uma data limite para serem exercidas, a qual é designada por data de exercício¹. São distinguidos geralmente dois tipos de opções de ações atendendo ao momento em que tais opções podem ser exercidas:

- as opções de ações americanas, quando o direito conferido pelas opções pode ser exercido em qualquer momento até à data de exercício; e
- as opções de ações europeias, quando o direito conferido pelas opções só pode ser exercido na data de exercício.

As opções de ações para gestores caracterizam-se, no entanto, pela atribuição de opções de ações que conferem ao gestor o direito de aquisição de ações da empresa que os emprega a um dado preço de exercício e num período predeterminado. Deste modo, o contrato subjacente nas opções de ações para gestores é o contrato de opção de compra de ações, dado que as opções de ações atribuem ao gestor o direito, mas não a obrigação, de adquirir um dado número de ações da empresa por um valor pré-estabelecido.

Assim, podemos definir as opções de ações como um acordo estabelecido entre o gestor e a empresa, através do qual o gestor aquando da celebração do acordo, adquire o direito de adquirir da empresa, durante um dado período de tempo, um determinado número de ações da empresa a um preço pré-estabelecido (preço de exercício).

Segundo Hemmer et al. (1994) as opções de ações divergem das opções de compra de ações estabelecidas entre dois investidores particulares, em três aspectos:

1. o gestor não tem que pagar o prémio, no momento em que adere às opções de ações, ao contrário do que acontece quando é estabelecido este tipo de contrato entre dois investidores particulares;
2. as opções de ações atribuídas pelas empresas aos seus gestores são normalmente de longo prazo;

¹ Também designada por data de vencimento ou data de expiração.

3. ao contrário do que acontece com as estabelecidas entre dois investidores particulares, as opções de acções concedidas aos gestores não são geralmente transferíveis. Ou seja, os gestores não podem vender as opções de acções a terceiros.

Para além destes aspectos diferenciadores, as opções de acções possuem adicionalmente um outro: o período de carência (*vesting period*). O período de carência corresponde ao período durante o qual a opção não pode ser exercida (Mehran e Tracy, 2001). A definição deste período permite manter os compromissos que ligam o beneficiário das opções de acções à empresa, pelo que se o gestor abandonar a empresa antes do fim desse tempo perde o direito de opção.

Nas opções de acções, tal como acontece nos contratos de opções de compra de acções estabelecidos entre dois investidores particulares, o gestor determinará o seu exercício, ou não, pela comparação entre o preço de exercício e o preço de mercado das acções. Nesta perspectiva, as opções de acções podem dividir-se em três categorias diferentes:

- *in-the-money*, quando o exercício da opção conduz a ganhos. Esta situação verifica-se quando o preço de exercício é inferior ao preço de mercado. Desta forma, o gestor ao exercer a opção adquire as acções por um preço mais baixo do que o de mercado;
- *out-of-the-money*, se o exercício da opção não conduz a ganhos. Verifica-se quando o preço de exercício é superior ao preço de mercado das acções;
- *at-the-money*, quando o exercício da opção não conduz nem a ganhos nem a perdas. Esta situação ocorre quando o preço de exercício é igual ao preço de mercado das acções.

Os gestores tenderão, assim, a exercer as opções de acções quando o preço de exercício for inferior ao preço de mercado das acções.

Assim, as opções de acções podem representar uma forma de remuneração adicional que incentivará os seus beneficiários, uma vez que, quanto maior for o valor da empresa, maior será o ganho que obtêm. Parece assim que a principal vantagem deste tipo de planos para os gestores é a remuneração adicional que lhes proporciona (Egginton et al., 1993; White et al., 1998). De facto, quanto maior o preço de mercado das acções maior será não só a riqueza dos accionistas mas também a dos gestores, já que a maximização da cotação das acções maximiza o valor das opções de acções.

2. A TEORIA DA AGÊNCIA E AS OPÇÕES DE ACÇÕES

A separação entre o controlo de propriedade e o controlo de gestão origina potenciais conflitos de interesses entre proprietários e gestores, a designada teoria da agência. Este potencial conflito de interesses foi reconhecido pela primeira vez por Smith (1776) ao referir que "*negligence and profusion must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company ... where (executives) are the manager of other people's money than of their own*" (in Gomez-Mejia e Wiseman, 1997, p. 295). Também Berle e Means (1932) reconhecem o conflito de interesses como consequência da separação de propriedade e controlo, ao referirem

que "*the separation of ownership from control produce a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear*" (in Gomez-Mejia e Wiseman, 1997, p. 295).

A teoria da agência proporciona uma estrutura teórica que visa analisar as diferentes 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. A relação de agência é normalmente entendida como um contrato através do qual uma ou mais pessoas (designadas por principal), exigem a outra pessoa (designada por agente) para desempenhar algum serviço no interesse dos primeiros, o qual envolve a delegação de alguma autoridade no processo de tomada de decisão do principal para o agente (Ross, 1973; Jensen e Meckling, 1976). Deste modo, o principal (proprietário) solicita a um agente (gestor) que actue por sua conta e em prol dos seus interesses e, em troca dos serviços prestados ou susceptíveis de o ser, oferece-lhe uma remuneração; por seu lado, o agente compromete-se a tomar decisões que vão no sentido dos interesses do principal.

Dois elementos essenciais da teoria da agência são o facto de os interesses dos accionistas e dos gestores não coincidirem e de existir algum grau de oportunismo entre eles. Assim, o ambiente em que se desenvolvem as relações de agência bem como a existência de assimetrias de informação entre as partes leva a que o potencial conflito entre accionistas e gestores acarrete custos quer no período que antecede a elaboração do contrato quer no período subsequente. Além disso, se cada uma das partes procurar a maximização da sua própria utilidade, então facilmente se poderá depreender que nem sempre o gestor actuará no interesse dos accionistas. Assim, o conflito de interesses entre accionistas e gestores induz a custos de agência. Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como sendo o somatório: dos custos de monitorização (*monitoring costs*), dos custos de obrigação (*bonding costs*) e da perda residual (*residual loss*). Deste modo, estes custos visam reduzir a actuação do agente no seu próprio interesse em detrimento dos interesses do principal, bem como os suportados por este pelo facto de a monitorização não ser totalmente eficaz.

Entende-se assim por custos de agência aqueles que visam minimizar o conflito entre as partes contratantes bem como a redução da possibilidade de incumprimento da correspondente relação ou transacção. Isto é, os custos de agência correspondem aos provenientes da adopção de medidas que visam controlar a actuação do gestor. A repartição destes custos entre o agente e o principal dependerá em grande medida da antecipação ou não pelo principal do comportamento oportunista do agente.

Uma consequência inevitável da separação entre propriedade e controlo é a de que uma das partes envolvidas numa transacção pode possuir mais e/ou melhor informação relevante do que a outra. Se a informação fluísse a custo zero, não existiriam problemas de agência na medida em que um indivíduo não dependeria de outro. De facto, sempre que um indivíduo depende da acção de outro surge a relação de agência e conseqüentemente os potenciais conflitos de interesses.

A incerteza e a assimetria de informação entre o principal e o agente pode dar origem ao comportamento oportunista na medida em que o agente pode utilizar o seu conhecimento para maximizar a sua utilidade à custa

da do principal. A existência de assimetria de informação pode criar dois tipos de problemas: o da selecção adversa e o do risco moral.

A selecção adversa é um problema que afecta negativamente a relação pré-contratual entre o agente e o principal. Resulta do facto de o agente possuir informação privada sobre determinadas variáveis que afectam a transacção, mas que o principal desconhece. A selecção adversa expressa assim o potencial oportunismo pré-contratual do agente ao possuir informação que o principal não possui e a a poder ocultar com o objectivo de aumentar a sua utilidade.

O problema do risco moral surge como consequência da existência de assimetria de informação na relação pós-contratual. Deriva do facto de o principal não poder avaliar perfeitamente a eficiência das acções do agente, ou o resultado dessas acções. O risco moral está assim relacionado com o esforço do agente, isto é, nas acções tomadas pelo agente, o principal não consegue avaliar o nível real de esforço aplicado no sentido de maximizar os seus interesses. De facto, as acções do agente não são observáveis nem verificáveis, isto é, o principal não consegue avaliar a acção do agente dos pontos de vista quantitativo ou qualitativo, o que poderá levar o agente a adoptar comportamentos oportunistas.

Os accionistas podem minimizar os conflitos de interesses com os gestores através do estabelecimento de incentivos apropriados, desenhados de forma a limitar qualquer comportamento disfuncional por parte do agente (Holmström, 1979). Convém, todavia, referir que a existência de assimetrias de informação, a impossibilidade de controlar sem custos o agente e o facto de os mecanismos de governo da empresa nem sempre serem eficientes, deixa alguma margem para possíveis actuações discricionárias por parte dos gestores. Em suma, por mais adequados que sejam os incentivos que visem limitar os conflitos de interesses muito dificilmente se conseguirá eliminar por completo o potencial comportamento disfuncional por parte dos gestores (Jensen e Meckling, 1976).

Jensen e Murphy (1990) sugerem que a atribuição de remunerações baseadas em instrumentos de capital próprio, tais como as opções de acções, alinha os interesses entre os gestores e os accionistas, minimizando consequentemente os custos de agência.

A divergência de interesses entre os accionistas e os gestores pode ser assim minimizada através de mecanismos internos, como seja a atribuição de sistemas de remunerações que liguem a riqueza dos gestores à dos accionistas (Jensen, 1986; Agrawal e Knoeber, 1996)².

4. O EFEITO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DAS OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO NA ATRIBUIÇÃO DE OPÇÕES DE ACÇÕES

² A divergência de interesses entre o principal e o agente também pode ser limitada através de mecanismos externos, tais como o mercado de trabalho e o mercado de capitais (Jensen, 1986; Agrawal e Knoeber, 1996). Estes mecanismos externos actuam em simultâneo com os mecanismos internos podendo ser seus suplementares ou substitutos.

Para a teoria da agência a empresa representa um conjunto de relações contratuais entre executivos, accionistas, estado, credores e trabalhadores. Desta interacção pode resultar que os gestores tenham objectivos divergentes e até conflitantes com os dos accionistas (Jensen e Meckling, 1976). Para evitar ou minimizar este conflito de interesses torna-se necessário criar mecanismos que incentivem uma convergência de objectivos. Os dois mecanismos que visam minimizar os problemas de agência são a monitorização e os incentivos (Mehran e Tracy, 2001). Assim, um dos mecanismos que pode ser utilizado para minimizar os problemas de agência consiste na integração de incentivos na remuneração dos gestores. Dentro destes incentivos, as opções de acções são consideradas como um dos componentes da remuneração dos gestores mais eficientes para alinhar os interesses entre os accionistas e os gestores, o que justifica a análise dos determinantes da sua atribuição. Dentro do conjunto amplo de determinantes, discutimos de seguida o efeito da estrutura de propriedade e das oportunidades de investimento na atribuição de opções de acções. Estes determinantes são considerados por muitos autores (por exemplo, Smith e Watts, 1992; Gaver e Gaver, 1993 e 1995; Yermack, 1995; Mehran, 1995; Rosenberg; 2003) como dos mais importantes.

4.1. Estrutura de Propriedade

4.1.1. Acções detidas pelos gestores

A separação entre a propriedade e a gestão induz a problemas de agência, dado que os gestores dispõem de um elevado grau de discricionariedade na tomada de decisões. Esta discricionariedade resulta quer da dificuldade que os accionistas têm, decorrente da dispersão do capital, em controlar as actuações dos gestores quer da existência de assimetria de informação. Estes factos originam o risco de os gestores procurarem atingir os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos accionistas. Uma forma de minimizar este efeito consiste em dotar os gestores de incentivos que os tornem detentores de um interesse residual na empresa, o que implicará consequentemente a minimização dos custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) sugerem que a detenção de acções pelos gestores minimiza os problemas de agência. Uma vez que se os gestores também são accionistas da empresa, os mesmos terão que suportar, na proporção da sua participação no capital, os custos que resultarem das suas decisões discricionárias contrárias à maximização do valor da empresa. Em suma, "*managerial ownership is an important internal monitoring force*" (Chen e Steiner, 1999, p. 120).

A participação do gestor no capital da empresa contribuirá assim para uma convergência de interesses entre gestores e accionistas (hipótese de convergência de interesses). Quanto maior for a percentagem de capital detida pelo gestor menor será o seu comportamento oportunista conducente à expropriação de riqueza. Assim, a detenção de acções pelo gestor contribui para que o mesmo não opte por decisões que impliquem uma redução no valor das acções, uma vez que tal actuação implica uma redução da sua própria riqueza.

Contrariamente à hipótese de convergência de interesses, a hipótese de entrenchamento (*entrenchment hypothesis*) sugere que o aumento da participação do gestor no capital pode levar a que os interesses entre accionistas e gestores sejam ainda mais antagónicos, uma vez que tal participação pode aumentar o seu grau de oportunismo (Morck et al., 1988; McConnel e Servaes, 1990; Short e Keasey, 1999).

A hipótese de entrenchamento prevê um maior conflito de interesses perante um aumento da participação do gestor no capital. Se os gestores possuem uma percentagem de capital importante, também possuem poder de voto, que lhes permitirá ficar imunes às forças disciplinadoras (por exemplo, votações em assembleias gerais, *takeovers* e mercado de trabalho dos gestores), garantir o seu posto de trabalho e permitir a expropriação de riqueza para benefício próprio, enquanto que os custos serão compartilhados entre todos os accionistas (Morck et al., 1988).

Morck et al. (1998), McConnell e Servaes (1990) e Short e Keasey (1999) estudam a relação entre a detenção de acções pelos gestores e o desempenho da empresa. Os resultados do estudo de Morck et al. (1998) sugerem que o desempenho da empresa aumenta quando os gestores detêm participações no capital entre 0% e 5% e superiores a 25%. Pelo contrário, o desempenho da empresa diminui quando a participação dos gestores no capital se situa entre os 5% e os 25%. Estes resultados sugerem que o efeito entrenchamento prevalece sobre o efeito alinhamento de interesses quando a participação no capital detida pelos gestores se situa entre os 5% e os 25%. McConnell e Servaes (1990) documentam uma relação curvilínea entre a detenção de acções pelos gestores e o desempenho da empresa, em que a curva inclina-se para cima até que a detenção de acções pelos gestores atinge aproximadamente 40% a 50% e depois inclina-se ligeiramente para baixo. Short e Keasey (1999) documentam igualmente uma relação não linear entre a detenção de acções pelos gestores e o desempenho da empresa utilizando dados do Reino Unido (enquanto Morck et al. (1998) e McConnell e Servaes (1990) utilizam dados dos EUA). No entanto, o desempenho da empresa diminui quando a participação dos gestores no capital se situa entre os 12% e os 40%. Os resultados dos referidos estudos sugerem assim que a detenção de acções pelos gestores para além de implicar um efeito de alinhamento de interesses também pode levar ao efeito entrenchamento.

Quando os gestores detêm participações no capital da empresa, o efeito alinhamento de interesses sugere uma menor necessidade de mecanismos adicionais de monitorização enquanto que o efeito entrenchamento sugere uma maior necessidade de tais mecanismos.

A hipótese de convergência de interesses sugere assim que a probabilidade de atribuição de opções de acções será menor quando os gestores detêm uma participação no capital da empresa. Deste modo, consistente com o efeito de substituição, alguns estudos documentam uma associação negativa entre a detenção de acções pelos gestores e a atribuição de opções de acções (Yermarck, 1995; Mehran, 1995; Ryan e Wiggins, 2001 e 2002).

Contrariamente, a hipótese de entrenchamento sugere uma relação positiva entre a detenção de acções pelos gestores e a atribuição de opções de acções, isto é a probabilidade de atribuição de opções de acções será maior quando os gestores detêm uma participação no capital da empresa. Pasternack (2002) documenta esta associação positiva.

4.1.2. Concentração accionista externa

A dispersão do capital contribui para a falta de incentivos por parte dos pequenos accionistas para a monitorização das acções dos gestores. A falta de monitorização por parte dos pequenos accionistas deve-se ao designado problema *free rider*³. Um pequeno accionista não estará em princípio interessado na monitorização das acções do gestor uma vez que isso levaria a que o mesmo suportasse todos os custos dessa monitorização, apropriando-se apenas de uma pequena proporção desse benefício, já que o benefício derivado da monitorização seria compartilhado com os restantes detentores de capital.

Shleifer e Vishny (1986) sugerem que a concentração accionista é um importante mecanismo de governação, que pode contribuir para o alinhamento de interesses entre gestores e accionistas. De facto, quando o accionista detém uma participação significativa no capital da empresa terá um maior incentivo de monitorar as decisões do gestor, já que suporta uma maior proporção do efeito das decisões contrárias à maximização de valor (Demsetz e Lehn, 1985; Shleifer e Vishny, 1986).

A concentração accionista contribui para atenuar o problema *free rider*, criando incentivos para monitorar e influenciar os gestores, e consequentemente para minimizar os custos de agência (Demsetz e Lehn, 1985; Shleifer e Vishny, 1997). Adicionalmente, a concentração accionista cria problemas de liquidez, os quais contribuem para que se estabeleça uma relação de dependência e de longo prazo entre gestores e accionistas, que por sua vez incentiva os accionistas a reduzir as assimetrias de informação (Lee e O'Neill, 2003).

A concentração accionista é assim considerada como um mecanismo de governação alternativo, já que incentiva os accionistas a monitorar as acções dos gestores e consequentemente a minimizar quer os custos de agência quer o nível de assimetria de informação. Assim, nas empresas com maior concentração accionista existirá uma menor necessidade de atribuir opções de acções. Consistente com o efeito de substituição, numerosos estudos documentam uma associação negativa entre a atribuição de opções de acções e a concentração accionista (Mehran, 1995; Ryan e Wiggins, 2001; Rosenberg, 2003; Ittner et al., 2003; Jones et al., 2004; Nagoaka, 2005).

4.2. Oportunidades de investimento

Para Myers (1977) o valor de uma empresa corresponde ao somatório do valor dos activos existentes (*assets-in-place*) e do valor das oportunidades de investimento (valor das opções de efectuar investimentos futuros discricionários em projectos de valor presente líquido positivo).

O conjunto de oportunidades de investimento corresponde a opções de investimentos que poderão ou não ser exercidas pela empresa. As oportunidades de investimento correspondem assim a um conjunto de investimentos discricionários, que só serão empreendidos se forem considerados rentáveis.

"*Firms with abundant investment opportunities have a range of possible investment decisions known fully only to the CEO*" (Bryan et al., 2000, p. 665). As empresas com significativas oportunidades de crescimento tornam-se

³ O problema *free rider* surge pelo facto de os accionistas que não monitorizam usufruírem dos benefícios da monitorização efectuada pelos accionistas que monitorizam sem que suportem qualquer custo de monitorização.

mais difíceis e mais custosas de monitorar pelos accionistas (Smith e Watts, 1992; Gaver e Gaver, 1993 e 1995), devido à elevada discricionabilidade dos gestores na tomada de decisões decorrentes da assimetria de informação. A existência de assimetrias de informação associadas a tais oportunidades de crescimento torna mais difícil avaliar as escolhas de investimentos efectuadas pelos gestores (Mehran, 1992).

O pacote de remuneração deve ser estruturado de forma a motivar os gestores a tomar decisões que maximizem o valor da empresa. Assim, espera-se que as empresas com significativas oportunidades de investimento utilizem mais incentivos baseados em valores de mercado na remuneração dos gestores (Smith e Watts, 1992). Baber et al. (1996) analisam se o conjunto de oportunidades de investimento influencia a sensibilidade da remuneração dos gestores às medidas de desempenho. Os resultados sugerem que existe uma maior utilização de remuneração baseada em medidas de desempenho de mercado do que em informação contabilística quando as oportunidades de investimento representam uma componente substancial do valor da empresa. No mesmo sentido, Skinner (1993) documenta a existência de uma maior utilização de remuneração baseada nos resultados contabilísticos em empresas cujos activos tangíveis representam a base fundamental do seu valor.

A utilização de incentivos baseados no mercado em detrimento dos baseados na informação contabilística pode estar associada ao facto de nas empresas com elevadas oportunidades de investimento o preço de mercado das acções reflectir, em princípio, de forma mais adequada o esforço dos gestores que os resultados contabilísticos (Smith e Watts, 1992).

A atribuição de opções de acções pode assim assumir um papel importante nas empresas que dispõem de significativas oportunidades de investimento, uma vez que as mesmas incentivam os gestores a maximizar o valor dos accionistas. Baber et al. (1996) sugerem que as oportunidades de investimento podem ser um determinante da atribuição de opções de acções. Neste sentido, por exemplo, Smith e Watts (1992), Gaver e Gaver (1993), Clinch (1991), Abbott (2001), Ryan e Wiggins (2001, 2002) e Kato et al. (2005) documentam que a atribuição de opções de acções está positivamente associada com o montante das oportunidades de crescimento.

5. RESUMO E CONCLUSÕES

A separação entre o controlo de propriedade e o controlo de gestão origina potenciais conflitos de interesses entre proprietários e gestores. Este conflito é tratado pela designada teoria da agência.

Um dos mecanismos internos utilizados para minimizar os potenciais conflitos de interesses consiste na introdução de sistemas de incentivos no pacote de remuneração dos gestores. De entre os vários tipos de incentivos, as opções de acções são consideradas como um dos componentes da remuneração dos gestores mais eficientes para alinhar os interesses entre accionistas e gestores e ganha tanto mais quanto o preço de mercado das acções.

As opções de acções atribuem ao gestor o direito, mas não a obrigação, de adquirir um dado número de acções a

um preço preestabelecido. As opções de acções assentam no pressuposto de valorização das acções no futuro, o que faz com que o gestor venha a adquirir acções a um preço inferior ao preço de mercado. Por conseguinte, o gestor ganha o diferencial entre o preço de mercado e o preço de exercício da acção.

As opções de acções tratam-se assim de instrumentos de remuneração que ligam a riqueza dos gestores à dos accionistas, o que permitirá minimizar os custos de agência ao atenuar a divergência de interesses entre accionistas e gestores.

O problema de agência (accionista-gestor) resulta da separação entre propriedade e controlo, pelo que a estrutura de propriedade (acções detidas pelos gestores e concentração accionista) pode contribuir para a resolução dos conflitos de interesses entre accionistas e gestores e, assim, pode determinar a atribuição de opções de acções.

A detenção de acções pelos gestores é considerada como uma forma de alinhar os interesses entre accionistas e gestores (Jensen e Meckling, 1976), já que a mesma contribui para que o gestor adopte por decisões que impliquem um aumento no valor das acções, uma vez que tal actuação implica a maximização também da sua função utilidade. No entanto, para além da convergência de interesses, a detenção de acções pelos gestores pode contribuir para aumentar ainda mais a divergência de interesses (hipótese de entrincheiramento), dado que tal participação pode aumentar o grau de oportunismo dos gestores. O efeito alinhamento de interesses sugere uma menor necessidade de mecanismos adicionais de monitorização. Neste sentido, Yermack (1995) e Ryan e Wiggins (2001, 2002) documentam uma associação negativa entre a detenção de acções pelos gestores e a atribuição de opções de acções. Já, o efeito entrincheiramento sugere uma maior necessidade de atribuir opções de acções. Consistente com o efeito da complementaridade Pasternack (2002) documenta uma associação positiva entre a detenção de acções e a atribuição de opções de acções.

A concentração accionista externa é considerada como um importante mecanismo de governação das empresas (Shleifer e Vishny, 1986), que pode contribuir para o alinhamento de interesses entre gestores e accionistas. De facto, a concentração accionista ao criar incentivos para monitorar os gestores, contribui para minimizar tanto o problema *free rider* como os custos de agência, sugerindo assim uma menor necessidade de utilizar opções de acções. O efeito de substituição sugere assim uma relação negativa entre a concentração accionista e a atribuição de opções de acções, efeito documentado empiricamente por Mehran (1995), Rosenberg (2003) e Nagoaka (2005).

Para além da estrutura de propriedade, as oportunidades de investimento também podem determinar a atribuição de opções de acções. O conjunto de oportunidades de investimento terá um impacto na política de remuneração dos gestores, já que será mais difícil observar as actuações dos gestores quando a empresa dispõe de tais oportunidades. Neste sentido, por exemplo, Smith e Watts (1992), Gaver e Gaver (1993) e Kato et al. (2005) documentam que a atribuição de opções de acções está positivamente associada com o montante das oportunidades de crescimento. Estes resultados são consistentes com o facto de que, na presença de significativas oportunidades de investimento, as opções de acções podem contribuir para a minimização dos custos de monitorização decorrentes da elevada assimetria de informação entre accionistas e gestores.

BIBLIOGRAFIA

- ABBOTT, Lawrence J., 2001, "Financing, Dividend and Compensation Policies Subsequent to a Shift in the Investment Opportunity Set", *Managerial Finance*, Vol. 27, N.º 3, pp. 31-47.
- AGRAWAL, Anup, KNOEBER, Charles R., 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, N.º 3, Setembro, pp. 377-397.
- BABER, William R., JANAKIRAMAN, Surya N., KANG, Sok-Hyon, 1996, "Investment opportunities and the structure of executive compensation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, N.º 3, Junho, pp. 297-318.
- BRYAN, Stephen, HWANG, LeeSeok, LILIEN, Steven, 2000, "CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants", *Journal of Business*, Vol. 73, N.º 4, pp. 661-693.
- CHEN, Carl R., STEINER, Thomas L., 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy", *The Financial Review*, Vol. 34, N.1, Fevereiro, pp. 119-136.
- CLINCH, Greg, 1991, "Employee Compensation and Firm's Research and Development", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, N.º 1, Primavera, pp. 59-78.
- DEMSETZ, Harold, LEHN, Kenneth, 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, N.º 6, pp. 1155-1177.
- EGGINTON, Don, FORKER, John, GROUT, Paul, 1993, "Executive and Employee Share Options: Taxation, Dilution and Disclosure", *Accounting and Business Research*, Vol. 23, N.º 91, Abril, pp. 363-372.
- GAVER, Jennifer J., GAVER, Kenneth M., 1993, "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, N.º 1-3, Janeiro-Julho, pp. 125-160.
- GAVER, Jennifer J., GAVER, Kenneth M., 1995, "Compensation Policy and Investment Opportunity Set", *Financial Management*, Vol. 24, N.º 1, Primavera, pp. 19-32.
- GOMEZ-MEJIA, Luis, WISEMAN, Robert M., 1997, "Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook", *Journal of Management*, Vol. 23, N.º 3, pp. 291-374.
- HEMMER, Thomas, MATSUNAGA, Steve, SHEVLIN, Terry, 1994, "Estimating the "fair value" of employee options with expected early exercise", *Accounting Horizons*, Vol. 8, N.º 4, Dezembro, p. 23-42.
- HOLMSTRÖM, Bengt, 1979, "Moral hazard and observability", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, N.º 1, Primavera, pp. 74-91.
- ITTNER, Christopher D., LAMBERT, Richard A., LARCKER, David F., 2003, "The Structure and Performance Consequences of Equity Grants to Employees of New Economy Firms", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34, N.º 1-3, Janeiro, pp. 89-127.
- JENSEN, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, N.º 2, Maio, pp. 323-329.
- JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Working Paper.
- JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., 1990, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, N.º 2, Abril, pp. 225-264.
- JONES, Derek C., KALMI, Panu, MÄKINEN, Mikko, 2004, "The Productivity Effects of Stock Option Schemes: Evidence from Finnish Panel Data", Working Paper, The Research Institute of The Finnish Economy.
- KATO, Hideaki Kiyoshi, LEMMON, Michael, LUO, Mi, SCHALLHEIM, James, 2005, "An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, N.º 2, Novembro, pp. 435-461.
- LEE, Peggy M., O'NEILL, Hugh M., 2003, "Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: agency and stewardship perspectives", *Academy of Management Journal*, Vol. 46, N.º 2, pp. 212-225.
- MARTINS, António, 1997, "Opções sobre acções e as novas formas de remuneração", *Eurocontas*, Ano III, N.º 31, Outubro, pp. 30-31.

- MCCONNELL, John J., SERVAES, Henri, 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, N.º 2, Outubro, pp. 595-612.
- MEHRAN, Hamid, 1992, "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, N.º 4, Dezembro, pp. 539-560.
- MEHRAN, Hamid, 1995, "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, N.º 2, Junho, pp. 163-184.
- MEHRAN, Hamid, TRACY, Joseph, 2001, "The Effect of Employee Stock Options on the Evolution of Compensation in the 1990s", *Economic Policy Review*, Vol. 7, N.º 3, Dezembro, pp. 17-34.
- MELLE HERNÁNDEZ, Mónica, 2000, "¿Stop a las Stock Options?", *Boletín AECA*, N.º 52, Abril-Junho, p. 36-39.
- MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., 1988, "Management ownership and market valuation - an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- MYERS, Stewart C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, N.º 2, Novembro, pp. 147-175.
- NAGAOKA, Sadao, 2005, "Determinants of the Introduction of Stock Options by Japanese Firms: Analysis from the Incentive and Selection Perspectives", *The Journal of Business*, Vol. 78, N.º 6, pp. 2289-2315.
- PASTERNAK, Daniel, 2002, "Essays on Stock Options, Incentives, and Managerial Action", Publications of the Swedish School of Economics and Business Administration.
- ROSENBERG, Matts, 2003, "Stock Option Compensation in Finland: An analysis of economic determinants, contracting frequency, and design", Working Paper, Swedish School of Economics and Business Administration.
- ROSS, Stephen A., 1973, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, Vol. 63, N.º 2, Março, pp. 134-139.
- RYAN, Harley E., WIGGINS, Roy A., 2001, "The influence of firm-and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, N.º 2, Junho, pp. 101-123.
- RYAN, Harley E., WIGGINS, Roy A., 2002, "The Interactions Between R&D Investment Decisions and Compensation Policy", *Financial Management*, Vol. 31, N.º 1, Primavera, pp. 5-29.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, N.º 3, pp. 461-488.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., 1997, "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, N.º 2, Junho, pp. 737-783.
- SHORT, Helen, KEASEY, Kevin, 1999, "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, N.º 1, Março, pp. 79-101.
- SKINNER, Douglas J., 1993, "The investment opportunity set and accounting procedure choice: preliminary evidence", *Journal of Accounting Economics*, Vol. 16, N.º 4, Outubro, pp. 407-445.
- SMITH, Clifford W., WATTS, Ross L., 1992, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, N.º 3, Dezembro, pp. 263-292.
- WHITE, Gerald I., SONNENFELD, Ashwinpaul C, FRIED, Dov, 1998, *The Analysis and use of Financial Statements*, 2.ª edição, McGraw-Hill, Inc., Nova Iorque, Estados Unidos da América.
- YERMACK, David, 1995, "Do Corporations award CEO stock options effectively?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, N.º 2-3, Outubro-Novembro, pp. 237-269.