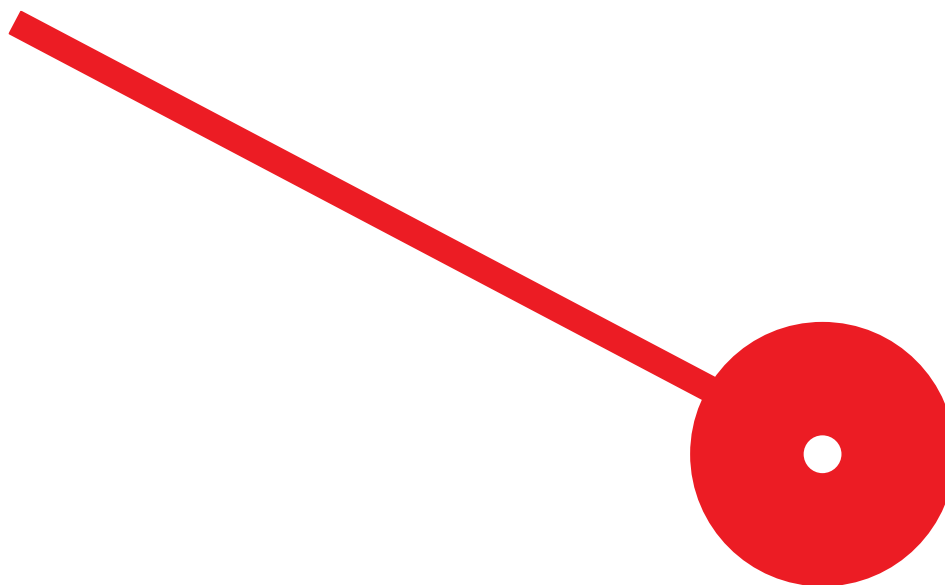


Remuneração dos Administradores VS Desempenho das Empresas

Mariana Santos

06/2022

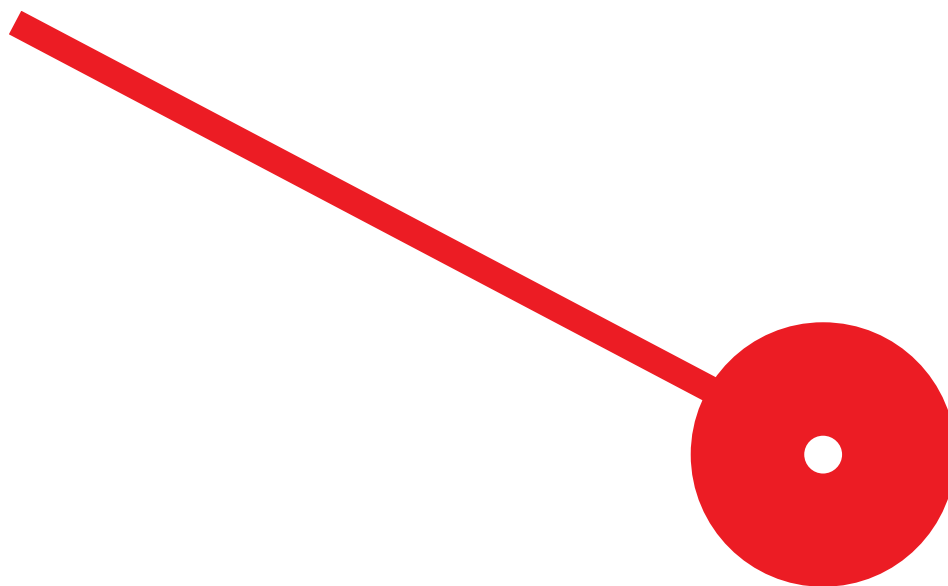
Mariana Santos. Remuneração dos
Administradores VS Desempenho das Empresas
06/2022



Remuneração dos Administradores VS Desempenho das Empresas

Mariana Santos

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais sob a orientação da Prof. Doutora Helena S. de Oliveira.



Agradecimentos

Quero agradecer à minha mãe, uma força da natureza, às minhas irmãs que sempre apoiaram as minhas opções e à minha mais recente estrelinha (meu pai), que me deixou a meio do meu mestrado, mas que ficará sempre no meu coração. À tia Conceição, que sempre fez questão de acompanhar o meu percurso pessoal e académico e de orientar nos momentos mais difíceis.

À prima Joana que sempre me motivou a nível académico, profissional e pessoal. Ao grupo de amigos, que acompanharam todo o meu percurso, em especial ao Paulo que ajudou em alguns detalhes da presente dissertação e nas matérias curriculares.

À Senhora Professora Doutora Helena S. de Oliveira, os meus agradecimentos por ter aceite a orientação da presente dissertação a quem expresseo o meu reconhecimento. A todos os professores do Mestrado em Finanças e a todos que intervieram ao longo do meu percurso académico.

Por fim, o meu profundo e sentido agradecimento a todas as pessoas que contribuíram para a concretização desta dissertação, estimulando-me intelectual e emocionalmente.

Resumo:

O tecido empresarial português é constituído essencialmente por pequenas e médias empresas (PME), cerca de 99,9% (Pordata). No entanto, as médias e grandes empresas, dada a sua dimensão e considerando o prescrito na legislação, nomeadamente no CSC, têm de adotar determinados modelos de governação. Estas empresas apresentam um maior volume de negócios, transações mais complexas, atuação em mercados internacionais o que exige uma gestão profissional e separação da propriedade, provocando conflitos de interesses relacionados com a governação e teoria da agência, com impacto no desempenho da empresa.

Este estudo tem como objetivo a análise da relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas. A análise incide sobre vários fatores que podem ter impacto ao nível da remuneração e do funcionamento da empresa como a constituição do conselho de administração, o grupo acionista e a dimensão.

Considerando a reduzida dimensão do mercado português e de forma a obter uma informação mais completa e detalhada, analisou-se uma amostra de 17 empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon (PSI), no período de 2015 a 2020. O estudo mostra relações positivas entre a remuneração total e a existência de acionistas majoritários, a dimensão e desempenho das empresas com a presença de administradores não executivos.

No entanto, quanto à remuneração dos administradores e o desempenho das empresa, a relação encontrada foi negativa, podendo ser explicada pelo facto das empresas, no ano de 2020, terem sido afetadas pela pandemia mundial provocada pelo vírus SARS CoV-2 (Covid-19), provocando danos a nível económico, financeiro e estrutural, devido à série de confinamentos impostos pelos governos dos diversos países e pela Organização Mundial de Saúde (OMS).

Palavras chave: Remuneração; Desempenho; Teoria da Agência; Corporate Governance

Abstract:

The Portuguese business fabric is essentially made up of small and medium-sized enterprises (SMEs), around 99.9% (Pordata). However, medium and large companies, given their size and considering what is prescribed in the legislation, namely in the CSC, have to adopt certain governance models. These companies have a higher turnover, more complex transactions, operate in international markets which requires professional management and separation of ownership, causing conflicts of interest related to governance and agency theory, with impact on company performance.

This study aims to analyze the relationship between directors' compensation and firm performance. The analysis focuses on several factors that may have an impact on the level of remuneration and the company's operation, such as the constitution of the board of directors, the shareholder group and the size.

Considering the small size of the Portuguese market and in order to obtain more complete and detailed information, a sample of 17 Portuguese companies listed on Euronext Lisbon (PSI) was analyzed for the period 2015 to 2020. The study shows positive relationships between total remuneration and the existence of majority shareholders, the size and performance of companies with the presence of non-executive directors.

However, the relationship found between directors' remuneration and company performance was negative, which may be explained by the fact that in 2020 companies were affected by the global pandemic caused by the SARS CoV-2 virus (Covid-19), causing economic, financial and structural damage, due to the series of restrictions imposed by the governments of various countries and the World Health Organization (OMS).

Key words: Remuneration; Performance; Agency Theory; Corporate Governance

Índice geral

| | |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------|
| Capítulo I – Introdução..... | 1 |
| Capítulo II – Revisão da Literatura..... | 4 |
| 2.1 A Remuneração dos Administradores e a Teoria de Agência..... | 5 |
| 2.2 As Formas de Remuneração dos Administradores | 8 |
| 2.2.1 A Remuneração sob a forma de salário | 8 |
| 2.2.2 A Remuneração variável..... | 10 |
| 2.2.2.1 A Remuneração variável de curto prazo..... | 11 |
| 2.2.2.2 A Remuneração variável de longo prazo..... | 13 |
| 2.2.3 Os Privilégios Inerentes aos Administradores | 15 |
| 2.3 O Desempenho das empresas..... | 15 |
| 2.4 A Teoria dos escalões superiores | 17 |
| 2.5 Hipóteses de partida | 19 |
| Capítulo III – Dados e Metodologia | 22 |
| 3.1 Base de Dados, Amostra, Variáveis | 23 |
| 3.2 Metodologia de Investigação | 27 |
| Capítulo IV – Resultados e Discussão..... | 35 |
| 4.1 Estimação do Modelo..... | 36 |
| 4.1.1 Análise Global | 36 |
| 3.1.1 Análise de robustez | 39 |
| Capítulo V- Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras | 43 |
| Referências bibliográficas..... | 47 |

Índice de Tabelas

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1- Estatísticas Descritiva..... | 30 |
| Tabela 2 -Matriz de correlação de Pearson | 32 |
| Tabela 3 -Correlação entre a remuneração dos administradores e o ROE com administradores não executivos no conselho de administração..... | 34 |
| Tabela 4 -Resultados do Modelo OLS | 36 |
| Tabela 5 -Resultados do Novo Modelo OLS..... | 39 |
| Tabela 6 -Resultados do R-ajustado dos dois modelos OLS | 39 |
| Tabela 7-Teste de multicolinearidade..... | 40 |
| Tabela 8 -Teste de heterocedasticidade de Bresusch Pagan | 41 |
| Tabela 9-Tabela síntese das Hipóteses de Partida..... | 42 |

Índice de Figuras

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 1- Esquema resumo das formas de remuneração dos administradores | 14 |
| Figura 2- Diagrama de extremos e quartis após o tratamento de <i>outliers</i> | 29 |

Índice de equações

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Equação 1 - Modelo linear das variáveis em estudo | 28 |
| Equação 2 - Modelo linear das variáveis estatisticamente significativas da equação 1 | 38 |

Lista de abreviaturas

| | |
|---------|---------------------------------------------|
| CEO | <i>Chief Executive Officer</i> |
| CMVM | Comissão do Mercado de Valores Mobiliários |
| CRD | Capital Requirements Directives |
| CSC | Código das Sociedades Comerciais |
| EBIT | <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> |
| HP | Hipótese de Partida |
| IPCG | Instituto Português de Corporate Governance |
| OLS | <i>Ordinary Least Squares</i> |
| PORDATA | Base de Dados de Portugal Contemporâneo |
| PP | Pontos Percentuais |
| ROA | <i>Return On Assets</i> |
| ROE | <i>Return On Equity</i> |
| SABI | Sistema de Análise de Balanços Ibéricos |
| TES | Teoria dos Escalões Superiores |

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

De acordo com Murphy (1998), o problema relacionado com a remuneração dos administradores teve início em 1980, paralelamente com a aceitação da teoria de agência, provocada pela separação entre propriedade e o controle. Esta separação gera poder aos administradores (controladores) que pode ser utilizado em seu favorecimento, em detrimento da maximização do valor da empresa.

Este conflito de interesses pode ser minimizado, por um meio contratual, onde são proporcionados certos incentivos adequados: em alguns casos, podem ser através de uma política remuneratória adequada às competências, funções e motivações dos administradores executivos. É importante que esta política remuneratória seja consistente e que constitua um incentivo de progressão dos interesses para o médio e longo prazo, no sentido da criação de valor para a empresa. No entanto, a remuneração pode ser vista como um meio para resolver o problema de agência, mas também como uma parte do problema (Bebchuk e Fried, 2003). No cômputo geral, devem ser observados os possíveis fatores, dentro de cada empresa, que visam a minimização ou agravamento do conflito entre o agente e o principal da respectiva organização.

O plano de incentivos dos administradores ganhou mais importância após a crise do *Subprime* nos Estados Unidos, que teve início em 2007, com longas repercussões em 2008. Esta crise envolveu grandes executivos e teve consequências para o mercado português, dada a sua escala a nível mundial. A partir desta data, começou a existir mais cuidados em relação aos planos de remuneração dos administradores, assim como aos incentivos mais eficazes na orientação administrativa, surgindo, deste modo, a questão quanto à capacidade do administrador em conseguir seguir as metas pré-estabelecidas na empresa para a obtenção da maximização do seu valor, evitando procurar apenas o seu favorecimento próprio.

Uma forma de verificar se o plano de incentivos está a contribuir para minimização do problema de agência é através da análise da relação com o desempenho da empresa. O estudo aborda vários fatores que contribuem para a remuneração dos administradores, bem como apresenta possíveis entraves como a existência de acionistas majoritários ou a existência de administradores não executivos no conselho de administração. Realça-se que estes dois grupos têm a função de controlar e vigiar os comportamentos dos administradores executivos na sua tomada de decisão.

Assim o presente estudo está dividido em quatro capítulos. O primeiro capítulo apresenta a revisão da literatura, onde aborda o tema da teoria de agência e a remuneração dos administradores, assim como as várias formas de remuneração, o desempenho das empresas e a exposição das hipóteses de estudo. O segundo capítulo apresenta os dados e a metodologia de investigação. O terceiro aborda os resultados do estudo e a sua discussão. Por fim, o quarto capítulo apresenta a conclusão do estudo, as suas limitações e propostas para pesquisas futuras.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 A Remuneração dos Administradores e a Teoria de Agência

Os administradores possuem diversos deveres para com a empresa que gerem, como apresentar uma administração competente, eficaz, eficiente e honesta, como se estivessem a gerir o seu próprio património (Borba, 2010). É importante relacionar o modo como a remuneração e o comportamento dos administradores se encontram alinhados com o objetivo estratégico da empresa (Sousa,2009).

Nos últimos anos, tem-se verificado um interesse crescente em relação a este tema, motivado pelo surgimento de vários escândalos financeiros de empresas como a EDP, Portugal Telecom, Enron e WorldCom, onde foram constatados pagamentos volumosos aos administradores executivos.

A problemática destas organizações, fez com que autores como Brunello e Graziano (2001), Kaplan (1994) e Fernandes (2005), investigassem e debatessem sobre este tema, para que muitos investidores e interessados encontrassem respostas. Outro fator que teve impacto neste tema, foi a crise mundial vivenciada em 2008 que provocou uma reformulação na estrutura das remunerações (Santos, 2020).

Nenhum indivíduo deseja maximizar o valor de uma empresa que não seja sua, pois os seus comportamentos estão fundamentados no conjunto das suas preferências e nos seus objetivos (Jensen e Meckling, 1976). Desta forma, passamos pelo problema central da teoria de agência, onde o agente e o principal são pessoas distintas. O agente dispõe de informação privilegiada em relação aos acionistas (Bone et al., 2019) e as suas ações podem afetar o bem-estar entre as partes, sendo dificilmente observadas pelo principal (Lima et al., 2008). Já o principal é aquele que está no centro das relações da empresa, geralmente envolvido com todos os elementos cruciais da empresa e que se encontra a par de todos os interesses da instituição.

Para que a empresa veja o problema de agência minimizado é fundamental que exista uma remuneração justa e adequada ao cargo e às responsabilidades que o administrador apresenta. Desta forma, é essencial que existam mecanismos de incentivos (Teixeira e Fortunato, 2011; Teixeira e Pizeta, 2011) para que o administrador trabalhe no sentido de maximizar o valor da empresa. Com uma estipulação de um valor justo de remuneração, vemos dois problemas

minimizados: o de conflito de interesses e a adequação dos resultados financeiros da empresa. Castilho (2015) assegura que a forma mais eficiente de minimizar os conflitos, são os incentivos ligados à remuneração variável. No entanto, Silva (2010) alerta que apesar da remuneração ser uma ferramenta importante no alinhamento dos objetivos entre executivos e acionistas, ela pode contribuir para um aumento dos custos de agência, provocados por uma má gestão consequência de comportamentos oportunistas.

Deste modo, a remuneração é um importante e complexo sistema que deve ser gerido por uma comissão especializada. A comissão terá de proporcionar políticas de melhoria para o desempenho da organização, para além de serem capazes de efetuar um alinhamento entre os comportamentos e os objetivos da empresa (Krauter e Souza, 2009).

Murphy (1998) refere a existência de uma forte correlação entre a dimensão da empresa e a remuneração dos Chief Executive Officer (CEOs)¹. O mesmo autor afirma que a intensidade desta correlação é cada vez maior mediante a dimensão da organização, bem como através do aumento do preço das suas respetivas ações. Nas grandes empresas de capital aberto, onde normalmente a gestão é separada da propriedade, o conselho de administração pode ser um meio de influência dos acionistas sobre os executivos na monitorização dos seus comportamentos.

Assim, os vários autores que estudaram esta problemática, indicam que a minimização dos conflitos de agência nas empresas pode ocorrer através do aumento de *outsider*² com uma participação significativa na empresa. Estes *outsiders* não devem ser selecionados pelo CEO da organização, pelo risco de conflitos de interesses (Hambrick et al., 2005). Assim é aconselhado que exista independência na seleção dos *outsiders* onde estes não podem apresentar uma ligação com o CEO da organização.

Os grandes acionistas têm um papel importante no comportamento do agente, dado que podem ter influência nas condutas dos administradores. Faccio et al. (2001) no estudo que

¹ Chief Executive Officer (CEOs) é o administrador executivo que apresenta responsabilidade máxima, é o responsável pela gestão e direção administrativa da empresa.

² Um *outsider* pode ser definido como um agente externo. Neste contexto, os agentes externos apresentam menos informação que os agentes internos (*insiders*) (Beny, 2004). A qualidade e quantidade de informação detida pelos *insiders* são superiores, o que proporciona uma tomada de decisão a seu favor, para obter mais retornos sobre o investimento (Akerlof, 1970). Já os *outsiders* procuram informações emitidas pelos gestores e acabam por depender do mercado ou da influência dos *insiders* (Healy and Palepu, 2001; Beny, 2004).

elaboraram em relação à distribuição da propriedade, concluíram que a presença de grandes acionistas leva a uma relação negativa com a expropriação. No entanto, Gugler e Yurtoglu (2003) percebem que existe uma relação positiva entre a presença de grandes acionistas com a hipótese de monitorização. A presença de grandes acionistas, além de monitorizarem o conselho de administração para o risco na tomada de decisões, também podem monitorizar o grupo acionista (Bloch e Hege, 2001; Pagano e Roll, 1998).

As empresas, para poderem controlar o comportamento do agente de modo a alcançarem o nível de desempenho desejados pelos proprietários de capital, utilizam mecanismos de incentivos que alinham os interesses da empresa e do administrador (Gonzaga et al., 2013). Os incentivos utilizados mais frequentes são realizados por via de remuneração: esta pode ser realizada em função de diversas variáveis, dado que foram criadas várias formas e tipos de remunerações que visam dar resposta aos anseios dos administradores.

As várias formas de remuneração que são apresentadas aos administradores apresentam como contrapartida o serviço prestado pelo administrador à empresa (De Castro, 2010). A remuneração deve funcionar como um incentivo para que os executivos atuem numa busca pela maximização dos resultados, numa redução dos problemas de agência (Sampaio, 2009). Procura-se ainda que todas as decisões tomadas pelos administradores sigam no sentido dos interesses dos acionistas.

No entanto, apenas o valor da remuneração não garante o alinhamento dos interesses entre administradores e acionistas, tornando-se importante a forma como estes são remunerados. Assim, devem existir critérios claros de premiar, tomando como fundamental a compreensão e o detalhe dos planos de remuneração dos administradores (Watts e Zimmerman, 1990).

O grupo de administradores é muito importante para a organização, dado que são profissionais com elevadas competências, habilidades e experiência, tornando difícil a sua substituição (Gil, 2010). Trata-se de um fator de peso que tem influência para a decisão do nível de remuneração que tenderá a ser igual ou acima do valor de mercado, para que a empresa consiga atrair profissionais competentes. No entanto, a empresa também deve apresentar um pacote competitivo relativo a vários tipos de remunerações (Walker, 2010), entre elas as remunerações sob a forma de salários, bónus de curto prazo, bónus de longo prazo e opções de ações.

2.2 As Formas de Remuneração dos Administradores

A fixação do valor da remuneração de cada administrador facilmente conduz a conflitos de interesses. Coutinho (2010) considera mais vantajoso que a fixação seja feita pela Comissão de Remunerações, dado que este órgão é constituído por profissionais com conhecimentos específicos sobre o assunto. A razão deste órgão ser independente, torna a decisão imparcial (Ribeiro, 2013).

O Código de Governo das Sociedades de 2018 do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), revisto em 2020, realça que a remuneração das sociedades abertas, deve ser determinada pela Comissão de Remunerações (Artigo 422.ºA do CSC). No entanto, a política de remunerações dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve permitir a atração de profissionais competentes, a um custo que seja justo. Desta forma, pode também constituir um fator de desenvolvimento de uma cultura de profissionalismo, de sustentabilidade, de promoção do mérito e de transparência.

Deve ser atribuído aos administradores uma remuneração que lhes retribua adequadamente o valor justo, mediante a sua responsabilidade assumida. Outros aspetos fundamentais, tais como a sua disponibilidade e as competências colocadas no trabalho por parte dos administradores, merecem também ser considerados no modo como se vai remunerar estes agentes. Em síntese, qualquer decisão ou política de um administrador que garanta o alinhamento de interesses a longo prazo dos acionistas e que promova a sustentabilidade da empresa deve ser premiada pelo seu bom desempenho (Artigo 399.º do CSC).

2.2.1 A Remuneração sob a forma de salário

A remuneração base pode ser representada até um terço da remuneração total do administrador (nº1, do Artigo 29º da Constituição). No entanto, estes valores podem alterar-se, dependendo do nível da organização onde tendencialmente, quanto maior for, menor será a percentagem de remuneração base na remuneração total.

Este tipo de remuneração, normalmente, é determinado através de benchmarking (*ranking* de referência), pesquisas e análises dentro de cada setor de atividade (Nascimento, 2001). O salário é a principal base dos componentes dos contratos de trabalho dos executivos, onde deve ser tido em conta, não só as funções que os administradores desempenham e as suas

responsabilidades, mas também a situação económica da sociedade, tendo de existir uma coexistência entre estes dois critérios (Nascimento, 2001).

Relativamente às funções desempenhadas pelos administradores, a lei define que estas são estabelecidas no momento da fixação da remuneração (Artigo 149.º do Código do Trabalho). Estas mesmas funções serão o primeiro parâmetro a ter em conta, onde valores mais ou menos elevados, refletem funções e responsabilidades mais elevadas. Desta forma, o valor da remuneração é proporcional às funções e responsabilidades desempenhadas pelos administradores. Também será importante ressaltar que neste parâmetro está incluído a experiência do profissional na área, assim como as suas habilitações (Marras, 2002).

O segundo parâmetro a ter em consideração é a situação económica das sociedades (n.º 1 do Artigo 399.º do Código do Governo das Sociedades), quando a sociedade apresenta uma situação económica favorável, o administrador pode auferir uma remuneração mais elevada. No entanto, não devemos analisar este parâmetro de forma linear, porque, segundo Ribeiro (2013), quando uma empresa está em risco de insolvência, terá dificuldades em conseguir manter ou captar bons profissionais para o cargo da administração. Contudo, quando as empresas enfrentam risco de insolvência, são poucos os profissionais que assumem o risco de liderança. As razões relacionam-se com as circunstâncias em que se encontra a empresa, despertando receio no administrador, pelo temor do abalo da sua reputação no mercado.

De um modo geral, entende-se que no momento da determinação da remuneração, não só deve considerar a situação real da empresa, mas também as valências do administrador, representadas a partir das competências para promover a sustentabilidade no médio e longo prazo, bem como a criação de valor.

Outro aspeto que a literatura científica considera importante é a dimensão da empresa. Segundo Jensen e Murphy (2004), o sistema de remuneração premeia os administradores de alto escalão para empresas de maior dimensão, embora seja um fator potencializador para a destruição do valor da empresa. Foram elaborados estudos sobre este tema em vários países, tais como, Cosh (1975) no Reino Unido; Shiwakoti (2012) na Austrália; Funchal (2005) no Brasil, onde constataram que existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a remuneração dos executivos.

No entanto, Rasoava (2019) no desenvolvimento do seu estudo mais recente, concluiu que a dimensão da empresa, apesar de influenciar a estrutura da remuneração dos administradores executivos, não é um fator significativo por si só, que explique alterações existentes.

2.2.2 A Remuneração variável

Os n.ºs 2 e 3 do Artigo 399.º do CSC de 2018, indica que o administrador pode receber, a título remunerativo, um montante fixo e variável, onde a quantidade variável não pode incidir sobre a parte do lucro que não seja distribuível, e a sua percentagem máxima deve estar prevista nos estatutos.

Ao analisarmos as responsabilidades dos administradores no conselho de administração, conseguimos fazer uma divisão em dois tipos de administradores: administradores executivos e não executivos. Os administradores executivos são aqueles que assumem responsabilidades de gestão, os quais tomam a generalidade das decisões da empresa. Já os administradores não executivos ajudam na tomada de decisão e têm a função de fiscalizar as decisões dos administradores executivos. Desta forma, pela diferença de responsabilidades, a remuneração destes dois tipos de administradores será diferente, sendo que os executivos auferem uma vertente fixa e variável proporcional ao resultado líquido da empresa e ao alcance de metas pré-estabelecidas, enquanto os não executivos apenas auferem a vertente fixa (Pereira, 2009).

Poder-se-ia levantar a questão da possibilidade dos administradores executivos auferirem uma remuneração meramente variável. Ao observamos a lei, a presença do advérbio “parcialmente”, afasta a possibilidade dos administradores receberem unicamente remuneração variável. Mesmo assim, este ponto pode gerar algumas dúvidas e discussões entre autores especializados na área, motivadas pelas diferentes interpretações possíveis.

A estipulação da remuneração dos administradores não executivos não se encontra no disposto no Artigo 399.º, nem em outro preceito do CSC, mas está presente na doutrina e em mecanismos de *Soft Law*, como no Código de Governo das Sociedades do IPCG de 2018 e no CMVM de 2018. Nestes últimos documentos, é indicado que, todos os membros não executivos do órgão de gestão, não deve incluir, na sua remuneração, nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor, para que não ponha em

causa a independência. Desta forma a sua remuneração é de componente fixa (Artigo 422.º-A e Artigo 423.º-D).

Fama (1989:24) define os administradores não executivos como “árbitros profissionais que têm a função de acompanhar e vigiar a competição entre administradores de topo. Disciplinam-se mutuamente através do mercado externo, que avalia e determina os preços dos seus serviços, de acordo com ao seu desempenho”. Segundo Rosenstein e Wyatt (1990), a presença de administradores não executivos no conselho de administração aumenta o retorno da empresa.

Pelo n.º 1, do Artigo 94.º dos Requisitos de Fundos Próprios IV (*Capital Requirements Directives*), a razão entre a componente fixa e variável deve ser devidamente identificada e a remuneração variável não deve exceder a remuneração fixa ou, mediante aprovação dos acionistas, não deve exceder o dobro da remuneração fixa. O artigo 161.º, n.º 2, da CRD exige que a Comissão apresente o relatório sobre o impacto da razão nos pacotes de remuneração, na competitividade da empresa em manter pessoal altamente qualificado e estabilidade financeira da empresa ao nível da assunção de riscos e nos comportamentos.

2.2.2.1 A Remuneração variável de curto prazo

O incentivo de curto prazo está associado com o lucro do ano corrente, onde o desempenho é avaliado através de indicadores financeiros, tais como ROE (Rendibilidade dos Capitais Próprios), ROA (Rendibilidade dos Ativos), EBIT (Resultado Operacional), RL (Resultados Líquidos), entre outros (Barros e Barros, 1998). Este tipo de remuneração impulsiona a estratégia e resultados anuais, bem como o desempenho individual, em linha com o plano de negócios da empresa. Desta forma, este tipo de remuneração reconhece e recompensa as contribuições para o desenvolvimento da empresa.

Ressalva-se a importância na atenção a ser dada quando a empresa oferece uma remuneração variável: é necessário evitar qualquer tipo de competição na remuneração, onde possa prejudicar o bom funcionamento da empresa (Anthony e Govindarajan, 2002).

A tomada de decisão, em relação a vários assuntos na empresa, pode ser benéfica para o resultado da organização no curto prazo, que será refletido no valor da remuneração dos executivos. No entanto o administrador pode estar a prejudicar a empresa para um período

de longo prazo, onde pode estar a destruir criação de valor. Para justificar este pensamento, tem-se como base o exemplo da crise de 2008, que teve repercussões a nível mundial (Santos, 2020).

A bolha imobiliária no mercado americano foi provocada, essencialmente, por uma visão de curto prazo, onde a redução da taxa básica de juros norte americana (*Federal Funds Rate*) beneficiou o setor imobiliário numa redução dos juros. Esta redução tornou-se um negócio atrativo e seguro. Segundo Scherer e Cintra (2008:2) “[...] levou a um forte aumento especulativo no preço das residências, o qual, por sua vez dinamizou, a partir das mais variadas formas de crédito hipotecário, outros mercados financeiros”. No final de 2005, o banco retomou a normalidade nas taxas de juro, que se refletiu num aumento do valor das prestações do crédito, que por sua vez levou à diminuição de investidores e do preço dos imóveis. Cardoso (2009) afirma que “Hoje, o mundo reconhece que o sistema financeiro estava muito “alavancado”, ou seja, emprestava numa base de capital próprio muito pequena [...]”. A situação agravou-se quando a oferta dos imóveis começou a ultrapassar a procura, levando à queda do mercado, que por sua vez provocou o incumprimento do pagamento por parte dos compradores (em 2007), visto que as dívidas ultrapassavam o valor dos imóveis, tornando-se uma crise de liquidez (Scherer e Cintra, 2008).

Perante esta crise, é possível questionar a autorregulação do sistema, onde confiaram no controlo interno dos bancos (Roubini, 2008) e deixaram a inovação financeira crescer sem uma supervisão adequada. Nakano (2008:5) afirma que “... a retração dos órgãos de supervisão e a liberalização dos mercados financeiros, desde os anos 1980, são os grandes responsáveis pela magnitude e dimensão dos problemas que estamos a enfrentar”. Desta forma, transpondo este pensamento para o setor empresarial, é importante que exista uma supervisão no comportamento do administrador, para que este tome decisões numa visão de médio/longo prazo, com vista à sustentabilidade da empresa.

Nos termos do artigo 64.º do CSC, os deveres dos administradores subdividem-se no dever de lealdade e de cuidado. O dever de lealdade corresponde ao facto do administrador exercer as suas funções de acordo com o interesse da organização e procurar a sua concretização, sobrepondo todos estes aspetos ao seu próprio benefício pessoal (Abreu, 2007:38). Já o dever de cuidado corresponde à necessidade do administrador dedicar o seu tempo, esforço e

conhecimento para com a organização, para além de tomar decisões e controlar os seus efeitos, de acordo com as funções a executar, as suas competências e as circunstâncias específicas à empresa (Abreu, 2007).

Quando não existem dúvidas relativamente à violação dos deveres por parte dos administradores, como por exemplo em casos de manipulação, falseamento dos resultados ou prática de algum comportamento arriscado que coloque em causa o bom funcionamento da empresa, a organização pode fazer uso do artigo 72.º e seguintes do CSC, onde os lesados (empresa, credores, entre outros) são compensados pelos prejuízos causados pelos administradores.

2.2.2.2 A Remuneração variável de longo prazo

A remuneração variável de longo prazo, torna-se muito mais forte, quando a hierarquia da empresa aumenta. O aumento da hierarquia na empresa conduz tendencialmente a um aumento do número de membros do conselho de administração, sendo de inferir um enfraquecimento das compensações executivas atribuídas. Este aumento conduz a desentendimentos entre os membros do conselho, o que pode provocar uma dificuldade de coordenação e de redução dos incentivos de monitorização, refletindo-se numa maior remuneração por parte do CEO (Jensen, 1993).

A finalidade deste incentivo a longo prazo é incentivar o administrador para o sucesso da empresa num longo horizonte temporal, podendo atenuar os conflitos de agência, dado que estimula o alinhamento dos objetivos dos administradores e dos acionistas (Farrel et al., 2008). Estes planos, no geral, envolvem a concessão de direitos para os administradores, onde estes se tornam acionistas da empresa, a um gasto razoável, de modo que a empresa no futuro se valorize. Desta forma o administrador terá uma participação com um valor superior, provocando que o incentivo seja tão desejável (Bebchuk e Fried, 2003).

Em Portugal, as *stocks option* funcionam como um incentivo de longo prazo, com duração de 3 anos. As suas implementações nos planos de remuneração têm sido crescentes, tanto a âmbito nacional como internacional (Pinto, 2006). Esta crescente implantação e aceitação é provocada pela sua capacidade de alinhamento de interesses, pela sua função de fidelização e pelo facto de constituírem um instrumento jurídico de aquisição de participações sociais

(Câmara, 2012). Além disso, existem motivações fiscais para este tipo de remuneração, tornando-o ainda mais apetecível.

Ribeiro (2013), indica que estes incentivos podem apresentar uma vertente “perversa”, justificada pelos ganhos significativos, onde os administradores podem atuar em prol dos seus próprios benefícios, deixando de lado os interesses da sociedade. Como os administradores têm uma atuação próxima dos mecanismos de contabilidade, estes podem ser aliciados a falsear valores, onde os resultados económicos serão inflacionados. Estes ainda podem atuar com uma estratégia de risco elevada, que para o curto prazo se evidencie vantajosa, dado estar associada a elevados retornos, mas quando elevada para médio ou longo prazo, poderá tornar-se ruínosa para a empresa, colocando em causa a sustentabilidade da organização e no limite poder conduzir a empresa à insolvência.

Ribeiro (2013) enfatiza também, que a remuneração variável poderá relevar-se uma modalidade pouco justa, na medida em que, o aumento dos lucros pode ser proveniente de fatores externos e não diretamente relacionados com um bom desempenho do administrador: por exemplo, a própria conjuntura do mercado pode ter proporcionado maiores lucros à empresa, independentemente das decisões dos administradores associados. Desta forma, os administradores serão recompensados por bons resultados, dos quais as suas funções em nada contribuíram.

Todo o tipo de remunerações mencionadas anteriormente, encontram-se previstas no artigo 399.º do CGS. No entanto, é conhecido que os administradores usufruem de vários privilégios, que não são abrangidos por nenhuma modalidade.

É fundamental realçar que o dinheiro não é a única fonte de incentivo para os administradores: estes agentes cada vez mais presam o risco de perda e a sua reputação no mercado (Camargos, 2007).

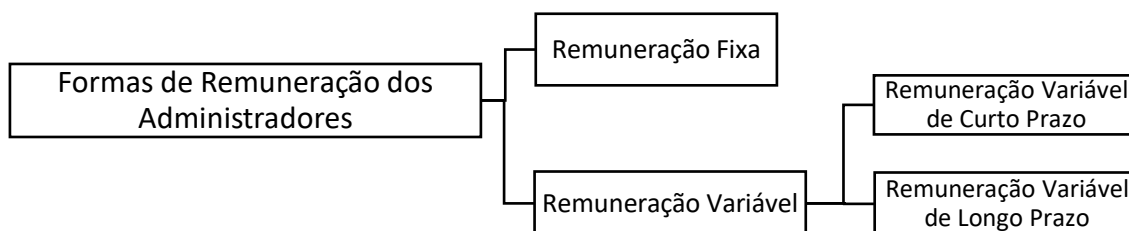


Figura 1- Esquema resumo das formas de remuneração dos administradores

2.2.3 Os Privilégios Inerentes aos Administradores

Rodrigues (1990) menciona que existe outro aspeto que deve ficar a cargo da empresa: os encargos associados aos pagamentos das refeições e às possíveis estadas dos administradores devem ser suportadas pela organização. Os respetivos pagamentos destes encargos podem ser realizados através da atribuição de cartões de débito ou de crédito da empresa, mesmo que as estadias ou refeições sejam realizadas fora do país.

Finalmente, existem ainda outros encargos que podem ficar também à responsabilidade da empresa: os mecanismos eletrónicos de telecomunicações (telemóveis, computadores, ...), as viagens de férias, os pagamentos de prémios de saúde para o administrador e seus parentes diretos, a cedência de casa para habitação ou ainda o auxílio no crédito de habitação são exemplos apresentados por Coutinho (2010) e Guedes (2011).

2.3 O Desempenho das empresas

Na literatura existem várias definições de desempenho empresarial. Para Watkins (2007), o desempenho é considerado um resultado valioso, fruto da combinação de um indivíduo, de uma equipa ou de uma empresa. No entanto, para Santos e Britos (2012), rentabilidade e crescimento são variáveis que refletem o desempenho que, de certa forma, influenciam o valor de mercado. Para estes autores, o valor de mercado espelha uma avaliação externa, bem como a expectativa do desempenho futuro da empresa. A rentabilidade mede a capacidade de uma empresa gerar retorno de um investimento feito e o crescimento está associado à capacidade que uma empresa tem em expandir-se.

Ross, Westerfield e Jordan (2003) referem que a utilização dos rácios de rentabilidade e investimento são fundamentais para avaliar a posição da empresa em relação aos seus concorrentes, bem como indicam a sua posição para os investidores atuais e futuros. Os mesmos rácios permitem medir o desempenho entre departamentos e avaliar o desempenho das aquisições. No entanto, Rhoades, Rechner e Sundaramurthy (2001) mencionam que as medidas contabilísticas podem ser facilmente manipuladas, subestimando sistematicamente os ativos ou podem mesmo criar distorções. Já as medidas do mercado refletem o desempenho ajustado ao risco, apesar de muitas das vezes estarem sujeitas a forças que vão além do controlo da gestão.

Existem vários desafios que as empresas têm de enfrentar para apresentarem um bom desempenho. Alguns desses casos passam por assegurar o crescimento da eficiência e compatibilizá-la com os interesses dos acionistas. Isto conduz-nos a encontrar uma resposta que visa perceber em que medida as questões relacionadas com o *Corporate Governance* afeta o desempenho empresarial, no momento em que há separação entre propriedade e gestão (Abatino e Dari-Mattiacci, 2020)

Denote-se que é no centro do conflito entre *shareholders* (proprietários) e gestores (controlo) que se situa o *Corporate Governance*. Este elemento permite a combinação de leis, regulamentos, procedimentos, práticas e regras implícitas, capazes de permitirem a uma qualquer empresa ter um desempenho eficaz e eficiente e maximizar o seu valor. Esta separação entre propriedade e gestão permite obter vantagens ao nível do crescimento da atividade empresarial. Contudo, é possível que também provoque conflitos de interesses (Reis, 2013).

O alinhamento de interesses dá-se por meio de um sistema monitorizado, onde através dos recursos internos é possível registar a atuação dos gestores ou até mesmo através de auditorias externas. A implementação de uma auditoria apresenta uma série de benefícios para a empresa, porque esta reforça o ambiente de controlo, melhora a elaboração dos documentos, aumenta o desenvolvimento do Comité de auditoria e minimiza o erro humano (Wagner e Dittmar, 2006). Desta forma, é possível perceber que o administrador está a tomar as decisões mais corretas e de forma organizada.

Vários estudos no âmbito, realizados por exemplo por Murphy (1985), Abowd (1990), Jensen e Murphy (1990) e Leonard (1990), apontam para uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a remuneração dos administradores. Desta forma, a remuneração é utilizada como meio de alinhamento de interesses entre agentes e principal.

As políticas de *Corporate Governance* também são importantes para fundamentar os relatórios não financeiros da empresa, dado que incluem fatores externos como legislação e escândalos específicos do país. Há também a inclusão de fatores internos, tais como a cultura, o desempenho financeiro e a dimensão, os quais são imprescindíveis para uma melhor perceção do desempenho operacional da empresa (Teixeira e Gomes, 2019), melhor acesso ao financiamento e para a captação de talento (Bertoldi, 2022).

Em síntese, será importante para este estudo comprovar a possível existência de uma relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas, medido por indicadores financeiros e de mercado. Esses mesmos indicadores devem permitir analisar o alinhamento de interesses, o que geralmente leva a uma maximização do valor da empresa e dos acionistas (Jensen e Smith, 1985; Sousa, 2009).

2.4 A Teoria dos escalões superiores

A teoria dos escalões superiores (TES) é apresentada por Hambrick e Manson (1984) com o objetivo de desvendar a base cognitiva e os valores dos CEOs, as suas perspectivas sobre uma determinada situação, os impactos nas escolhas estratégicas e a influência dessas escolhas no desempenho da organização (Wang et al., 2016). Para Hambrinck (2007), o grau de importância dos CEOs nos resultados da empresa está relacionado com a identidade da mesma, a qual é responsável por oferecer as condições que podem restringir ou elevar a individualidade dos executivos.

Assim, a TES pretende desvendar a relação entre as características dos executivos e o processo de tomada de decisão. São apresentadas duas ideias que interligam o processamento de informação comportamental: (I) os executivos tomam decisões com base nas suas interpretações personalizadas das situações estratégicas que enfrentam e (II) essas interpretações ocorrem por função dos seus valores, experiências e personalidade (Bortoluzzi et al., 2016). Esta teoria é sustentada a partir do conceito de racionalidade limitada (Cyert e March, 1963), dado que existe limitação cognitiva no ser humano, impossibilitando o acesso a toda a informação disponível, assim como ao processamento da mesma.

Carpenter, Geletkanycz e Sanders (2004) concluem que existem características no gestor que influenciam as escolhas estratégicas que tomam, onde estas são moldadas pelas suas interpretações e construções psicológicas do ambiente. Assim, as características propostas no primeiro modelo desenvolvido por Hambrick e Mason (1984) apenas incluíam características observáveis e psicológicas tais como: idade (Bassyouny et al., 2020), experiência profissional (Tinge et al., 2015), dualidade, grau de formação género, área de formação (Pacheco, Schmitt, Bortoluzzi e Lunkes, 2019), posição financeira (Hambrick e Mason, 1984), áreas funcionais (Sitthipongpanich e Polsiri, 2015), estado civil (Neyland, 2019).

Fatores como a idade, excesso de confiança e experiências anteriores nos executivos estão negativamente relacionados com a alavancagem financeira (Ting et al., 2015). Desta forma, quanto mais idade, mais cautelosa e conservadora tenderá a ser a sua tomada de decisão (Yao et al., 2011). No entanto, administradores mais jovens e menos experientes, apresentam uma maior contribuição para a empresa relativamente a estratégias inovadoras, porque investigam a obtenção de criação de valor (Hambrick e Manson, 1984) por meio de uma procura de resultados imediatos (Peni, 2014; Yang et al., 2011).

De facto, os executivos com mais experiência estão mais familiarizados com os mercados, tecnologias, pessoas, processos e culturas, podendo ajudar num processo de desenvolvimento e de partilha sobre novos ambientes (Gupta e Govindarajan, 1986). Consequentemente, pode ser produzida coesão social e esse atributo pode aumentar a socialização e provocar um melhor desempenho da empresa (Michel e Hambrick, 1992).

Estudos apontam que gestores com tempo de cargo mais reduzido tendem a possuir menos legitimidade nas suas decisões (Miller, 1993), ao contrário dos gestores com mais tempo de cargo, que conseguem gerir melhor o risco e manter uma postura que permite receber menos pressão pelos outros membros (Barker e Mueller, 2002). Este último aspeto normalmente permite tomar decisões menos arriscadas e mais assertivas (Kor, 2006).

Relativamente ao género, é verificado que as mulheres são menos propensas ao risco, quando comparadas com os homens (Sarin e Wieland, 2016; Pimentel et al., 2020). No entanto, Johnson e Powell (1994) indicam que homens e mulheres apresentam uma propensão ao risco semelhante e tomam decisões de igual qualidade, quando atuam como gestores organizacionais.

Uma característica importante é o grau de instrução, onde, quanto mais elevado é o grau de formação, maior é a capacidade, flexibilidade e receptividade à inovação (Li e Tan, 2009). Roger (1995) afirma que executivos com níveis educacionais baixos, apresentam uma maior aversão ao risco, provocado pelo sentimento de ameaça, o que não acontece com executivos com níveis de instrução elevados. Quanto à área de formação, Lima Filho, Bruni e Sampaio (2012) indicam que as ciências que procuram capacitar os profissionais na área da gestão são relativamente homogéneas.

Além de todas as características já mencionadas, é possível referir que existe um foco dos estudos para os aspetos psicológicos do administrador. Entre eles estão os traços de personalidade como a psicopatia, o maquiavelismo, narcisismo (Majors, 2016; Armani et al., 2019), e recentemente o sadismo (Góis, 2017). Dos traços de personalidades expostos, aqueles que os analistas, jornalistas e cidadãos comuns geralmente observam com maior frequência nos executivos de topo é narcisismo (Chatterjee e Hambrick, 2007).

O narcisismo é manifestado por sentimentos e comportamentos de baixa empatia e intimidade, relações superficiais que envolvem manipulação e exploração, assim como o domínio de conversas e o sentimento de superioridade (Kausel et al., 2015). Para Lubit (2002) estes traços provocam ambição pelo poder, capazes de tornarem os administradores mais determinados a enfrentarem obstáculos de modo a conseguirem alcançar os melhores cargos dentro da empresa. No entanto, estudos apontam que o comportamento narcisista, dentro das empresas, está negativamente associado ao desempenho da liderança (O'Reilly, Doerr e Chatman, 2018), de modo a gerar consequências prejudiciais para a organização (Rijsenbilt e Commandeur, 2013).

Dada a dificuldade na recolha de dados relativos à TES nos relatórios de gestão e das contas das empresas em estudo, propõe-se que este tema fique como sugestão para investigações futuras no domínio correspondente.

2.5 Hipóteses de partida

Tendo em conta que o objetivo do presente estudo é analisar, para uma amostra de empresas portuguesas com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados incluídas no PSI-20, a relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas, podem-se formalizar, de acordo com a revisão de literatura apresentada, um conjunto de hipóteses de partida que procuram responder a diversas questões de investigação face a esta problemática.

Segundo Teixeira, Fortunato, Teixeira e Pizeta (2011) é importante remunerar os administradores de forma justa e apropriada para o cargo que exercem. Quando o administrador é remunerado de forma adequada, não só diminui o conflito de interesses, como também pode gerar um maior ajustamento dos resultados da empresa. No entanto, o

tema de remuneração é um tema complexo, que apesar de ser uma ferramenta importante no alinhamento dos objetivos entre os administradores e os acionistas, pode conduzir a um aumento dos custos de agência, provocados por comportamentos oportunistas (Silva, 2010).

A presença de grandes acionistas influencia as condutas dos administradores, onde estudos de natureza científica publicados indicam, que, quando a participação é superior a 50%, os acionistas têm poder suficiente para influenciar o administrador a respeitar o objetivo de maximização do valor da empresa, onde desta forma conseguem monitorizar o comportamento de risco do administrador (Schleifer e Vishny, 1997). Desta forma, enuncia-se a primeira hipótese:

HP1: A existência de grandes acionistas na empresa tem impacto na remuneração dos administradores.

São vários os parâmetros que devem ser considerados quando é determinado o valor da remuneração dos administradores. No entanto, os mais importantes passam pela função que o administrador desempenha (Artigo 149.º do Código do Trabalho) e a situação económica da empresa (n.º 1 do Artigo 399.º do Código do Governo das Sociedades). Outro aspeto que autores como Jensen e Murphy (2004) consideram importantes na tomada de decisão do valor da remuneração do administrador é a dimensão da empresa e a complexidade dos negócios, porque o sistema de remuneração premeia os administradores quando aumentam a dimensão. Estudos realizados por Cosh (1975), Shiwakoti (2012), Funchal (2005) concluíram que existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a remuneração dos administradores. Desta forma, define-se a segunda hipótese de partida:

HP2: A remuneração dos administradores está positivamente correlacionada com a dimensão da empresa.

Ao analisar-se com detalhe o CA, consegue-se fazer a distinção de dois grupos: Administradores executivos e administradores não-executivos. Estes dois grupos apresentam funções e responsabilidades diferentes, refletindo-se no tipo e no valor da sua remuneração (Pereira, 2009). Dentro das funções que cada grupo desempenha, Fama (1989) define os administradores não-executivos como “árbitros profissionais”, dado que estes vigiam, fiscalizam e acompanham a tomada de decisões dos administradores executivos. Estudos

elaborados por Rosenstein e Wyatt (1990) concluíram que a presença de administradores não-executivos no CA aumenta o retorno. Desta forma, será importante perceber, ao longo deste estudo, se a presença de administradores não executivos na administração, faz com que se verifique uma maior relação da remuneração com o desempenho da empresa. Assim surge a hipótese de pesquisa:

HP3: A existência de administradores não executivos aumenta a correlação entre a remuneração e o desempenho das empresas.

No entanto, existem vários desafios que as empresas enfrentam para apresentarem um bom desempenho, onde estas devem assegurar crescimento da eficácia e da eficiência. Esse crescimento deve estar alinhado com os interesses dos acionistas. Estes desafios são controlados através da combinação de leis, regulamentos e procedimentos, práticas e regras implícitas que permitem às empresas maximizarem o seu valor, através do alinhamento de interesses (Reis, 2013).

Autores como Murphy (1985), Abows (1990) e Leonard (1990) referem que existe uma relação positiva entre o desempenho das empresas e a remuneração dos administradores. A remuneração dos administradores é tomada como um incentivo para o sucesso, atenuando os conflitos de agência, dado que alinha os objetivos dos administradores aos dos acionistas (Farrel et al., 2008). Neste sentido surge a hipótese de pesquisa:

HP4: A remuneração dos Administradores está positivamente correlacionada com o desempenho das empresas.

CAPÍTULO III – DADOS E METODOLOGIA

3.1 Base de Dados, Amostra, Variáveis

O presente estudo tem como objetivo analisar a relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas, para médias e grandes empresas portuguesas. Para esse efeito, os dados necessários foram obtidos através do acesso à base de dados SABI, fornecida pelo Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Contudo, nem todos os dados necessários se encontravam disponíveis nesta plataforma, pelo que foi necessário recorrer à consulta dos relatórios e contas das empresas, documento essencialmente composto pelo relatório da gestão e pelas contas da organização, publicados no site da CMVM. Os anos escolhidos para a análise foram de 2015 a 2020, inclusive, pelo facto de todas as empresas já terem disponibilizado os seus relatórios de contas anuais.

Os critérios utilizados para obtenção da amostra deste estudo foram os seguintes:

1. Todas as empresas devem ter os dados disponíveis para todos os anos e para todas as variáveis do estudo,
2. As empresas devem encontrar-se na situação de “Ativas”, à data de 31/12/2020;
3. As empresas devem ser de capital aberto portuguesas, cotadas na *Euronext Lisbon*, que fazem parte do PSI-20;
4. A seleção apenas incide sobre empresas não financeiras.

Ressalva-se que foram selecionadas empresas portuguesas, dado tratar-se de um país periférico. No entanto, releva-se de elevada importância devido às históricas e longas relações comerciais e culturais que tem com todos os continentes. Para o desenvolvimento deste estudo é importante que a amostra integre empresas de capital aberto, pela obrigatoriedade destas organizações divulgarem informações públicas, e como tal, mais fidedignas, incluindo informações referentes à remuneração atribuída aos executivos (CMVM n.º 6/2002).

Na recolha da amostra, também foi efetuada uma restrição que exclui as instituições financeiras, porque estas apresentam normativos e regulamentos diferentes, não permitindo uma avaliação em conjunto, pois pode distorcer os resultados (Regime Geral das Instituições de Crédito e Instituições Financeiras, Decreto-Lei n.º 298/92).

Portugal é um país com um tecido empresarial vasto e diversificado, embora a generalidade das empresas sejam de reduzida dimensão (Barradas, 2021). Em 2020, relativamente a dados relatados pela Pordata, cerca de 99.9% do total das empresas portuguesas são PME (1.314.944), sendo o restante, aproximadamente 0.1% (1.312) correspondente a grandes empresas. No presente trabalho, a amostra utilizada apenas contém empresas com valores admitidos a cotação no PSI, dado que a eventual introdução de outras empresas pode induzir a uma distorção dos resultados. Também, as empresas de baixa dimensão contribuem de forma reduzida para a Balança Económica do país.

Em acesso ao site da *Euronext Lisbon*, à data de 1 de janeiro de 2022, foram encontradas 18 empresas com as características necessárias à realização do estudo. No entanto, foi excluído o Banco Comercial Português, pelo facto de ser uma instituição financeira. O número final de empresas contidas na amostra foi de 17.

Com o propósito de se conseguir responder às hipóteses anteriormente enunciadas, foram selecionadas as variáveis em estudo:

Variável Dependente:

1. Remuneração dos Administradores, expressa em euros (€);

Esta variável representa o valor que o conselho de administração obteve, tendo duas vertentes (remuneração fixa e remuneração variável). Segundo Fernández (2015), a administração executiva defende que as suas remunerações devem depender do valor criado para a empresa que dirigem. O autor refere ainda que 53% do valor auferido pelos administradores corresponde a retribuição fixa, sendo que a remuneração variável inclui: (i) o valor das ações atribuídas e o benefício das ações exercidas, o que se supõe corresponder a 30%; (ii) os bónus representam cerca de 11%; e (iii) o restante refere-se a indemnizações, subsídios e outro tipo de retribuições.

Variáveis Independentes.

1. Retorno sobre o património líquido (ROE), como medida de desempenho financeiro;

A Rendibilidade do capital próprio (*Return on Equity* – ROE) é um rácio que mede, em termos percentuais, o rendimento representativo do grau em que a empresa gera lucros

utilizando o investimento dos acionistas (Oliveira, 2015). Esta variável representa o rendimento obtido pelos sócios por cada unidade monetária investida no capital próprio da empresa (Ferrari, 2014) embora, Nascimento, Franco e Cherobim (2012), utilizassem esta variável nas suas investigações como medida do desempenho financeiro. No entanto, o ROE não é considerado uma medida totalmente eficiente para medir o desempenho das empresas (Kumar e Sharma, 2011), dado que é uma variável de natureza contabilística (Hunjra et al., 2014).

Numericamente, o ROE é calculado através da seguinte fórmula:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido do Período}}{\text{Capital próprio}} \times 100$$

2. Dimensão das empresas, através do logaritmo do ativo total;

A dimensão da empresa será avaliada através do logaritmo do ativo total, dado que a literatura científica aconselha a utilização deste método, de modo a mitigar a distorção de resultados (Chen e Strange, 2005; Fan e Raymond, 2004; Oliveira, 2015). O Ativo total é uma medida utilizada para análise da dimensão, como representação do tamanho. Daí utilizar-se o logaritmo natural (ln) do total do ativo, com o propósito de apreender o efeito dimensão sobre a discricionarieidade contabilística, reduzindo a heterogeneidade de valores entre as empresas que constituem a amostra. Releva-se, também que, o Ativo, por vezes, não é consistente entre as entidades, devido a questões de interpretação e à possibilidade de escolhas que os normativos contabilísticos permitem, como por exemplo a aplicação do modelo do custo, modelo da revalorização ou do justo valor, consoante os critérios definidos pela administração. Isto quer dizer, que o reconhecimento, os critérios de mensuração, manutenção dos ativos valorizados ao custo de aquisição e consideração, ou não, da generalidade dos Ativos Intangíveis (de uma maneira geral não são capitalizados) o que provoca diferenciação entre entidades (Oliveira, 2015).

Pode ser determinado a partir da seguinte relação:

$$\text{Dimensão da empresa} = \ln(\text{Ativo Total})$$

3. Número de membros do conselho de administração;

A literatura dá especial atenção às características do CA como mecanismo central na tomada de decisões, pois este órgão configura-se como vértice do sistema de controlo interno das empresas (Jensen, 1993). De facto, a dimensão do conselho, considerando o número total de administradores que constituem o órgão, é utilizada como medida de eficiência ou da capacidade para desempenhar a tarefa de supervisão ou controlo e assim evitar comportamentos oportunistas (Oliveira, 2015). Allegrini e Greco (2013) consideram que um CA de maior dimensão pode contribuir de forma mais decisiva para atenuar os conflitos, entre acionistas maioritários e minoritários. No entanto, Vafeas (2000) argumenta que os investidores consideram que obtêm melhor informação a partir de CA compostos por um menor número de administradores, conclusão reportada num estudo efetuado em empresas americanas.

Esta variável tem como finalidade avaliar o número de membros que constituem o conselho de administração das empresas em estudo.

4. Número de acionistas maioritários;

Segundo Oliveira (2015), a maioria das pesquisas relacionadas com o Governo das Sociedades concentra-se no estudo da estrutura da propriedade e da administração, tendo em atenção regras de Governo. Para Salas Fumás (2002) a propriedade da empresa influencia a competitividade da mesma, pois incide diretamente na forma como se tomam as decisões mais importantes. Hu e Izumida (2008) explicaram que as empresas com uma maior concentração acionista proporcionam níveis superiores de rendibilidade e alcançam maior produtividade, embora os interesses dos acionistas maioritários possam não estar alinhados com os interesses dos acionistas minoritários, provocando custos de agência entre maioritários e minoritários.

Esta variável indica o número de acionista maioritários, com direito a voto, presente na empresa. Para facilitar o estudo, tomamos esta variável como *dummy* e pode assumir um dos valores seguintes:

0- O número de acionistas maioritários é inferior a 5;

1- O número de acionistas maioritários é igual ou superior a 5.

5. Número de membros não executivos no conselho de administração;

De acordo com a literatura pesquisada, Brickley e James (1987), Byrd e Hickman (1992), Fama e Jensen (1983), Frank et al. (2001), Mak (1996), Pearce e Zahra (1992), Pettigrew e McNulty (1995), Salmon (1993) e Weisbach (1988), os administradores não executivos agem como sendo um mecanismo fiável e de equilíbrio com a finalidade de reduzir conflitos entre administradores e acionistas e são vistos como elementos que garantem todas as averiguações necessárias de forma a aumentar a eficácia e o desempenho da administração executiva, sendo considerados peritos de decisão.

A presente variável também é uma variável *dummy*, que pretende apurar a existência de administradores não executivos no conselho de administração. No presente estudo, esta pode assumir um dos valores seguintes:

- 0- Não existem administradores não executivos no conselho de administração;
- 1- Existem administradores não executivos no conselho de administração.

6. Remuneração Variável dos Administradores;

A presente variável, apenas contém valores ganhos pelos administradores executivos, uma vez que apenas este grupo de administradores é que cumpre os requisitos para esta parcela de vencimentos (Pereira, 2009). Esta característica torna esta variável importante para o estudo, pois encontra-se associada ao desempenho da empresa.

Variáveis de controlo:

- 1. Índice de liquidez, medido pelo total de lucro líquido;

A utilização desta variável no estudo serve para reforçar os indicadores financeiros na análise realizada.

3.2 Metodologia de Investigação

Para testar a relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas portuguesas, com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, iremos aplicar a regressão para dados em painel, através do Método *OLS pooled* (*Ordinary Least Squares*).

Considerando que as principais variáveis do estudo têm variação pouco significativa no tempo (dimensão da empresa, número de membros do conselho de Administração, número de acionistas majoritários e número de membros não executivo do conselho de Administração) é desaconselhado o uso do modelo de Efeitos Fixos ou do modelo de Efeitos Aleatórios, que são normalmente os mais utilizados para regressões com dados em painel.

Para a aplicação do método apresentado, efetuaram-se estimativas robustas face à autocorrelação e à heteroscedasticidade (ausência de homocedasticidade dos resíduos). Mais especificamente, os coeficientes obtidos pela regressão linear serão exibidos através da matriz robusta de variâncias e covariâncias, dado que comportam uma menor variância e tendem a assumir um menor erro de estimação, tornando os resultados mais fiáveis. Serão ainda realizados tratamentos às *outliers* das variáveis remuneração total, ROE, remuneração variável e lucro líquido.

Com o intuito de encontrar resultados para a plausível relação do valor da remuneração dos administradores com o conjunto das variáveis dependentes - a dimensão da empresa, o número de acionistas majoritários, a existência de administradores não executivos e o desempenho da empresa - irá ser utilizado o seguinte modelo linear:

Remuneração dos Administradores

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 Lucro\ Liquidado_{it} + \beta_3 Remuneração\ Variável_{it} \\ &+ \beta_4 Log(Ativo)_{it} + \beta_5 N^o\ Membros\ do\ Conselho\ de\ Administração_{it} \\ &+ \beta_6 N^o\ de\ Acionistas\ Majoritários_{it} \\ &+ \beta_7 N^o\ de\ Membros\ Não\ Executivos_{it} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Equação 1- Modelo linear das variáveis em estudo

3.3 Estatística Descritiva

Neste subcapítulo, são apresentados os resultados obtidos através da análise dos dados relativos a todas as 17 observações utilizadas em estudo.

Na imagem 2, são apresentadas as estatísticas descritivas através do diagrama de extremos e quartis, após o tratamento de *outliers* - tratamento de dados atípicos (valores inferiores ao quartil $q - 0,25$ e superiores ao $q - 0,75$) - que podem levar ao enviesamento do estudo.

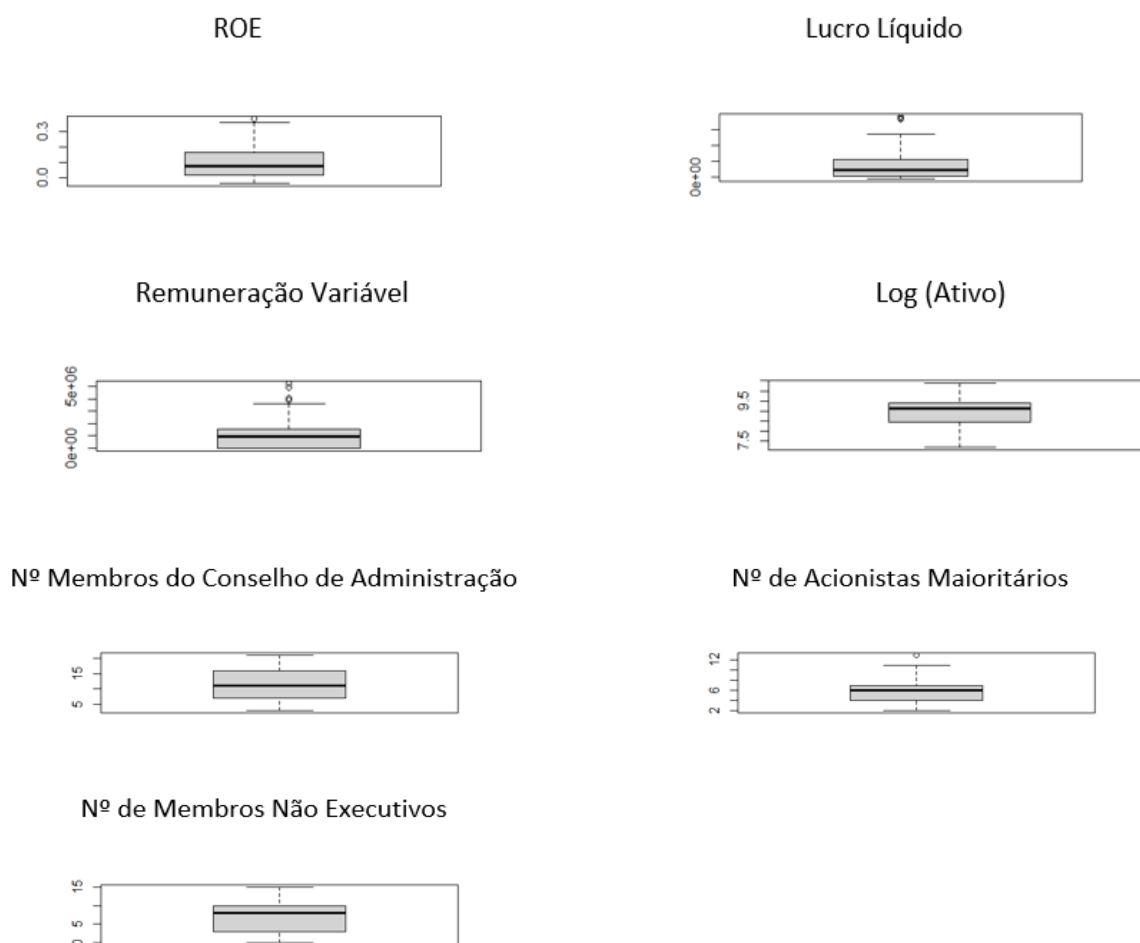


Figura 2- Diagrama de extremos e quartis após o tratamento de *outliers*

Após o tratamento dos *outliers*, evidencia-se a presença de alguns valores que podem ser considerados atípicos. No entanto, as variáveis que após o tratamento ainda apresentam *outliers* são: ROE, lucro líquido, remuneração variável e o número de acionistas maioritários. Ao verificar-se o valor destes *outliers*, é de ressaltar que os *outliers* presentes são apenas moderados (isto é, inferiores a $Q3 + 1,5 \text{ AIQ}$).

Na Tabela 1, são apresentados os valores médios, extremos (mínimos, máximos) e desvios padrão correspondentes às variáveis quantitativas usadas no estudo:

| | Média | Máximo | Mínimo | Desvio Padrão |
|--------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Remuneração dos Administradores (total €) | 3 512 773 | 12 396 459 | 524 150 | 3 235 027 |
| ROE (%) | 10.30 % | 38.10% | -3.32% | 11.37% |
| Dimensão da Empresa (total do ativo em milhares €) | 2 818 000 | 21 090 000 | 91 740 | 4 878 156 878 |
| Logaritmo do Ativo | 8.99 | 10.38 | 7.22 | 0.67 |
| Número de Membros do Conselho de Administração | 11.71 | 3.00 | 21.00 | 5.25 |
| Remuneração Variável dos Administradores (€) | 1 219 798 | 5 224 330 | 0 | 1 460 226 |
| Índice de Liquidez (€ Administradores Não Executivos) | 176 302 178 | 757 849 185 | -14 060 763 | 225 134 579 |
| | 6.67 | 15 | 0 | 4.02 |

Tabela 1- Estatísticas Descritiva

Na tabela 1 observa-se que, a variável que mede a remuneração total dos administradores, (soma da remuneração variável com a remuneração fixa), varia entre 524 150 euros e 12 396 459 euros, com valor médio de 3 512 773 euros. Em comparação com a remuneração variável, que apresenta uma média de 1 219 798 euros, verifica-se que a remuneração variável, corresponde a aproximadamente 34.72% da remuneração total auferida pelos administradores. A remuneração variável encontra-se no intervalo que contém os valores compreendidos entre os 0 euros e os 5 224 330 euros.

Esta variação de valores pode ser explicada pelo número de membros do conselho de Administração: tendencialmente, um conselho de administração com um menor número de membros, costuma apresentar um valor de remuneração total menor, uma vez que são menos vencimentos que a empresa tem de pagar. Por sua vez, também pode ser explicado pela existência de membros não executivos e membros independentes, dado que estes dois grupos de administradores apenas são remunerados pela vertente fixa.

Nas empresas em análise, a constituição do conselho de administração, em média, é constituída por aproximadamente 12 elementos. O valor máximo registado foi de 21 e o valor mínimo foi 3. Em relação ao número de administradores que integram o conselho de administração, mas que exercem a função de administradores não executivos, em média as empresas apresentam 7 membros com estas características. No entanto, de acordo com a amostra em estudo, o intervalo relativo ao número de membros não executivos é de 0 a 15 elementos, inclusive.

Relativamente ao desempenho financeiro (ROE) das empresas este varia entre -3.32% e 38.10%, apresentando um valor médio de 10.30 % e um desvio padrão de 11.37%. Em relação à rentabilidade (ROA) das empresas, concluímos que varia entre -3.43% e 49.32%, e apresenta uma média de 11.61% e um desvio padrão de 14.32%. A dimensão da empresa, medida pelo ativo total das empresas e corresponde a todos os bens, direitos e recursos financeiros e económicos de uma empresa, varia entre 91 740 milhares de euros e 21 090 000 milhares de euros, apresentando uma média de 2 818 000 milhares de euros.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação de Pearson, onde esta analisa em que medida é que as variáveis se correlacionam. Os valores dos coeficientes de correlação de Pearson podem variar entre -1 e 1 (inclusive), sendo que quando o valor de correlação entre as duas variáveis é positivo, indica que estas tendem a aumentar no mesmo sentido (correlação linear positiva). No entanto, se o valor da correlação for negativo, indica que o comportamento das duas variáveis em comparação apresenta uma monotonia no sentido oposto uma da outra (correlação linear negativa) (Mukaka, 2022). Por sua vez, caso o coeficiente de correlação de Pearson apresente um valor muito próximo de 0, então é de inferir que as duas variáveis em causa não devem apresentar uma correlação linear entre si.

Os autores referem que valores altos e positivos de correlação indicam que as variáveis são altamente correlacionadas e medem a mesma característica, podendo encontrar-se problemas de multicolinearidade. Estes problemas podem ser mais acentuados quando os valores do

coeficiente de correlação excedem o valor de 80%, isto porque a multicolinearidade aumenta os erros padrão, provocando distorção em algumas variáveis (Gujarati, 2003).

| | Remuneração dos Administradores | ROE | Tamanho da empresa (log ativo) | Nº de membros do conselho de administração | Remuneração variável | Índice de liquidez | Administradores não executivos | Acionistas majoritários |
|--------------------------------------------|---------------------------------|---------|--------------------------------|--------------------------------------------|----------------------|--------------------|--------------------------------|-------------------------|
| Remuneração dos Administradores | 1 | -0,1475 | 0,6414 | 0,6414 | 0,8652 | 0,5716 | 0,0307 | 0,2125 |
| ROE | | 1 | -0,3583 | -0,1449 | -0,1557 | 0,1182 | 0,0435 | -0,1141 |
| Tamanho da empresa (log ativo) | | | 1 | 0,6789 | 0,6506 | 0,6475 | 0,2961 | 0,0988 |
| Nº de membros do conselho de administração | | | | 1 | 0,5195 | 0,5139 | 0,5950 | -0,0349 |
| Remuneração variável | | | | | 1 | 0,5855 | -0,0111 | 0,0871 |
| Índice de liquidez | | | | | | 1 | 0,0431 | 0,2007 |
| Administradores não executivos | | | | | | | 1 | -0,4452 |
| Acionistas majoritários | | | | | | | | 1 |

Tabela 2- Matriz de correlação de Pearson

Assim ao observar-se os valores dos coeficientes de correlação de Pearson das variáveis em estudo, pode-se evidenciar a existência de uma correlação linear positiva forte ($r = 0,8652$) entre a remuneração dos administradores e a remuneração variável. Assim podemos afirmar que cerca de 75% ($0,8562^2 = 0,7485$) da variabilidade da remuneração dos administradores é explicada pela remuneração variável. Este resultado já era esperado, dado que a variável reenumeração total é obtida pela soma da variável remuneração variável com a remuneração fixa.

Em relação às restantes variáveis em estudo, apesar de existirem relações lineares entre variáveis, nenhuma excede os 80%, onde se parte do pressuposto que não sejam significativamente elevados para causarem problemas de multicolinearidade. No entanto, todos os resultados futuramente apresentados provêm da matriz robusta de covariâncias e variâncias, de forma a minimizar o erro de estimação para se obter resultados mais fiáveis.

Tendo por base a análise da H2 que aborda a possível existência de uma correlação positiva entre a remuneração dos administradores e a dimensão da empresa, com base na tabela atrás exposta podemos confirmar esta hipóteses de partida, uma vez que apresenta uma correlação positiva (0,6414), indicando que quando a dimensão da empresa aumenta, a remuneração total dos administradores também tende a aumentar.

Em relação à H4 “A remuneração dos Administradores está positivamente correlacionada com o desempenho das empresas”, ao analisarmos o valor da correlação entre a remuneração total e o ROE, concluímos que para esta amostra não se verifica uma correlação positiva, mas sim negativa ($r = -0,1475$). Esta correlação negativa indica que as duas variáveis apresentam comportamentos contrários, isto é, quando a remuneração dos administradores aumenta o desempenho da empresa diminui. Uma possível explicação para isto é o facto de a amostra ser pequena, uma vez que a literatura indica que existe uma correlação positiva entre estas duas variáveis. (Note-se que o r é muito próximo de 0 pelo que, apesar do seu sinal negativo, não evidencia a presença de uma correlação linear significativa entre as duas variáveis em causa).

No entanto, também tem-se de ter em consideração que o ano de análise – 2020 - foi problemático para as empresas, uma vez que foi o ano em que surgiu a pandemia que afetou as empresas em todo o mundo. O surgimento da Covid-19 teve vários impactos negativos no funcionamento das empresas: o confinamento obrigatório para o controlo da pandemia, obrigou várias empresas a fechar e a parar as produções. Apesar disso, as empresas que tinham a possibilidade de impor o teletrabalho, conseguiram assegurar parte das suas funções.

Esta pandemia a nível mundial também provocou severos problemas estruturais na maioria das empresas, pois o grupo empresarial não previa que o aparecimento de um vírus que poderia afetar a economia, o que ajudou as empresas a repensar sobre as suas previsões em possíveis novas pandemias. No entanto, ainda são incertas as reais consequências de médio e longo prazo que esta pandemia teve na economia e nas empresas portuguesas.

Na tabela 3 faz-se a comparação do coeficiente de correlação de Pearson entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas com a existência de administradores não executivos:

| | Correlação |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| Sem a presença de administradores executivos no conselho de administração | -0,1475 |
| Com a presença de administradores executivos no conselho de administração | 0,0265 |

Tabela 3- Correlação entre a remuneração dos administradores e o ROE com administradores não executivos no conselho de administração

Ao analisar-se tabela 3, verificar-se que a presença de administradores não executivos induz uma mudança de sinal na correlação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas – o coeficiente de correlação de Pearson altera-se de $r=-0,1475$ para $r=0,02665$. Mesmo assim, apresenta valores em módulo muito próximos de zero, pelo que a sua correlação linear é muito fraca. Desta forma, verificamos que H3, confirma nesta amostra o comportamento das variáveis, segundo a revisão de literatura apresentada.

CAPÍTULO IV – RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estimação do Modelo

Neste capítulo apresenta-se os resultados da estimação do modelo linear mencionado no capítulo anterior. Optou-se por não se proceder à divisão da amostra, pelo que se utilizou os dados relativos às 17 empresas portuguesas com valores admitidos a cotação na *Euronext Lisbon*.

4.1.1 Análise Global

A Tabela 4 apresenta os resultados da estimação do modelo de regressão linear, atrás apresentado, para explicar a remuneração dos administradores:

| | Coefficiente (estimado) | P-valor |
|---------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| Termo independente | -3.575×10^{-6} | 0.2883 |
| ROE | 2.021×10^{-6} | 0.1963 |
| Lucro líquido | -1.399×10^{-3} | 0.1716 |
| Remuneração variável | 1.453×10^{-16} | 2×10^{-16} *** |
| Log (Ativo) | 2.734×10^{-5} | 0.4942 |
| Nº de membros do conselho de administração | 2.709×10^{-5} | 2.65×10^{-07} *** |
| Nº de acionistas maioritários | 1.323×10^{-5} | 0.0365 * |
| Nº de membros não executivos | -1.543×10^{-5} | 0.0112* |

*** $p < 0.001$; * $p < 0.01$

Tabela 4 - Resultados do Modelo OLS

É possível notar-se que, para a amostra das 17 empresas, o modelo apresenta quatro variáveis que são estatisticamente significativas, sendo estas a remuneração variável, o número de membros que constituem o conselho de administração, o número de acionistas maioritários e o número de membros independentes que a empresa apresenta no seu conselho de administração.

No que concerne ao número de acionistas maioritários, a partir da amostra em causa podemos afirmar que quando estes aumentam 1pp, estima-se que a sua remuneração total varie no

mesmo sentido em 1.323×10^{-5} pp, *ceteris paribus*. Assim, quando o número de acionistas maioritários aumenta, espera-se que o valor da remuneração dos administradores também aumente, mantendo-se todas as restantes variáveis constantes ($p - value = 0.0365 < 0.05$).

Este fenómeno acontece devido ao facto de nas grandes empresas existirem resultados líquidos elevados, que é um dos fatores chave na procura dos investidores. Temos o exemplo da EDP que de 2015 a 2019 apresentava um grupo de 11 acionistas maioritários (Relatório de contas consolidadas dos anos mencionados). O facto de ser um grupo acionista com um número elevado de membros, provoca uma monitorização do comportamento de risco dos administradores, que se reflete no valor da remuneração.

Em cada um dos anos de 2015 a 2019, a EDP remunerou os seus administradores em cerca de 5 216 288.8 euros por ano, na forma de remuneração variável. Este resultado também pode ser explicado pela diminuição de risco na administração, onde a presença dos acionistas monitoriza os administradores para a maximização da criação de valor da empresa, com o estabelecimento de metas e objetivos que estes são obrigados a cumprir. Assim os administradores são remunerados da forma e quantidade correta por este comportamento. Quando confrontados com H1, concluímos que a existência de grandes acionistas na empresa, têm impacto positivo na remuneração dos administradores, na amostra em questão.

Em relação à remuneração variável, quando esta aumenta 1 pp (ponto percentual), mantendo-se tudo o resto constante, a remuneração total varia no mesmo sentido em 1.453×10 pp. Este resultado é explicado pelo facto da remuneração variável ser uma parcela incorporada no apuramento da remuneração total, assim quando a remuneração variável aumenta, este aumento vai-se refletir no valor da remuneração total.

Relativamente ao número de membros que constituem o conselho de administração, quando este aumenta em 1 pp, mantendo-se as restantes variáveis constantes, espera-se que a remuneração total dos administradores aumente em 2.709×10^5 pp ($p - value = 2.65 \times 10^{-7} < 0.05$). Quando o número de administradores no conselho de administração aumenta, os seus encargos ao nível de gastos com a remuneração aumentam também, uma vez que são mais administradores a remunerar. Desta forma, quando o número de membros do conselho de administração aumenta, o valor da remuneração tendencialmente aumenta.

Por fim, em relação aos membros não executivos que constituem o conselho de administração, quando este varia 1pp, mantendo-se tudo o resto constante, a remuneração total varia, no mesmo sentido, cerca de -1.543×10^5 pp. Isto acontece porque o número de administradores não executivos está relacionado com o número de membros do conselho de administração. Estes administradores, segundo a literatura, têm a função de controlar a tomada de decisão dos administradores na tomada de risco, onde vigiam o comportamento dos administradores em relação à empresa. Os administradores, ao terem estes indivíduos no conselho de administração, seguem um comportamento que vai de encontro com os objetivos da empresa, onde tendem a maximizar o valor da empresa, não apresentando um comportamento de risco que se reflete na sua remuneração.

Após a análise dos resultados do modelo inicialmente apresentado, decidiu-se criar um novo modelo, onde apenas se utilizam as variáveis que são estatisticamente significativas para se perceber o comportamento do valor do R-ajustado. Assim, o novo modelo apresenta a seguinte expressão:

Remuneração dos Administradores(2)

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_1 \text{Remuneração Variável}_{it} \\
 &+ \beta_2 \text{N}^\circ \text{ Membros do Conselho de Administração}_{it} \\
 &+ \beta_3 \text{N}^\circ \text{ de Acionistas Maioritários}_{it} \\
 &+ \beta_4 \text{N}^\circ \text{ de Membros Não Executivos}_{it} + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

Equação 2- Modelo linear das variáveis estatisticamente significativas da equação 1

Ao fazer-se a estimação do novo modelo linear obteve-se os seguintes valores:

| | Coefficiente | P-valor |
|---------------------------------------------------|----------------------|---------------------------|
| Termo Independente | -9.946×10^5 | 0.0551 ° |
| Remuneração Variável | 1.429×10 | $< 2 \times 10^{-16} ***$ |
| Nº de Membros do conselho de administração | 2.485×10^5 | $2.46 \times 10^{-7} ***$ |
| Nº de acionistas Maioritários | 1.236×10^5 | 0.0455 * |
| Nº de Administradores Não Executivos | -1.267×10^5 | 0.0248 * |

*** $p < 0.001$; * $p < 0.01$; ° $p < 0.1$

Tabela 5 - Resultados do Novo Modelo OLS

Ao fazer-se uma avaliação dos resultados obtidos, percebe-se que no novo modelo não foram muito diferentes dos valores obtidos no modelo inicial. Ao analisar o valor do R-estimado obtivemos os seguintes valores:

| | R-ajustado |
|-----------------------|-------------------|
| Modelo inicial | 0.8256 |
| Novo modelo | 0.8266 |

Tabela 6 - Resultados do R-ajustado dos dois modelos OLS

Verifica-se que o valor do R-ajustado é bastante elevado nos dois modelos, e que a diferença entre os seus valores nos dois modelos é reduzida. Desta forma, o modelo linear (OLS) apresenta-se como um método considerável e pertinente para obter uma estimativa da variação da remuneração dos administradores.

3.1.1 Análise de robustez

Neste capítulo são apresentados os testes de robustez realizados para a validação do modelo inicialmente apresentado. Primeiro fez-se o teste de multicolinearidade e heterocedasticidade de Breusch Pagan.

O teste de multicolinearidade serve para perceber se existe a presença de uma relação linear aproximada entre regressões. A causa deste problema está relacionada com a amostra e não com problemas teóricos, onde podem ser pelo facto dos regressores possuírem a mesma tendência temporal, algumas variáveis caminharem na mesma direção pelo facto da recolha dos dados apresentar uma base reduzida, quer em número de anos, quer em número de empresas e pode existir algum tipo de relacionamento aproximado entre os regressores. É importante testar se existe problema de multicolinearidade, dado que aumenta os erros padrão dos coeficientes, que pode tornar algumas variáveis estatisticamente insignificantes quando deveriam ser significantes. A tabela a seguir exposta apresenta os valores da multicolinearidade, calculada através do fator de inflação da variância (VIF):

| Variável | Valor do VIF |
|---------------------------------------------------|---------------------|
| ROE | 1,7262 |
| Lucro Líquido | 2,8908 |
| Remuneração Variável | 2,3825 |
| Log (Ativo) | 4,0495 |
| Nº de Membros do Conselho de Administração | 3,6389 |
| Nº de Acionistas Maioritários | 1,4825 |
| Nº de Membros Não Executivos | 3,1829 |

Tabela 7-Teste de multicolinearidade

Se o valor do VIF for igual a 1, indica que não existe multicolinearidade entre os fatores, no entanto se o VIF for maior que 1, as variáveis podem estar moderadamente correlacionadas. Um VIF entre 5 e 10 indica alta correlação, o que pode ser problemático, acima de 10 podemos assumir que os coeficientes de regressão estão mal estimados devido à multicolinearidade. Ao analisar-se os valores do VIF concluímos que não existe multicolinearidade, uma vez que os valores de cada variável são inferiores a 5, onde Log (Ativo) apresenta o valor mais elevado (4,0495), e o número de acionistas maioritários o valor mais baixo (1,4825).

Em seguida foi realizado o teste de heterocedasticidade para perceber qual a distribuição de frequência em que todas as distribuições condicionadas apresentam desvios padrões diferentes. O contrário deste fenómeno é a homocedasticidade, que ocorre quando os dados regredidos encontram-se mais homogeneamente e concentrados em torno da reta de regressão do modelo. Desta forma usou-se o teste de heterocedasticidade de Breusch Pagan. Neste teste são apresentadas a seguintes hipóteses:

H0: A variância dos resíduos é constante (homocedasticidade)

H1: A variância dos resíduos não é constante (heterocedasticidade)

| | |
|-----------------|---------------|
| BP= | 2,4397 |
| Df= | 7 |
| p-value= | 0,9316 |

Tabela 8-Teste de heterocedasticidade de Breusch Pagan

Uma vez que o $p - value = 0.9316$, é maior que 0.05, não se rejeita H0 com 5% de significância. Assim podemos concluir que a variância dos resíduos é constante e que se verifica homocedasticidade indicando que os dados são mais homogéneos e concentrados em torno da reta de regressão do modelo.

De forma a simplificar as conclusões sobre os resultados obtidos, são apresentadas na tabela seguinte as quatro hipóteses de partida:

| Hipótese de Partida | Validação/ Não validação |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| H1: A existência de grandes acionistas tem impacto na remuneração dos administradores. | Validada |
| H2: A remuneração dos administradores está positivamente correlacionada com a dimensão da empresa. | Validada |
| H3: A existência de administradores executivos, aumenta a correlação entre a remuneração e o desempenho da empresa. | Validada |
| H4: A remuneração dos administradores está positivamente correlacionada com o desempenho da empresa. | Não validada |

Tabela 9 –Tabela síntese das Hipóteses de Partida

Ao analisar-se a tabela de resumo das Hipóteses de Partida, percebemos que das 4 HP apenas a HP número quatro não foi validada. Então, pode-se concluir que fatores como a existência de grandes acionistas, a dimensão da empresa e a existência de administradores não executivos têm impacto da remuneração dos administradores, de acordo com a revisão de literatura.

CAPÍTULO V- CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PERSPETIVAS FUTURAS

A Teoria de Agência e o Governos das Sociedades estão associados, dado que vários autores como Arruda, Madruga e Júnior (2008) afirmam que a existência do governo das sociedades, cada vez tem mais ênfase no mundo empresarial, com o intuito de ajudar a resolver os conflitos de interesses. Estes conflitos estão relacionados com a teoria de agência e podem ser resolvidos através da tomada de decisões, tendo em conta os interesses dos sócios, mas também os dos administradores. Para que as empresas consigam minimizar este problema, Teixeira, Fortunato, Teixeira e Pizeta (2011) afirmam que é necessário a empresa atribuir uma remuneração de forma persuasiva, tendo em conta o cargo que exerce, e pela criação de incentivos. Já Castilho (2015) indica que a forma mais eficaz de uma empresa minimizar este problema será através da remuneração variável.

Em relação à remuneração sob a forma de remuneração variável, é geralmente usada a *stocks option* onde esta funciona como incentivo para o longo prazo, apresentando um desfasamento no tempo, normalmente de 3 anos, vide relatório de gestão e contas da EDP. Este tipo de remuneração tem apresentado uma crescente aderência (Pinto, 2006) provocado essencialmente pela sua capacidade de alinhamento de interesses, à função de fidelização e ao facto de contribuírem como um instrumento de aquisição de participação social (Câmara, 2012). No entanto o dinheiro não é única forma de incentivo para os administradores, dado que estes também presam o risco e a reputação que têm no mercado (Camargo, 2007).

O desempenho das empresas pode ser medido de várias formas, tais como através da rentabilidade e crescimento (Santos e Britos, 2012) e rácios de investimento (Ross et al., 2003). No entanto, estas medidas são obtidas na contabilidade que podem ser facilmente manipuladas ou distorcidas pelos profissionais ao optarem por determinadas políticas, critérios e princípios (Rhoades et al., 2001). Já as medidas de mercado refletem o desempenho ajustado ao risco, onde muitas das vezes estão sujeitas a forças que vão além do controlo dos administradores.

O alinhamento de interesses torna-se importante, e dá-se por meio de um sistema monitorizado, através de recursos internos ou por auditorias externas. As implementações de auditorias apresentam vários benefícios para as empresas, porque reforça o ambiente de controlo, melhora a elaboração de documentos, aumenta o desenvolvimento da comissão de auditoria e minimiza o erro humano (Wagner e Dittmar, 2006). Assim reforça a ideia de que

o administrador toma decisões de forma mais correta, com perspectivas de aumentar o valor da empresa e não para proveito próprio.

O presente trabalho tinha como principal objetivo analisar a remuneração dos administradores e o desempenho das 17 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, como sendo a remuneração dos administradores a forma de mecanismo de governo das sociedades para a minimização do problema de agência. Para este trabalho foi analisado o comportamento de algumas variáveis que poderiam explicar o comportamento da remuneração, tais como o ROE, lucro líquido, remuneração variável, log(ativo), número de membros do conselho de administração, número de acionistas majoritários e o número de membro não executivos presentes no conselho de administração.

Os resultados obtidos no modelo escolhido para a análise das 17 empresas, para o período temporal de 6 anos (2015 a 2020), mostra que a remuneração total dos administradores é influenciada pela existência de grandes acionistas. Este resultado vai de encontro com a hipótese de investigação número um inicialmente proposta, significando que, para as empresas pertencentes à amostra, os acionistas apresentam um papel importante para a remuneração dos administradores. A literatura indica que os acionistas apresentam um papel importante no comportamento dos administradores, pois podem influenciar as condutas dos administradores, onde a participação destes, quando superior a 50%, podem influenciar o administrador a respeitar o objetivo de maximização do valor da empresa, monitorizando o comportamento de risco do administrador (Schleifer e Vishny, 1997). Assim, concluímos que, em Portugal, a presença de acionistas majoritários tem impacto na remuneração total dos administradores, onde estes são persuadidos a respeitar o objetivo de maximização do valor da empresa.

A literatura também afirma que a dimensão da empresa tem impacto na remuneração (Jensen e Murphy, 2004), cujos administradores são premiados em função do tamanho da empresa. Esta teoria vai de encontro com a hipótese de estudo número dois, onde se confirma nas empresas portuguesas, em estudo, a existência de uma correlação positiva entre a remuneração dos administradores e a dimensão da empresa. Desta forma, quanto maior for a dimensão da empresa, maior tenderá a ser o valor de remuneração dos administradores que incorporam o conselho de administração das mesmas.

A hipótese de estudo número três aborda a existência de membros não executivos no conselho de administração, onde Fama (1989) define estes administradores como “árbitros profissionais” que têm a função de vigiar e acompanhar a competição entre os administradores de topo. A inclusão destes administradores aumenta o retorno da empresa (Rosenstein e Wyatt, 1990), caso se verifique uma maior relação entre a remuneração e o desempenho das empresas. Assim, ao se analisar a correlação entre os administradores e o desempenho das empresas, concluímos que a presença de administradores não executivos aumenta a correlação entre estas duas variáveis, confirmando a hipótese de estudo.

Por fim, avaliou-se a existência de uma correlação positiva entre a remuneração dos administradores e o desempenho da empresa, que vai de encontro com a hipótese de estudo número quatro. Apesar de vários estudos comprovarem uma existência positiva entre estas duas variáveis, tais como Murphy (1985), Abowd (1990), Jensen e Murphy (1990) e Leonard (1990), essa correlação não se verificou no presente estudo. Podemos justificar este resultado pelo facto do último ano de análise (2020) apresentar elevadas alterações nas contas empresariais devido à pandemia Covid-19 e confinamentos decretados a nível mundial, que provocou sérios problemas e afetou as empresas a nível financeiro, económico e até mesmo a nível estrutural, podendo ter enviesado a análise dos resultados.

As limitações encontradas para este estudo estão relacionadas com a recolha de dados, onde o número de empresa portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, pertencentes ao PSI20, são apenas 17, dado que Portugal dispõe de um mercado bolsista muito reduzido e com pouca liquidez, podendo ser uma restrição quanto à consistência dos resultados apresentados. Assim, no futuro pretende-se alargar a amostra a um maior número de anos, de forma a existir um estudo mais aprofundado sobre a temática.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abatino, B., and Dari-Mattiacci, G. (2020). “Agency problems and organizational costs in slaverun businesses”. *Roman Law and Economics: Institutions and Organizations*, 1, 23
- Abowd, J. (1990). “Does performance-based managerial compensation affect corporate performance?”. *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3), 52-73.
- Abreu, J. M. Coutinho (2007). “Responsabilidade civil dos administradores”, IDET/Cadernos n.º 5, Coimbra, Almedina, 18-38.
- Akerlof, A. G. (1979). “The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.
- Allegrini, Marco and Greco, Gulio (2013). “Corporate Boards, Audit Committees and Voluntary Disclosure: Evidence From Italian Listed Companies”; *Journal of Management and Governance*, 17 (1), 187-216.
- Anthony, R.N. and Govindarajan, V. (2002). “Sistemas de controlo de gerência”. São Paulo, Atlas.
- Armani, B. D., Antunes, B. R. S., Reina, D. R. M., Silva, W. A. M., and Reina, D. (2019). “Os Traços de Personalidade do Dark Triad dos Acadêmicos do Curso de Ciências Contábeis na Qualidade das Notas Explicativas”. *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, 17 (1), 88-101.
- Arruda, G. S., Madruga, S.R. and Júnior, N. I. F. (2008). “A corporate governance and theory of agency in compliance with controlling”. *Revista Administrativa UFSM*, 1 (1), 71-84.
- Barker III, V. L., and Mueller, G. C. (2002). “CEO characteristics and firm R&D spending”. *Management Science*, 48 (6), 782-801.
- Barradas, Ricardo (2021). “O estado da Nação e as Políticas Publicas 2021: Governar em Estado de Emergência”. Instituto para as Políticas Públicas e sociais. Depósito: 486058/21, 47-53.

Barros, A. and Barros, A. (1998). “Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo”; Lisboa: Vulgata.

Bassyouny, H., Abdelfattah, T., and Tao, L. (2020). “Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective”. *International Review of Financial Analysis*, 70. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101499>

Bebchuk, L. and Fried, J. M. (2003). “Executive compensation as an agency problem”. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.

Beny, L. N. (2004). “Comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading”. University of Michigan Law School. <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1003&context=umichlwps>.

Bloch, Francis and Bloch, Francis and Hege, Ulrich (2001). “Multiple Shareholders and Control Contests”.doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2273211>.

Boone, A. L., Fich, E. M., and Griffin, T. P. (2019). Shareholder litigation and the information environment. Available at SSRN 3106086.

Borba, José Edwaldo Tavares (2010). “Direito Societário”. 12.^a edição, Rio de Janeiro. Renovar.

Bortoluzzi, D. A., Zakaria, J., Santos, E. A., and Lunkes, R. J. (2016). “A influência das características dos executivos de alto escalão sobre a estrutura de capital: um estudo em empresas listadas na BM & FBovespa”. *Spacious*, 37, 1-24.

Brickley, James A. and James, Christopher M. (1987). “The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking”. *Journal of Law and Economics*, 30 (1), 161-180.

Byrd, John W. and Hickman, Kent A. (1992). “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids”. *Journal of Financial Economics*, 32 (2), 195-221.

Câmara, Paulo, (2012). “Remuneração”. Código do Governo das Sociedades Anotado, Almedina, 196-197.

Camargos, MarcM. A. and Helal, D. (2007). “Remuneração executiva, desempenho económico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras”. Encontro ANPAD, 31.

Cardoso, Fernando Henrique (2009). “Perdidos na crise”. Vida Pública, p. 24.

Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., and Sanders, W. G. (2004). “Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition”. *Journal of management*, 30 (6), 749-778.

Castilho, Z. H. R. (2015). “Relação entre a Remuneração de Executivos e o Desempenho Financeiro dos Bancos Brasileiros de Capital Aberto”. XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo. Anais XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

Chatterjee, A., and Hambrick, D. C. (2007). “It's all about me: narcissistic Chief Executive Officers and their effects on company strategy and performance”. *Administrative Science Quarterly*, 52 (3), 351-386.

Chen, Jian., and Strange, Roger. (2005). “The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies”. *Economic Change and Restructuring*, 38 (1), 11-35.

Cosh, A. (1975). “The remuneration of chief executives in the United Kingdom”. *Economic Journal*, 85, 75-94.

Coutinho de Abreu, Jorge (2010). “Governança das Sociedades Comerciais”. Almedina, Coimbra, 2.^a edição.

Cyert, R. M. and March, J. G. (1963). “A behavioral theory of the firm”. 2nd. Edition. New Jersey, USA: Englewood Cliffs.

De Castro, Alexandre Infante (2010). “Remuneração dos Administradores de Companhias Abertas”. Monografia de conclusão do curso de direito. PUC-Rio.

Faccio, Mara, Larry H. P. Lang, and Leslie Young (2001). “Dividends and Expropriation”. *American Economic Review*, 91 (1), 54-78.

Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C. (1983). “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.

- Fama, F. Eugene (1989). "Business conditions and expected returns on stocks and bonds". *Journal of Financial Economics*, 25, 23-49.
- Fan, D. K., and Raymond, W. (2004). "What Managers Think of Capital Structure: The Evidence from Hong Kong". *Journal of Asian Economics*, 15, 817-830.
- Farrel, Anne M.; Kadous, Kathryn and Towry, Kristy L. (2008). Contracting on Contemporaneous versus Forward-Looking Measures: An Experimental Investigation. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 773-802.
- Fernandes, Nuno, (2005). "Board Compensation and Firm Performance: The Role of Independent Board Members". Finance Working Paper N° 104/2005. http://ssrn.com/abstract_id=830244, acessado em Janeiro de 2022
- Fernández, David (2015). "La CNMV no Ve Conexión entre el Sueldo del Consejo y los Beneficios"; vide <http://economia.elpais.com/tag/fecha/20150128>, acessado em Janeiro de 2022.
- Ferrari, E. (2014). "Análise das demonstrações contábeis". Brasil: Impetus.
- Franks, Julian R.; Mayer, Colin and Renneboog, Luc D. R. (2001). "Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?". *Journal of Financial Intermediation*, 10 (3-4), 209-248.
- Funchal, J. A. (2005). "Determinantes de remuneração de executivos em empresas de capital aberto latino-americanas". Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.
- Gil, António Carlos (2010). "Gestão de Pessoas: enfoque nos papéis profissionais". 1.^a edição. São Paulo: Atlas.
- Góis, A. D. (2017). "The dark tetrad of personality and the accounting information quality: The moderating effect of corporate reputation". (Tese).
- Gonzaga, R. P.; Yoshinaga, C. E. and Eid Junior, W. (2013). "Relação Entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras". *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 24 (3), 103-118.

Graziano, C. (2001). "Executive compensation and firm performance in Italy". *International Journal of Industrial Organization*, 19 (1-2), 133-161.

Guedes, Inês Ermida de Sousa (2011). "A Remuneração dos Administradores, Perspectiva a partir da crise de 2008, Almedina, Coimbra, 14.

Gugler, K. and Yurtoglu, B. Burcin (2003). "Average Q, Marginal Q, and the Relation between Ownership and Performance". *Economics Letters*, 78 (3), 379-384.

Gupta, A. K. and V. Govindarajan (1986). "Resource sharing among SBUs: Strategic antecedents and administrative implications". *Academy of Management Journal*, 29 (4), 695-714.

Hambrick, D. C. (2007). "Upper echelons theory: An update". *Academy of Management Review*, 32, 334-343. doi: 10.5465/AMR.2007.24345254.

Hambrick, D. C., and Mason, P. A. (1984). "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers". *Academy of management review*, 9 (2), 193-206.

Hambrick, D. C.; Finkelstein, S. and Mooney, A.C. (2005). "Executive Job Demands: New Insights for Explaining Strategic Decisions and Leader Behaviors". *Academy of Management Review*, 30 (3), 472-491.

Healy, P. M. and Palepu, K. G. (2001). "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 405-440.

Hu, Yabei and Izumida, Shigemi (2008). "Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data". *Corporate Governance: An International Review*, 16 (4), 342-358.

Hunjra, A. I., Chani, M. I., Javed, S., Naeem, S., and Ijaz, M. S. (2014). "Impact of Micro Economic Variables on Firms Performance". MPRA Paper No. 60792.

Jensen, M. C. (1993). "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *The Journal of Finance*, 48 (3), 831-880. doi: 10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x.

Jensen, M. C, and Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Jensen, M. C. and Murphy, K. J. (1990). "Performance pay and top-management incentives". *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-264.

Jensen, M. C.; Murphy, K. J. and Wruck, E. G. (2004). "Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them". *Negotiation, organizations and Markets Research Paper Series*. Harvard Business School, NOM Research Paper, 04-28.

Jensen, Michael C. and Smith, Clifford W. (1985). "Stockholder, manager and creditor interests: Application of agency". *Theory of the Firm (Book)*, 1 (1), 2000, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.173461>.

Johnson, J. E., and Powell, P. L. (1994). "Decision making, risk and gender: Are managers different?". *British Journal of Management*, 5 (2), 123-138.

Kaplan, Steven N. (1994). "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States". *Journal of Political Economy*, 102 (3), 510-546.

Kausel, E. E., Culbertson, S. S., Leiva, P. I., Slaughter, J. E., and Jackson, A. T. (2015). "Too arrogant for their own good? Why and when narcissists dismiss advice". *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 131, 33–50.

Kor, Y. Y. (2006). "Direct and interaction effects of top management team and board compositions on R&D investment strategy". *Strategic management journal*, 27 (11), 1081-1099.

Krauter, E. and Sousa, A. F. (2009). "Contribuições do Sistema de Remuneração dos Executivos para o Desempenho Financeiro de Empresas Industriais". *II Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, São Paulo. Anais*, 1, 1-16.

Kumar, S., and Sharma, A. (2011). "Further evidence on relative and incremental information content of EVA and traditional performance measures from select Indian companies".

Journal of Financial Reporting and Accounting (2), 104-118. doi:DOI: 10.1108/19852511111173086.

Leonard, J. (1990). "Executive pay and firm performance". *Industrial and Labor Relations Review*, 43 (3), 13-29.

Li, Y., and Tan, C. H. (2009). "Aligning CIO characteristics to business strategy: an empirical investigation". 42nd Hawaii International Conference on System Sciences, 1- 10.

Lima Filho, R., Bruni, A. L., and Sampaio, M. (2012). "The influence of gender, age and formation in the presence of heuristics in budgeting decisions: an almost experimental study". *Revest Universe Cantabile*, 8 (2), 103- 117.

Lima, R. E.; Araújo, M. B.V. and Amaral, H. F. (2008). "Conflitos de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. *Revista de Contabilidade e Organizações*, Ribeirão Preto, 2 (4), 148-157.

Lubit, R. (2002). "O impacto dos gestores narcisistas nas organizações". *Revista de Administração de Empresas*, 42 (3), 66-77.

Mak, Y. T. (1996). "The Voluntary Use of Outside Directors by Initial Public Offering Firms". *Corporate Governance: An International Review*, 4 (2), 94-106.

Majors, T. M. (2016). "The interaction of communicating measurement uncertainty and the dark triad on managers' reporting decisions". *The Accounting Review*, 91 (3), 973-992.

Marras, J. P. (2002). "Administração da remuneração". São Paulo: Thomson.

Michel, John G. and Donald C. Hambrick (1992). "Diversification posture and top management team characteristics". *Academy of Management Journal*, 35 (1), 9-37.

Miller, D. (1993). "Some organizational consequences of CEO succession". *Academy of Management Journal*, 36 (3), 644-659.

Mukaka, M.M. (2022). "Statistics Corner: A guide to appropriate use of Correlation coefficient in medical research". *Malawai Medical Journal*. PMC 3576830. Consultado em 12 de junho de 2022.

- Murphy, K. J. (1985). "Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis". *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3), 11-42.
- Murphy, K. J. (1998). "Executive compensation". *Handbook of Labor Economics*, 3 (2), 2485- 2563.
- Nakano, Yoshiaki (2008). "Origens e consequências". *Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 62 (11), 14-16.
- Nascimento, C.; Franco, L. M. G. and Cherobim, A. P. (2012). "Associação Entre Remuneração Variável e Indicadores Financeiros: Evidências do Setor Elétrico". *Revista Universo Contábil*, 8 (1), 22-36.
- Nascimento, L. P. (2001). "Administração de cargos e salários". São Paulo: Pioneira.
- Neyland, J. (2019). "Love or money: The effect of CEO divorce on firm risk and compensation". *Journal of Corporate Finance*.
- Oliveira, Helena M. S. (2015). "A Estrutura Conceptual da Informação Financeira e o Governo das Sociedades: Análise da Relação entre as Características das Empresas Cotadas em Portugal e a Informação Divulgada". Espanha: Universidad de Vigo, Facultad de Ciencias Economicas y Empresariales; Departamento de Economía Financeira e Contabilidad, Tesis Doctoral.
- O'Reilly, C. A., Doerr, B., and Chatman, J. A. (2018). "See You in Court": How CEO narcissism increases firms' vulnerability to lawsuits. *The Leadership Quarterly*, 29(3), 365–378.
- Pacheco, J., Schmitt, M., Bortoluzzi, D. A., and Lunkes, R. J. (2019). "Caraterísticas dos Executivos do Alto Escalão e a Influência no Desempenho: Um Estudo em Empresas Listadas na Bolsa Brasileira". *Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 16 (1), 59-83.
- Pagano, Marco and Roell, Ailsa (1990). "Trading systems in European stock exchanges: current performance and policy options". *Economic Policy*, 5 (10), 63-116. <https://doi.org/10.2307/1344576>.

- Pearce, John A. and Zahra, Shaker A. (1992). “Board Compensation From a Strategic Contingency Perspective”. *Journal of Management Studies*, 29 (4), 411-438.
- Peni, E. (2014). “CEO and Chairperson characteristics and firm performance”. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185-205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>.
- Pereira Silva, Paulo, (2009). “Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e Desempenho das Empresas”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 33, 72-80.
- Pettigrew, Andrew M. and McNulty, Terry (1995). “Power and Influence in and Around the Boardroom”; *Human Relations*, 48 (8), 845-873.
- Pimentel, Liliana M.; De Oliveira, H. M. S.; Pereira, Patrícia C. V. and Ntoug, Liou A. T. (2020). “Influence of Gender Diversity of Boards and Gender of CEO on Financial Performance: The European Case”. *Governance and Sustainability – International Perspectives*, Chapter 11, 201-239. Singapura. Springer. URL: https://doi.org/10.1007/978-981-15-6370-6_11.
- Pinto, Rui Monteiro (2006). “Planos de Opções de Ações”. *Revisores & Empresas*, Abril/Junho, 58-66.
- Pordata: <https://www.pordata.pt/Portugal/Empresas+total+e+por+dimens%c3%a3o-2857>, acessado em 21 de Junho de 2022.
- Rasoava, R. (2019). Executive compensation and firm performance: a non-linear relationship. *Problems and Perspectives in Management*, 17 (2), 1.
- Reis, A. (2013). “O impacto das características do conselho de administração das organizações no seu economic value added: uma análise das empresas do PSI20 em Portugal”. Lisboa School of Economics and Management.
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L., and Sundaramurthy, C. (2001). “A Meta analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: are “two heads better than one?”. *Corporate Governance: An International Review*, 9 (4), 311-319.
- Ribeiro, Maria de Fátima (2013). *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra.

- Rijsenbilt, A., & Commandeur, H. (2013). “Narcissus Enters the Courtroom: CEO Narcissism and Fraud”. *Journal of Business Ethics*, 117(2), 413–429.
- Rodrigues, Ilídio Duarte (1990). “A Administração das Sociedades por Quotas e Anónimas – Organização e Estatuto dos Administradores”. Livraria Petrony, Lisboa.
- Rogers, E. M. (1995). “Diffusion of innovations”. New York: Free Press.
- Rosenstein, Stuart and Wyatt, Jeffrey G. (1990). “Outside directors, board independence, and shareholder wealth”. *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jordan, B.D. (2003). “Fundamentals of Corporate Finance”. 6th edition, 1. New York: The McGraw-Hill Publishing Company Ltd.
- Roubini, Nouriel. Nouriel Roubini (2008). “O homem que previu o caos”. *Época*, n. 542. Entrevista a José Fucs. Disponível em:
<<http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,ERT13935-15295-13935-3934,00.html>>.
Acesso em 16 maio 2018
- Salas Fumás, Vicente (2002). “El Gobierno de la Empresa: Presentación”. *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economia*, 50 (2), 10-27.
- Salmon, Walter J. (1993). “Crisis Prevention: How to Gear Up Your Board”. *Harvard Business Review*, 71 (1), 68-75.
- Sampaio, Mariana Nádira Lima (2009). “Governança corporativa e remuneração de executivos no Brasil”. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração.
- Santos, Boaventura de Souza (2020). “A Cruel Pedagogia do Vírus”. Coimbra: Edições Almedina S.A.
- Santos, J. B., and Brito, L. A. L. (2012). “Toward a subjective measurement model for firm performance”. *BAR-Brazilian Administration Review*, 9(SPE), 95-117.
- Sarin, R., and Wieland, A. (2016). “Risk aversion for decisions under uncertainty: Are there gender differences?”. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 60, 1-8.

Sauset, J.; Waller, P. and Wolff, M. (2014). “CEO contract design regulation and risktaking”. *European Accounting Review*, 24(4), 685-725.

Scherer, André Luís Forti and Cintra, Marcos Antônio Macedo (2008). “Pensar o impensável: o desenrolar da crise global”. *Revista desenvolvimento socioeconómico em Debate, RDSD*, 4 (1), 28-40.

Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. (1997). “A Survey of Corporate Governance”. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.

Shiwakoti, R. K. (2012). “Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector”. *Accounting and Finance*, 52, 213-235.

Sitthipongpanich, T., and Polsiri, P. (2015). “Do CEO and board characteristics matter? A study of Thai family firms”. *Journal of Family Business Strategy*, 6 (2), 119–129.

Sousa, A. F. (2009). “Contribuições do Sistema de Remuneração dos Executivos para o Desempenho Financeiro de Empresas Industriais”. XII Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, São Paulo. Anais, 1, 1-16.

Silva, J. O. and Beuren, I. M. (2010). “Evidenciação da remuneração variável dos executivos nas maiores empresas brasileiras listadas na Bovespa”. Congresso Anpcont, 4, Natal/RN. São Paulo: Anpcont.

Teixeira, A. F., and Gomes, R. C. (2019). *Governança pública: uma revisão conceitual*. 70(4), 519–550.

Teixeira, A. J. C.; Fortunato, G. X.; Teixeira, A. M. C. and Pizeta, K. C. (2011). “Sistemas de incentivos gerenciais e o risco das empresas do estado do Espírito Santo”. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, Brasília*, v. 5, ed. especial, 23-44.

Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., and Kweh, Q. L. (2015). “Upper Echelon Theory Revisited: The Relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision”. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 195, 686–694.

Vafeas, Nikos (2000). “Board Structure and the Informativeness of Earnings”; *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (2), 139-160.

Wagner, S., and Dittmar, L. (2006). "The unexpected benefits of Sarbanes-Oxley". Harvard business review, 84 (4), 133.

Walker, David I. (2010). "The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence". Boston Univ. School of Law Working Paper No. 10-32. <https://www.bu.edu/law/faculty/scholarship/workingpapers/documents/WalkerD100610.pdf>.

Wang, G.; Holmes Jr., R. M.; Oh, I-S. and Zhua, W. (2016). "Do CEOs matter to firm strategic actions and firm performance? A meta-analytic investigation based on upper echelons theory". Personnel Psychology, 69, 775-862.

Watts, R. L. and Zimmwerman, J. L. (1990). "Positive accounting theory: a ten year perspective". The Accounting Review, 65(1), 131-156.

Watkins, Ryan (2007). "Performance by design: The systematic selection, design, and development of performance technologies that produce useful results". Human Resource Development, p.3.

Weisbach, Michael S. (1988). "Outside Directors and CEO Turnover". Journal of Financial Economics, 20 (1), 431-460.

Yang, Qin, Monica Zimmerman and Crystal Jiang (2011). "An Empirical Study of the Impact of CEO Characteristics on New Firms' Time to IPO". Journal of Small Business Management, 49(2), 163-184. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2011.00320.x>.

Yao, R., Sharpe, D. L. and Wang, F. (2011). "Decomposing the age effect on risk tolerance". The Journal of Socioeconomics, 40(6), 879-887.