



Daniela Filipa Zamora Machado

# A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES NAS SOCIEDADES COTADAS: DETERMINANTES E ENQUADRAMENTO LEGAL

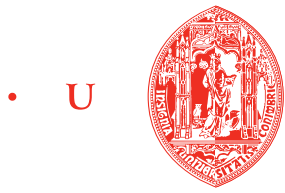
Trabalho de Projeto de Mestrado em Economia, na especialidade de Economia Financeira, orientado pela Prof. Doutora Maria Elisabete Ramos e pelo Prof. Doutor Pedro Manuel Cortesão Godinho, apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, para obtenção do grau de Mestre.

Fevereiro de 2015



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





• C •

FEUC

FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

## **Remuneração dos administradores nas sociedades cotadas: determinantes e enquadramento legal**

Trabalho de Projeto de Mestrado em Economia, na especialidade de Economia Financeira, apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, para obtenção do grau de Mestre.

**Coimbra - 2014/2015**

**Orientando:** Daniela Filipa Zamora Machado

**Orientadores:** Prof. Doutora Maria Elisabete Ramos e Prof. Doutor Pedro Manuel Cortesão Godinho



## Agradecimentos

Porque “*não sou nada*”, mas com certeza seria e teria conseguido muito menos sem o conjunto de pessoas que ao longo destes anos me acompanhou, apoiou, festejou comigo as vitórias e ajudou a ultrapassar os obstáculos.

Em primeiro lugar à minha Mãe, ao meu Pai, ao meu “Mano”, aos meus Avós e à minha Madrinha, o mais sincero obrigado. Agradeço por me ajudarem a tornar a pessoa que sou, pelo apoio e carinho incondicional, e por me terem ajudado a alcançar tudo o que consegui até hoje.

À Prof. Doutora Elisabete Ramos, orientadora e professora, por ter sido para mim uma inspiração e ter despertado em mim o gosto pelo direito. Ao Prof. Doutor Pedro Godinho, orientador e professor, por me ter ajudado a ultrapassar um dos desafios mais importantes da minha carreira académica. Agradeço toda a vossa ajuda ao longo deste último ano, este trabalho de projeto não seria o mesmo sem vocês.

A todos os meus colegas de faculdade, que me acompanharam desde o início da licenciatura, sem vocês nada disto seria possível. À Marta, à Neusa e à Sofia obrigado por todos os momentos e memórias, espero que venham muitos mais. À Ana, ao João “Grandalhão” e à Teresa, que chegaram mais tarde mas, algo me diz, vieram para ficar. Não poderia também deixar de agradecer à Di, ao João, à Dona Isabel, ao Sr. Fernando e aos avós do Bruno.

*And last, but certainly not least...* ao Bruno, porque em termos de agradecimentos seria impossível deixar de lado o meu namorado e melhor amigo. Sem ti teria sido quase impossível chegar a este ponto, um obrigado muito especial.

Um muito obrigado a todos.



*Não sou nada.  
Nunca serei nada.  
Não posso querer ser nada.  
À parte isso, tenho em mim todos os sonhos do mundo.*

Álvaro de Campos em "Tabacaria".





## Resumo

Este trabalho revisita um tópico que tem sido central nas discussões económico/políticas nos anos posteriores ao deflagrar da crise em 2006: a remuneração dos administradores das sociedades cotadas. O estudo da literatura pré-existente, em relação ao nosso estudo, levou-nos a questionar quais seriam os determinantes da remuneração e também a indagar acerca do enquadramento legal deste tema. Analisamos, assim, a legislação comunitária e nacional que regia esta temática (de 2010 a 2012). De acordo com as recomendações da CMVM as sociedades cotadas devem revelar os detalhes da remuneração auferida individualmente pelos seus administradores. Foi a partir da análise dos relatórios e contas, entre 2010 e 2012, de 39 sociedades cotadas, que nos foi possível construir uma base de dados para analisar os determinantes da remuneração. Através de uma revisão da literatura existente chegamos à conclusão que o desempenho da sociedade era considerado, por muita desta literatura, como um mecanismo a utilizar na minimização dos problemas de agência. Decidimos assim tentar apurar qual o efeito do desempenho da sociedade, e da sua dimensão, na remuneração dos administradores. Encontramos evidências de que o desempenho da sociedade não influencia a remuneração dos administradores, já a dimensão desta apresenta indícios de ser uma variável que pesa aquando da determinação da remuneração dos administradores.

**Palavras-chave:** Remuneração dos Administradores, Dimensão da Sociedade, Desempenho da Sociedade, *Corporate Governance*, Administradores, Direito das Sociedades Cotadas.

**Classificação JEL:** G30, G34, G38, K20, M12.



## **Abstract**

This paper revisits a theme that, since the beginning of the crisis in 2006, has been talked about nonstop: the top executives pay in the companies listed in the Stock Market. Studying literature, written before our study, made us question what the determinants of top executive pay might be. We also did some research regarding the laws, Portuguese and European, existent about this theme from 2010 until 2012. CMVM introduced a few recommendations about corporate governance that require companies to reveal, in their Annual Governance Reports, how much their managers earn individually. Due to these recommendations we were able to collect data (from 2010 to 2012) from 39 companies listed in the Portuguese Stock Market and create a database that allowed us to complete this empirical study. The existing theory about this topic led us to believe that the firm performance should be one of the factors that influenced pay levels. However we found evidence that points to the opposite, according to our data firm performance doesn't influence executives pay. Furthermore, we tried to measure the level of association between top management compensation and firm size. In this instance we found out that the evidence was consistent with the existent theory, the size of the firm has a positive influence on management pay.

**Keywords:** Executives Compensation, Firm Size, Firm Performance, Corporate Governance, Executives, Listed Companies.

**JEL Classification:** G30, G34, G38, K20, M12.



## **Lista de Acrónimos e Siglas**

Art. – Artigo

CA – Conselho de Administração

CGS – Código de Governo das Sociedades

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

Nº – Número

Rec. – Recomendação

Reg. – Regulamento



# Índice

<b>1. Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Revisão da Literatura</b> .....	<b>2</b>
<b>3. Enquadramento Legal</b> .....	<b>8</b>
3.1 Sociedades cotadas: o que são? .....	9
3.2 Quem são os administradores? .....	11
3.3 Enquadramento jurídico da remuneração .....	13
3.3.1 <i>Soft Law</i> .....	13
3.3.1 <i>Hard Law</i> .....	17
<b>4. Determinantes da Remuneração</b> .....	<b>18</b>
4.1 Recolha de dados e caracterização das variáveis .....	18
4.2 Análise estatística .....	20
4.3 Determinantes da remuneração dos administradores .....	23
4.3.1 Metodologia .....	24
4.3.2 Relação Desempenho-Remuneração .....	25
4.3.3 Relação Dimensão-Remuneração .....	26
4.3.4 Modelo com múltiplas variáveis explicativas .....	28
<b>5. Conclusão</b> .....	<b>31</b>
<b>6. Referências Bibliográficas</b> .....	<b>33</b>
<b>7. Anexos</b>	
7.1 Anexo I – Lista de sociedades cotadas pertencentes à amostra	
7.2 Anexo II – Efeitos Aleatórios vs. Efeitos Fixos	
7.3 Anexo III – Resultados do teste de Breusch-Pagan, teste de Hausman e teste F	
7.4 Anexo IV – Resultados com Efeitos Aleatórios	
7.5 Anexo V – Resultados com Efeitos Fixos	





# 1. Introdução

A remuneração dos administradores das empresas ganhou um novo interesse desde a crise do final da primeira década do século XXI, o que levou a que esta temática se tenha tornado o foco de vários estudos. Porém, apesar do crescente interesse neste tema, os estudos que abordam o caso português, na sua vertente económica, são escassos, ao contrário do que acontece no caso das empresas dos Estados Unidos da América (EUA). Importa destacar o estudo de Fernandes (2005) e de Nascimento (2009) visto que ambos abordam a remuneração dos administradores e a forma como esta está relacionada com o desempenho da empresa. O facto de existirem poucos estudos sobre este tema dedicados à realidade do nosso país, de nenhum dos existentes o fazer para os últimos anos, combinado com um particular interesse meu nos assuntos que à *Corporate Governance* dizem respeito, levaram a que este fosse o tema por mim escolhido para o meu trabalho de projeto.

Várias questões se podem colocar acerca da remuneração dos administradores. Será que a crise que deflagrou em 2006 afetou de alguma forma a relação entre a remuneração e o desempenho? Será que esta nova envolvente económica, que surgiu devido à crise de 2006, alterou de alguma forma as conclusões previamente retiradas pelos autores acima referidos? Ou será que, tal como se concluiu nos estudos anteriormente indicados, o desempenho da empresa não é um fator determinante da remuneração dos administradores? Será que a dimensão da empresa afeta de alguma forma a remuneração dos que têm a função de a gerir? Será a componente variável da remuneração dos administradores utilizada como forma de os premiar por um bom desempenho? Será que o número de administradores não executivos influencia a remuneração dos administradores? Ao longo deste trabalho de projeto procurar-se-á dar resposta a estas perguntas.

Para além do estudo empírico que vai ser realizado ao longo deste trabalho (as determinantes da remuneração), será também focado, tal como o título indica, o enquadramento legal que a esta matéria diz respeito, constituindo este o outro grande objetivo que me proponho concretizar. Esta abordagem torna-se pertinente visto que, sendo esta matéria regulada juridicamente, tanto no Código das Sociedades Comerciais (CSC) como nas recomendações (rec.) de *Corporate Governance* (como é o caso das rec. da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)), as empresas não têm total

liberdade para agirem como bem lhes aprouver no que a esta diz respeito. Urge, portanto, enquadrar devidamente este tema do ponto de vista jurídico para posteriormente prosseguirmos com o estudo empírico da matéria.

A parte empírica deste trabalho basear-se-á em dados referentes a 39 sociedades cotadas em bolsa (dados estes retirados diretamente dos relatórios e contas das empresas), incluindo aquelas que fazem parte do Índice PSI 20, juntamente com outras empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, para um período de 3 anos, de 2010 a 2012. A análise irá basear-se essencialmente em duas variáveis, a remuneração e o desempenho, no entanto, para além destas serão também escolhidas outras variáveis com o intuito de verificar se estes outros fatores contribuem para a remuneração dos administradores. Entre estas outras variáveis estarão a dimensão da empresa, que será controlada através do número de trabalhadores e da capitalização bolsista, permitindo-nos assim classificar as empresas em relação à sua dimensão. Será também tido em conta o número de membros que integram órgão de administração, fazendo-se a distinção entre membros executivos e não executivos. A remuneração, por sua vez, será analisada tendo em conta a sua componente fixa e a sua componente variável, sendo esta última uma forma de analisar se os administradores são compensados pela boa performance da empresa e conseqüentemente pelo seu bom desempenho.

A metodologia aqui adotada segue de perto a que foi utilizada por Fernandes (2005) e Nascimento (2009), e servirá para retirar conclusões acerca da relação entre a remuneração dos administradores, o desempenho e a dimensão da empresa, num contexto mais atual do que o estudado por estes autores, tentando responder ao mesmo tempo às questões levantadas no início deste texto.

## **2. Revisão da Literatura**

Para Jensen e Meckling (1976) estamos perante uma relação de agência quando, através de um contrato, o “principal” (acionista da sociedade) delega alguma autoridade, para tomar decisões, a um “agente” (administrador). Porém, esta separação entre a gestão da sociedade (administradores) e a sua propriedade (acionistas) pode acarretar alguns problemas. Sendo que ambas as partes desta “relação” pretendem maximizar a sua

utilidade temos uma forte razão para acreditar que o “agente” não vai sempre agir de forma a ir de encontro aos melhores interesses do “principal”, surgindo, assim, o problema de agência. Segundo Molho (1997), os conflitos de interesses podem ter a sua gênese no facto de os administradores poderem ter uma atitude de aversão face ao risco<sup>1</sup>, um horizonte temporal de curto prazo e uma tendência para trabalhar o menos possível (se a remuneração não se alterar devido a isto); os acionistas preferiam que os administradores tivessem as atitudes opostas, relativamente a estes fatores. Os acionistas têm, provavelmente, uma atitude de menor aversão face ao risco do que os administradores, um horizonte temporal de longo prazo e interessa-lhes, claramente, que os administradores trabalhem e tenham os melhores resultados possíveis, recebendo a mesma remuneração. Este desencontro fundamental de interesses entre administradores e acionistas, juntamente com a assimetria de informação existente<sup>2</sup>, pode levar a que o primeiro nem sempre vá de encontro aos interesses do segundo nas decisões que toma, surgindo assim os custos de agência<sup>3</sup>.

De forma a minimizar este problema, abundam na literatura mecanismos definidos com o objetivo de ajudar a realinhar os interesses do “agente” e do “principal”, tentando assim minimizar estes custos. Molho (1997) divide estes mecanismos em duas categorias: os mecanismos de controlo internos (aplicados pelos acionistas) e os mecanismos de controlo externo. Dentro da primeira categoria existem vários mecanismos que visam minimizar este problema, vamos passar a enumerar e explicar alguns dos mecanismos aqui encontrados. Este autor sugere que os acionistas façam a remuneração dos administradores depender diretamente do seu desempenho e, conseqüentemente, do desempenho da empresa, na esperança de que se o administrador tiver de sofrer as conseqüências das suas ações, ele tente maximizar os lucros da empresa, visto que ele

---

<sup>1</sup> Molho (1997) defende que por norma acionistas e administradores têm atitudes perante o risco diferentes, os acionistas terão uma menor aversão pelo risco visto que em geral terão um portefólio mais diversificado logo são menos sensíveis ao risco específico da empresa, já os administradores tendem a ter grande parte do seu bem-estar financeiro ligado à empresa, com menos alternativas, logo tendem a ter mais aversão ao risco.

<sup>2</sup> De acordo com Molho (1997) estando os administradores na posse de informação à qual os acionistas não têm acesso, os primeiros têm a oportunidade de tenta satisfazer os seus próprios interesses sem enfrentar as conseqüências que este tipo de comportamento traria no caso de os acionistas estarem na posse de toda a informação.

<sup>3</sup> Segundo Matos (2009) “estes custos são diversos mas podem ser integrados em duas categorias: os custos decorrentes do desvio do comportamento do agente face aos interesses do principal e os custos em que o principal tem que incorrer para minimizar a possibilidade de ocorrência dos custos do primeiro tipo”. principal tem que incorrer para minimizar a possibilidade de ocorrência dos custos do primeiro tipo”.

próprio vai beneficiar desta melhoria nos resultados. Muitas vezes o que acontece é que os acionistas escolhem incluir opções na remuneração dos administradores (para fazerem esta ligação entre desempenho e remuneração), sendo que estas opções lhes dão o direito de, numa data futura, comprar ações da empresa por um preço acordado previamente; porém, cabe aos administradores decidir se querem, ou não, exercer estas opções, acabando por ser recompensados se a empresa for bem-sucedida (e as ações tendo subido de preço forem vendidas por um valor mais elevado do que aquele que foi inicialmente pago) e não sofrendo repercussões se a empresa tiver um mau desempenho (se as ações desceram de valor eles podem simplesmente optar por não exercer o seu direito de as adquirir).

Surge, ainda, um outro problema derivado ao facto de o administrador exercer diversas tarefas, podendo o seu desempenho em algumas destas tarefas não ser medido não se refletindo, assim, na sua remuneração, o que poderá levar o administrador a não lhes dedicar tanto tempo ou atenção como deveria. O estabelecimento dos objetivos a cumprir por parte dos administradores, de modo a receberem a parte da remuneração ligada ao cumprimento destas metas, também pode trazer problemas para a empresa. O administrador pode, deliberadamente, manter os resultados da empresa baixos, nos períodos anteriores, para poder mostrar um crescimento significativo destes na data em que o desempenho irá ser julgado e ser, por conseguinte, premiado se for considerado positivo. O *timing* destes objetivos também é um assunto delicado, pois metas de curto prazo podem induzir os administradores a descurar o desempenho da empresa no longo prazo; já metas a longo prazo podem desanimar os administradores, que têm de esperar um período longo de tempo para ver o seu esforço recompensado.

O autor<sup>4</sup> sugere, também, a monitorização direta dos administradores por parte dos acionistas como forma de evitar que os administradores não salvaguardem os interesses dos primeiros. Mas esta forma de supervisão não deixa de ter os seus senãos, além de acarretar custos: quanto maior for a empresa mais complicado se torna que um dos acionistas esteja disposto a monitorizar de perto os administradores, já que teria de ser ele a suportar os custos desta supervisão, enquanto todos os outros acionistas beneficiavam sem terem de despendir nada<sup>5</sup>. Além destes mecanismos de controlo interno Molho (1997)

---

<sup>4</sup> Molho (1997)

<sup>5</sup> Estamos perante problemas de *free riding*, tal como neste caso, quando um ou mais agentes económicos usufruem de um benefício proveniente de um bem/serviço sem contribuírem para a obtenção deste.

apresenta ainda alguns outros mecanismos que poderão ajudar na tentativa de resolver o problema de agência. Entre eles temos a reorganização da administração da empresa, os acionistas a tomarem funções de administradores, a fixação de remunerações mais elevadas do que em qualquer outra empresa ou então um prémio pelo cumprimento das metas colocadas aos administradores (prémio este que não receberiam se ficassem aquém das expectativas) como formas de induzir os administradores a “comportarem-se” de acordo com os interesses dos acionistas.

Entre os mecanismos de controlo externo encontram-se hipóteses como a ameaça de *takeover* ou de insolvência da empresa. Dentro deste tópico coloca-se ainda a possibilidade de o administrador desejar ter a melhor reputação possível, tentando assim elevar os desempenhos positivos da empresa já que desta forma estaria a elevar o seu próprio “valor”. No entanto todos estes mecanismos, sejam eles externos ou internos, mais ou menos eficazes, têm limitações e fraquezas levando o autor<sup>6</sup> a concluir que é praticamente impossível resolver este problema por completo.

Vários outros autores discorreram sobre este tema e sugeriram mecanismos para tentar contornar este problema que tanto afeta as empresas. Watts e Zimmerman (1986) sugerem a monitorização direta dos administradores por parte dos acionistas juntamente com um pacote de incentivos contratuais<sup>7</sup>. Esta ideia é reforçada por Morse *et al* (2011) que sugerem uma melhoria dos pacotes de incentivos, através de remunerações variáveis diretamente ligadas ao desempenho do administrador, assim como a inclusão de membros independentes nos órgãos de decisão da sociedade. Porém, nenhum destes mecanismos é considerado infalível, visto que os administradores podem ter poder suficiente dentro da sociedade para influenciar os outros membros dos órgãos de administração e decisão<sup>8</sup>, até os membros independentes são escolhidos por eles<sup>9</sup>, podendo, assim, fazer a balança pender em seu favor no que toca à satisfação dos seus interesses, em detrimento dos interesses dos acionistas. Há também quem contraponha que associar uma parte da remuneração dos administradores com o desempenho da empresa pode ter efeitos nefastos

---

<sup>6</sup> Molho (1997)

<sup>7</sup> Estes pacotes de incentivos propostos por Watts e Zimmerman (1986) são uma forma de tentar minimizar o problema de agência. Eles podem ser constituídos, por exemplo, por prémios destinados a compensar os administradores pelo seu bom desempenho.

<sup>8</sup> Morse *et al* (2011)

<sup>9</sup> Isto sucede na realidade norte-americana, sendo que em Portugal os membros independentes são escolhidos pelos órgãos de administração.

para a própria sociedade e que, ao invés de alinhar os interesses de administradores e sócios, esta componente é utilizada apenas para aumentar os ganhos dos administradores. Bergstressera e Philippon (2005) apresentam indícios que administradores com uma componente da remuneração mais sensível ao valor das ações da própria sociedade manipulam mais os resultados, nomeadamente através da utilização de *accruals*<sup>10</sup> para inflacionar ou diminuir os lucros da empresa no curto prazo. Para além disso, os autores também encontraram indícios de que os administradores aproveitam os anos em que os *accruals* são uma parte significativa dos lucros da empresa para vender as ações que têm desta.<sup>11</sup> É ainda dado o exemplo de casos como a Xerox, a Enron, a Waste Management e a Tyco, empresas nas quais os administradores parecem ter inflacionado os resultados da empresa, tendo exercido as suas opções logo de seguida e vendendo posteriormente as ações.<sup>12</sup>

Tornou-se evidente, principalmente com a recente crise e tudo aquilo que esta veio trazer a público acerca das políticas de remuneração praticadas por muitas empresas de renome, que para além das medidas que os acionistas das sociedades podem tomar para tentar minimizar os custos de agência e dos mecanismos de controlo inerentes ao próprio mercado, é necessário as entidades responsáveis estabelecerem normas de regulação para tentar evitar que os gestores coloquem os seus interesses à frente do bem da sociedade. Os códigos de *corporate governance*, entre outros instrumentos de direito, vieram ao encontro

---

<sup>10</sup> Segundo Bergstressera e Philippon (2005) *accruals* são componentes dos lucros de uma empresa que não são tidos em conta nos *cash flows* presentes, sendo a composição destes deixada, em grande parte, ao critério dos administradores. Os autores dão o exemplo de uma empresa que compra a galinha dos ovos de ouro, sendo este custo dividido igualmente pelos anos. Assumido que se vendem os ovos (que são pagos em dinheiro, no imediato), os *cash flows* desta empresa vão refletir o valor recebido por eles, porém, a empresa está a usar um recurso finito (a galinha) o que não está refletido nos *cash flows* atuais. Assim sendo, para obtermos o lucro real da empresa devemos subtrair esta depreciação ao lucro obtido com a venda dos ovos. Nesta situação os administradores podem manipular o lucro da empresa assumindo um nível mais elevado, ou mais baixo, de depreciação dos seus bens. Supondo agora que os clientes compram os ovos de ouro a crédito, não existindo, assim, *cash flows* nesse período. Existe uma promessa da parte do cliente de que pagará esta compra posteriormente, cabendo ao administrador decidir o valor desta promessa. O administrador têm de decidir com que rapidez o cliente pagará e se o fará por completo, ou de todo. Esta decisão influencia o lucro da empresa e cabendo a decisão aos administradores dá-lhes ampla oportunidade para manipularem os lucros da empresa.

<sup>11</sup> Como já tinha sido referido antes há empresas que colocam opções na remuneração dos administradores como forma de os compensar pelo seu possível bom desempenho, estas opções dão-lhes o direito de comprar ações da empresa numa data futura por um preço pré-estabelecido. Neste caso os administradores aproveitam uma altura em que os *accruals* são uma parte significativa dos lucros da empresa para comprar as ações a um preço mais baixo (pré-estabelecido) vendendo-as de seguida.

<sup>12</sup> Para mais esclarecimentos ver Bergstressera e Philippon (2005).

deste objetivo e serão analisados no ponto 3 deste trabalho, por forma a tornar evidentes as regras mais pertinentes a este nosso tema.

Dado que fazer variar uma componente da remuneração dos administradores de acordo com a performance da empresa que gerem parece ser uma das medidas que deveria, de acordo com estudos anteriores, diminuir os custos de agência, pareceu-nos pertinente testar esta hipótese. No ponto 4.3.2 deste trabalho vamos analisar a veracidade desta premissa. Para além da relação entre a remuneração e o desempenho da sociedade vamos também tentar concluir se a dimensão da sociedade têm algum efeito na remuneração dos administradores, sendo esta relação analisada no ponto 4.3.3. Para elaborar tal estudo baseamo-nos nos estudos de Fernandes (2005) e Nascimento (2009). O estudo de Fernandes (2005) engloba as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* focando-se nas determinantes da remuneração dos administradores, executivos e não executivos, do Conselho de Administração (CA). Neste estudo analisa-se a influência da dimensão da empresa e do desempenho desta na remuneração, concluindo que o desempenho não influencia a remuneração e que a dimensão da empresa vai afetar a remuneração auferida pelos administradores. É também tido em conta o efeito que a existência de membros não executivos do CA pode ter na relação entre os acionistas e os administradores executivos. No estudo de Nascimento (2009) podemos encontrar grandes semelhanças com o de Fernandes (2005), visto que aqui também se analisa a relação entre a remuneração, o desempenho e a dimensão da empresa. No entanto, o estudo de Nascimento (2009), incluindo mais um ano na sua análise, procura encontrar outras explicações para a remuneração dos administradores para além da dimensão da empresa, do desempenho da mesma e do papel dos administradores não executivos na determinação da remuneração dos administradores executivos, tentando, assim, determinar o impacto que os grandes acionistas têm na variável remuneração dos administradores. Mais à frente serão comparados os resultados por nós obtidos com aqueles a que estes dois autores chegaram.

Além destes estudos elaborados para o mercado português, foram realizados muitos outros que, não obstante referirem-se a mercados muito distintos do nosso, chegaram a conclusões, em alguns casos, semelhantes. Fernández *et al* (2011) chegaram à conclusão que empresas que integram o mercado espanhol evidenciam uma relação positiva entre a sua dimensão e a remuneração recebida pelos seus administradores

executivos. Demonstram também que, apesar de ser de esperar o contrário<sup>13</sup>, um maior número de administradores independentes<sup>14</sup> não influenciam a remuneração auferida pelos administradores executivos. Já Ozdemir e Upneja (2011)<sup>15</sup>, tal como Core *et al.* (1999), encontraram evidências de uma relação positiva entre estas duas variáveis<sup>16</sup>. Ozdemir e Upneja (2011) explicaram ainda que esta relação positiva pode dever-se ao facto de muitas vezes os membros independentes destas sociedades serem escolhidos pelos administradores, resultando assim em remunerações mais elevadas. Fernández *et al* (2011), tal como nós mais a frente, encontram uma correlação positiva entre a dimensão da empresa e a remuneração dos seus administradores, ou seja, o facto de os administradores terem mais recursos ao seu dispor, e tarefas mais complexas para realizar, leva a que a sua remuneração seja mais elevada. Tal como em Portugal, nos EUA e no Reino Unido, em Hong Kong as sociedades têm de revelar nos seus relatórios detalhes da sua política de remuneração, o que permitiu a Firth *et al* (1999) estudarem os determinantes da remuneração neste mercado. Com base na informação detalhada, referente à política de remuneração utilizada pelas diferentes empresas deste mercado, foi-lhes possível encontrar evidências de que a dimensão tem um papel determinante na remuneração dos administradores, que um maior número de administradores independentes é sinal de uma remuneração mais elevada e por fim, que o desempenho da empresa tem uma repercussão quase insignificativa na remuneração. Estes pressupostos teóricos, tendo já sido testados por muitos autores antes de nós, para mercados e épocas diferentes serão, mais a frente, por nós postos a prova. Vamos tentar apurar se tudo será como a teoria o pré-estabelece ou se a realidade é um pouco diferente daquilo que poderíamos esperar.

### 3. Enquadramento Legal

Com os escândalos financeiros que vieram à luz em 2007 vieram, também, ao de cima as dúvidas políticas de remuneração praticadas pelas empresas. Com as sociedades à

---

<sup>13</sup> De acordo com a teoria era de esperar que os administradores independentes tivessem influência sobre as remunerações dos administradores, de forma a prevenir ganhos excessivos por parte destes.

<sup>14</sup> Para mais esclarecimentos acerca da distinção entre os diversos tipos de administradores ver o ponto 3.2 deste trabalho.

<sup>15</sup> A amostra de empresas deste estudo é composta por empresas do sector da hotelaria.

<sup>16</sup> Referimo-nos às variáveis nº de administradores independentes e remuneração dos administradores executivos.



beira da ruína, os seus administradores continuavam a enriquecer. A componente variável da remuneração revelou poder ter efeitos perversos, levando a que os administradores das sociedades adotem políticas de curto prazo, manipulem e falseiem resultados com o intuito de auferirem uma remuneração mais elevada, sem olharem aos efeitos nefastos que estes comportamentos podem trazer à sociedade e aos *stakeholders* no longo prazo. Tornou-se assim urgente para as entidades competentes legislarem sobre esta matéria, visto que se revelou evidente que os preceitos legais existentes em matéria de *corporate governance*, e mais especificamente de remuneração, não eram suficientes. Ao longo deste enquadramento legal vamos tentar tocar os pontos essenciais da regulação nacional e europeia no período entre 2010 e 2012.

### **3.1. Sociedades cotadas: o que são?**

As sociedades cotadas são as sociedades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado, ou a funcionar, em Portugal. Estas são reguladas pelo Código dos Valores Mobiliários (CVM) da CMVM<sup>17</sup>. As sociedades cotadas têm a obrigação de assegurar a divulgação, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, de um conjunto de informação sobre a estrutura e práticas de governo societário, segundo o art.245º-A, nº4 do CVM. Caso se trate de sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, a informação a prestar sobre a estrutura e práticas de governo societário é mais completa e estão ainda sujeitas ao Código de Governo das Sociedades (CGS) da CMVM ou a um código equivalente<sup>18</sup> (art.245º-A, nº1, CVM).

As sociedades que vamos doravante tratar são classificadas como sociedades cotadas. As sociedades cotadas são, necessariamente, sociedades anónimas, sendo que, o contrário já não se aplica. As sociedades anónimas são, por sua vez, reguladas pelo CSC<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

<sup>18</sup> Como por exemplo o Código de Governo das Sociedades do IPCG.

<sup>19</sup> O CSC “aplica-se às sociedades comerciais” (art.1º, nº1). São consideradas “sociedades comerciais aquelas que tenham por objeto a prática de atos de comércio e adotem o tipo de sociedade em nome coletivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou de sociedade em comandita por ações.” (art1º,nº2, CSC).

De acordo com o art.271º do CSC as sociedades anónimas são aquelas em que “o capital é dividido em ações e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das ações que subscreveu.” Porém, não basta a definição dada anteriormente para caraterizar suficientemente as sociedades anónimas, sendo assim, iremos basear-nos no texto de Maia (2013) para elaborar uma definição mais extensa deste tipo de sociedades. Existem dois tipos de doutrinas em que podemos encaixar as várias sociedades comerciais. As chamadas sociedades de pessoas, onde a pessoa do sócio tem uma extrema importância no exercício da atividade societária, das quais a sociedade em nome coletivo é um excelente exemplo. As sociedades anónimas, por sua vez, podem ser chamadas de sociedades de capitais, pois já não importa tanto a pessoa do sócio no decorrer da atividade societária e sim com a sua participação social ou o seu contributo patrimonial. Os acionistas nas sociedades anónimas têm a sua responsabilidade duplamente limitada, externamente pois não responde perante os credores da sociedade nem pelas dívidas desta e internamente pois não respondem perante a sociedade por nenhuma dívida além da sua própria obrigação de entrada. Há, também, um afastamento do sócio da gestão da sociedade, sendo, na maioria dos casos, confiada a um não sócio a gestão desta (art.390º, e art.424º,CSC). As alterações de contrato são decididas por maioria e não por unanimidade (art.386º, nº2). Sendo que a transmissão de participações sociais implica a substituição dos sócios de uma sociedade, tendo esta de ter no mínimo 5 sócios<sup>20</sup> (art.273º,nº1), temos de questionar-nos acerca do que acontecerá no caso das sociedades anónimas. Tendo em conta que um dos traços das sociedades anónimas é a fácil disseminação do seu capital e, por conseguinte, a fácil circulação de ações, só faria sentido que a transmissão destas seja, em princípio, livre, permitindo assim a algumas sociedades anónimas serem cotadas em bolsa. Não podemos deixar de parte, nesta análise das sociedades anónimas, a sua estrutura organizacional. De acordo com o artigo nº278 do CSC a administração e a fiscalização de uma sociedade anónima pode ser estruturada de três formas diferente, a dita estrutura tradicional onde existe um CA e um conselho fiscal; a estrutura monística onde encontramos um CA, compreendendo uma comissão de auditoria e o revisor oficial de contas e, por fim, a estrutura germânica que se divide em CA, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas.

---

<sup>20</sup> Salvo nos casos em que “o Estado, diretamente ou por intermédio de empresas públicas ou outras entidades equiparadas por lei para este efeito, fique a deter a maioria do capital”, podendo a sociedade constituir-se apenas com dois sócios neste caso (art.273º,nº2 do CSC).

### 3.2. Quem são os administradores?

Os administradores podem ser divididos em duas grandes categorias, os administradores de facto e os administradores de direito. “Os administradores de facto são, em sentido amplo, aqueles que, sem título bastante, exerce, direta ou indiretamente e de modo autónomo (não subordinante), funções próprias de administrador de direito da sociedade.”<sup>21</sup> Serão administradores de direito as pessoas que de uma forma válida, regular e eficaz ingressam no cargo e dessa forma também nele se mantêm<sup>22</sup>. Os administradores de direito podem ser executivos ou não executivos<sup>23</sup> e, em conjunto, compõem o órgão de administração e representação da sociedade. Iremos, a partir daqui, cingir-nos à análise do papel dos administradores de direito nas sociedades.

No estudo econométrico feito ao longo deste trabalho é considerada a constituição do dos órgãos de administração e representação das sociedades cotadas, importa, assim, falar da composição destes também do ponto de vista legal. “O CA é composto pelo número de administradores fixado no contrato de sociedade” (art.390º, nº1, CSC), administradores estes que “podem ser designados no contrato de sociedade ou eleitos pela assembleia geral ou constitutiva” de acordo com o nº1 do 391º artigo do CSC. A sociedade divulga no respetivo relatório de governo a distinção entre os membros executivos e não executivos do CA, de acordo com o regulamento (reg.) 1/2010<sup>24</sup> da CMVM, anexo I, nº II.14. O CGS recomenda, no ponto II.1.2.2, que “de entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a 25% do total de administradores”. “A avaliação da independência dos seus membros não executivos feita pelo órgão de administração deve ter em conta as regras legais e regulamentares em vigor sobre os requisitos de independência e o regime de incompatibilidades aplicáveis aos membros dos outros órgãos sociais, assegurando a coerência sistemática e temporal na aplicação dos critérios de independência a toda a

---

<sup>21</sup> Abreu e Ramos (2004)

<sup>22</sup> Segundo as palavras da Prof. Dra. Elisabete Ramos.

<sup>23</sup> Entre outros, como por exemplo, gestor público ou administrador nomeado pelo estado.

<sup>24</sup> Apesar de o reg. 1/2010 ter sido revogado pelo reg. 4/2013, durante o período por mim estudado (2010-2012) era o primeiro que vigorava, sendo assim, será este o reg. invocado nas páginas que se seguem.

sociedade. Não deve ser considerado independente administrador que, noutra órgão social, não pudesse assumir essa qualidade por força das normas aplicáveis” (II.1.2.3 do CGS). Devemos ter como independente “a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de: ser titular ou atuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital da sociedade ou ter sido eleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada” tal como o art.414º, nº5 do CSC define.

Apesar de os administradores serem dotados de autonomia, tanto em relação às competências técnicas como em relação à aceitação do cargo para o qual foi indicado, estes devem, sempre, ter em atenção o respeito pelos seus deveres gerais.<sup>25</sup> Os administradores, tendo como base o art.64º do CSC, têm os seguintes deveres fundamentais: “Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado” e “Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.” No âmbito do dever de cuidado deseja-se que os administradores não assumam riscos excessivos, não podendo, no entanto proibi-los de tomar medidas que tragam, potencialmente, prejuízos à sociedade deve-se exigir que façam uma estimativa diligente, informada e ponderada dos riscos, evitando correr riscos desproporcionados para a empresa ou que ponham em jogo a subsistência desta<sup>26</sup>. Os administradores deveriam, de acordo com o dever de lealdade, tentar ajustar a sua remuneração aos interesses de longo prazo dos acionistas<sup>27</sup>. Porém, como existem conflitos de interesse, a fixação da remuneração foi atribuída a outros órgãos das sociedades, tal como vamos explorar mais à frente. No entanto, mesmo não recaindo sobre o administrador a fixação da sua própria remuneração, este pode falsear os resultados obtidos pela sociedade (simulando ganhos e dissimulando perdas) de forma a ganhar uma remuneração variável mais elevada (através

---

<sup>25</sup> Concordamos com a opinião de Afonso (2011) em como os administradores devem ser considerados autónomos, não se verificando o cúmulo administrador/trabalhador.

<sup>26</sup> Frada (2011)

<sup>27</sup> Henriques (2012)

de prémios de gestão ou de aquisição de ações da sociedade)<sup>28</sup>. São assim violados por parte do administrador deveres legais específicos relativos à organização da contabilidade, deveres de cuidado e dever de lealdade que deveria respeitar, pondo em primeiro lugar os seus interesses e prejudicando a sociedade no longo prazo.

O art.72 do CSC foca-se na responsabilidade de membros da administração para com a sociedade. O n.º1 deste artigo consagra a responsabilidade dos administradores para com a sociedade pelos danos a esta causados por atos ou omissões praticados com preterição dos deveres legais e contratuais e estabelecendo uma presunção de culpa, ao estatuir que a responsabilidade existirá “salvo se (os administradores) provarem que procederam sem culpa”.<sup>29</sup> Já no n.º2, que acolheu no ordenamento jurídico português a *business judgment rule*, estatuiu que a responsabilidade do administrador é excluída se “provar que atuou em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial”.<sup>30</sup>

### **3.3. Enquadramento jurídico da remuneração**

Importa, antes de mais, definir remuneração. Vamos recorrer à definição de remuneração fornecida pelo Banco de Portugal na carta circular n.º 20/2010/DSB: “entende-se por remuneração o conjunto de vantagens atribuídas aos colaboradores de uma instituição, como contrapartida dos serviços prestados, ainda que periódicas, fixas ou variáveis (mesmo que contingentes), de natureza contratual ou não e de carácter monetário ou não monetário”. Ainda desta fonte retiramos a definição de remuneração variável, sendo esta considerada a “componente da remuneração calculada com base em critérios de desempenho”. O enquadramento jurídico da remuneração pode ser feito dividindo as normas sobre este tema em dois grandes grupos: a *soft law* e a *hard law*

#### **3.3.1 Soft Law**

---

<sup>28</sup> Frada (2011)

<sup>29</sup> Frada (2011)

<sup>30</sup> O art.72º,nº2 só se aplica se estiverem em causa deveres que envolvem uma autonomia de julgamento, não podendo ser utilizado quando aos administradores são exigidas condutas específicas para as quais não disponha de margem de apreciação ou espaço discricionário (Frada,2011).

*Soft law* são “normas de conduta enunciadas em instrumentos desprovidos de força jurídica obrigatória por si próprios, mas que podem, todavia, produzir alguns efeitos jurídicos, indiretos, e cujo objetivo consiste na produção de efeitos práticos, sendo esses efeitos possíveis” (Senden, 2005). Estas normas não têm um carácter vinculativo, mas sim recomendatório, sendo as Recomendações da Comissão Europeia e os Códigos de *Corporate Governance*<sup>31</sup> exemplos deste tipo de instrumento jurídico.

Como não podia deixar de ser vamos agora enquadrar este tema no que às recomendações comunitárias diz respeito. Com o intuito de assegurar que as práticas de remuneração nas sociedades cotadas fossem transparentes, foram emitidas pelas Comissão Europeia duas recomendações. A rec. 2004/913/CE de 14/12/2004 que versa sobre o regime adequado no que toca à remuneração dos administradores das sociedades cotadas e a rec. 2005/162/CE de 15/02/2005 que toca, tanto na necessidade da existência de administradores não executivos que sejam independentes na administração de uma sociedade, como no papel que cabe aos membros do conselho de supervisão e às comissões de remuneração. Em 30 de Abril de 2009 foi publicada a rec. 2009/385/CE que veio complementar e atualizar as duas recomendações anteriores em relação ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas. Esta Recomendação nasceu do facto de a Comissão achar necessário instituir princípios adicionais relativamente à estrutura de remuneração dos administradores, tal como estabelecida na política de remuneração das sociedades, bem como ao processo para determinar a remuneração e ao controlo desse processo. A estrutura de remuneração dos administradores deve promover a sustentabilidade a longo prazo das sociedades e assegurar que a remuneração se baseie no desempenho. Assim, as componentes variáveis da remuneração devem ser ligadas a critérios de desempenho pré-definidos e mensuráveis, incluindo critérios de natureza não financeira. Nesta mesma data surgiu a rec. 2009/384/CE relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros. Pois, “embora não tenha sido esta a causa principal da crise financeira que eclodiu em 2007 e 2008, existe um consenso generalizado quanto ao facto de a inadequação das práticas remuneratórias no sector dos serviços financeiros também ter induzido essa excessiva disponibilidade para assumir riscos e, assim, contribuído para perdas significativas nas principais instituições financeiras.”

---

<sup>31</sup> Serão analisados os Códigos de Governo Societário da CMVM e do IPCG.

Com a Comunicação de 4 de Março de 2009 a Comissão, baseando-se nas conclusões do Relatório *Larosièr*<sup>32</sup>, incumbiu-se de examinar “as regras e as práticas das instituições financeiras (...) em matéria de governo das sociedades” e, “se necessário, formularia recomendações ou proporá medidas regulamentares para colmatar as eventuais deficiências do sistema de governo das sociedades”. Surgiu assim o *Green Paper* publicado pela Comissão Europeia em 2 de Junho de 2010 que tem como título: “O governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração”. O reforço do governo das sociedades é central no programa de reforma dos mercados financeiros e da prevenção de crises lançado pela Comissão. É impossível conceber um crescimento sustentável sem uma sensibilização e uma gestão correta do risco nas empresas. A CE foi também autora, em Abril de 2011, de um outro *Green Paper* acerca do “Quadro da União Europeia do governo das sociedades”, que veio aprofundar um pouco mais a análise já feita no *Green Paper* anterior e propor aos Estados Membros a resposta a mais algumas perguntas, como já tinha sido feito no *paper* anterior. Perguntas estas feitas com o objetivo de determinar qual seria a forma mais efetiva e correta de atuar na área de *corporate governance*.

O Decreto-Lei n.º 486/99 publicado a 13 de Novembro atribuiu à CMVM competências para legislar e fazer cumprir o código de valores mobiliários e os regulamentos por ela publicados. Já mais tarde, em 2013, foi publicada a Lei n.º 67/2013, de 28 de agosto, que aprova a lei-quadro das entidades reguladoras, estabelecendo os princípios e as normas por que se regem as entidades administrativas independentes com funções de regulação e de promoção e defesa da concorrência respeitantes às atividades económicas dos setores privado, público, cooperativo e social.

Desde 1999 que a CMVM tem vindo a emitir recomendações relacionadas com o governo societário, recomendações estas que tiveram o seu culminar no CGS. Porém este CGS emitido pela CMVM não é o único existente. O regulamento 1/2010 emitido pela CMVM<sup>33</sup> dá ao “emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado” a liberdade de escolher o CGS que pretendem seguir, desde que este mesmo Código respeite

---

<sup>32</sup> Segundo Afonso (2011) o Relatório *Larosièr* “vem dar resposta à reforma da regulação e supervisão na Europa perante a crise. Detém-se em dois pontos fundamentais: Remuneração excessiva no sector financeiro, e estruturas dessas remunerações.”. Este relatório foi realizado por Jacques Larosièr a pedido da Comissão Europeia

<sup>33</sup> O qual iremos analisar no ponto 3.3.2. *Hard Law*.

os princípios impostos pela CMVM. Como exemplo de um CGS alternativo ao da CMVM temos o emitido pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) no início de 2013, que está agora publicado após as devidas alterações terem sido efetuadas para que possa haver concordância entre este e o regulamento 4/2013. No que toca à remuneração dos administradores o Código do IPCG, tal como o emitido pela CMVM, recomenda que: uma parte da remuneração dos administradores executivos seja variável, com o intuito de alinhar os interesses dos acionistas com os dos sócios (V.3.1); que uma parte significativa desta componente variável seja diferida por um período de, pelo menos, 3 anos (V.3.2) e que o Relatório sobre o Governo da Sociedade deve conter “o montante da componente variável diferida”, “a remuneração atribuída a cada administrador executivo” e a informação sobre remunerações auferidas em outras sociedades dominantes ou dependentes”(V.3.3).

Sendo que o CGS da CMVM de 2010<sup>34</sup> nos traz algumas recomendações em termos de *corporate governance* não poderia deixar de o fazer, especificamente, em relação à remuneração dos administradores. Façamos primeiramente da remuneração dos administradores executivos. Nesse sentido, o CGS recomenda expressamente (II.1.5.1.i) “que a remuneração dos administradores executivos integre uma componente variável associada ao desempenho de quem a auferir e dependa do preenchimento de critérios previamente determinados e mensuráveis, que atendam ao real crescimento da empresa, à sua sustentabilidade, à riqueza criada para os acionistas e aos riscos assumidos”, acrescentando que devem ser fixados limites máximos para todas as componentes da remuneração (II.1.5.1.ii.). Em relação à componente variável da remuneração o ponto II.1.5.1.iii do CGS diz-nos que uma parte significativa desta componente deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e só deverá ser pago se houver um desempenho positivo da sociedade durante este período. No que toca aos membros não executivos é determinado que estes não devem ter uma componente variável na sua remuneração (II.1.5.1.viii.). Em suma tem-se como objetivo que a remuneração dos membros do órgão de administração seja estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses de longo prazo da sociedade, baseando-se em avaliações de desempenho e desincentivando a assunção excessiva de riscos. (II.1.7.8.). Não obstante o

---

<sup>34</sup> Vamos aqui analisar o CGS de 2010 visto que este estava em vigor no período por nós analisado, porém não podemos deixar de mencionar que foi emitido pela CMVM um outro CGS já em 2013.



IPCG ter elaborado um código com o objetivo de que este fosse uma alternativa mais “flexível” ao código emitido pela CMVM, no que toca às recomendações relacionadas com a remuneração dos administradores ambos são bastante semelhantes. No entanto o código do IPCG deixa um pouco mais ao critério das sociedades, não se alargando tanto naquilo que acha ser o essencial a seguir para o bom governo das sociedades.

### **3.3.2 *Hard Law***

*Hard law* são instrumentos jurídicos vinculativos, pois, ao contrário das normas derivadas da *soft law*, estas têm um carácter obrigatório, normativo. O CSC, o CVM e os Regulamentos da CMVM são todos instrumentos de *hard law*.

Importa, em primeiro lugar, determinar quem tem o poder de fixar a remuneração. Cabe as sociedades a escolha da estrutura que pretendem implementar (art.278º do CSC, como já explicado anteriormente) e, dependendo desta escolha, vai recair sobre órgãos diferentes a fixação da remuneração dos administradores. Tanto no caso do modelo tradicional<sup>35</sup>, consagrado no art.278,nº1,a), como no do modelo monista<sup>36</sup> cabe à “assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores” (art.399º, nº1, e art.429º,nº1 do CSC). No modelo germânico<sup>37</sup>, segundo o artigo nº 444, nº1 do CSC a função de fixar a remuneração dos administradores compete ao conselho geral e de supervisão ou a uma comissão por esta nomeada (de entre os seus membros). No que toca à estrutura da remuneração de acordo com o estabelecido no art.399º, nº2 esta “pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício, mas a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula do contrato de sociedade.”

O regime relativo ao governo das sociedades cotadas encontra-se estruturado de acordo com um modelo de regulação assente na imposição a estas sociedades do dever de prestação e divulgação de informação por via da elaboração de um relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário (“relatório de governo societário”), cujo conteúdo é o resultado da convocação de normas legais, regulamentares e da descrição

---

<sup>35</sup> Modelo consagrado no art.278º, nº1, a) do CSC

<sup>36</sup> Modelo consagrado no art.278º, nº1, b) do CSC

<sup>37</sup> Modelo consagrado no art.278º, nº1, c) do CSC

quanto ao grau de adoção de Códigos de Governo de natureza recomendatória.<sup>38</sup> Vigora aqui o princípio de “*comply or explain*” que as sociedades devem acatar nos seus relatórios, ou seja, devem seguir as recomendações ou então explicar o porquê de não o fazerem. Este princípio, “*comply or explain*”, está consagrado no regulamento 1/2010 publicado pela CMVM, mais precisamente, no anexo I, Capítulo 0. Segundo este capítulo as sociedades devem indicar discriminadamente as recomendações adotadas e não adotadas contidas no CGS<sup>39</sup> e, caso não “a estrutura ou as práticas de governo da sociedade diverjam das recomendações (...) devem ser explicitadas as partes de cada código que não são cumpridas ou que a sociedade entenda não serem aplicáveis”<sup>40</sup>, ou seja, no caso de não cumprirem as recomendações têm de explicar o porquê.

Entrando agora na remuneração propriamente dita, neste regulamento (1/2010) é especificado tudo que deve ser divulgado em relação a este tema. No artigo 3º, divulgação da remuneração, define-se que deve ser dada a conhecer “a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, aprovada ao abrigo do disposto no artigo nº 2 da Lei 28/2009, de 19 de Junho, bem como: “o montante anual da remuneração auferida pelos membros dos referidos órgãos, de forma agregada e individual”; “a remuneração fixa e a remuneração variável e, quanto a esta última, as diferentes componentes que lhe deram origem, a parcela que se encontra diferida e a parcela que já foi paga”; “a remuneração recebida em outras empresas do grupo, de forma agregada e individual” e “os direitos de pensão adquiridos no exercício em causa.” No anexo 1 deste mesmo documento encontramos o esquema do relatório sobre o governo da sociedade, este esquema deve ser seguido pelas sociedades cotadas aquando da divulgação da informação exigida pelo regulamento. Por fim, na secção IV está esquematizada a forma como devem ser divulgadas essas especificidades da remuneração.

## **4. Determinantes da Remuneração**

### **4.1 Recolha de dados e caracterização das variáveis**

---

<sup>38</sup> Reg 4/2013 da CMVM

<sup>39</sup> Anexo 1, 0.2, reg 1/2010.

<sup>40</sup> Anexo 1, O.4, reg. 1/2010.

Com a introdução em 2001 pela CMVM do reg. 7/2001, estando o reg. 1/2010 em vigor durante o período estudado, as sociedades cotadas em bolsa passaram a disponibilizar informação mais detalhada acerca do seu governo. Para a constituição da base de dados foram consultados os relatórios e contas de 39 sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, tendo de lá sido retirados todos os dados que dizem respeito à remuneração total, variável e fixa, dos administradores pertencentes ao CA e também à composição deste (administradores executivos e não executivos). A amostra que faz parte deste trabalho é constituída, exclusivamente, por sociedades cotadas em bolsa, perfazendo no total 39, sendo que 16 delas pertencem ao índice PSI 20. Os dados dizem respeito aos anos de 2010, 2011 e 2012. Foram, inicialmente, consideradas 40 empresas tendo sido a Portugal Telecom excluída por falta de dados, relativos às remunerações, que nos permitissem efetuar a divisão necessária para efetuar a análise pretendida. Os restantes dados utilizados ao longo deste trabalho foram retirados da *DataStream*.

Sendo o CA destas sociedades, por norma, constituído por administradores executivos e não executivos importa analisar a influência que as diversas determinantes da remuneração dos administradores têm sobre eles, quer globalmente quer individualmente. Analisamos assim a remuneração dos administradores executivos e a remuneração dos administradores não executivos separadamente. Foram também retirados dados respeitantes à componente fixa e à componente variável da remuneração.

Procedeu-se de seguida à retirada dos dados que serviriam de *proxys* para as variáveis explicativas: desempenho e dimensão. O *Return on Assets* (ROA) juntamente com o *Return on Equity* (ROE) entraram para a base de dados como *proxys* do desempenho da empresa. O *Total Assets e Net Sales* medem, por sua vez, a dimensão da empresa. Estes são dados muito importantes para concluir acerca das variáveis que podem vir a influenciar a remuneração dos membros do CA da empresa.

Para nos ser possível proceder a uma análise *per capita* foram incluídas nas regressões as variáveis que contabilizam o nº de administradores não executivos, o nº de administradores executivos e ainda o nº total de administradores pertencentes ao CA da empresa. As empresas devem, segundo recomendação do CGS da CMVM, ter um certo número de membros independentes entre os seus administradores não executivos. Porém

foi por nós assumido, por uma questão de simplificação, que todos os elementos não executivos do CA eram também considerados administradores independentes.

## 4.2. Análise Estatística

A análise de indicadores estatísticos é sempre uma parte bastante importante de qualquer trabalho pois permite-nos classificar o objeto do estudo de uma forma bastante clara e perceptível. Neste caso recorreremos a diversos indicadores para classificar e retirar conclusões acerca de várias temáticas pertinentes à questão.

Tabela 1: Divisão das empresas por dimensão

	% Observações	Nº Observações
<i>Small Cap</i>	50,00%	19
<i>Medium Cap</i>	23,68%	9
<i>Large Cap</i>	26,32%	10
Total	100,00%	38

Fonte: [www.bolsadelisboa.com.pt](http://www.bolsadelisboa.com.pt).

Iniciamos esta caracterização pela divisão das empresas segundo a sua dimensão, dimensão esta que foi apurada através da capitalização desta mesma empresa. A divisão da Tabela 1 baseia-se em dados retirados do *website* da *Euronext Lisbon* onde está disponibilizada para consulta a divisão de todas as sociedades cotadas conforme o seu nível de capitalização. Neste caso temos as empresas divididas em 3 categorias, as *large caps*, ou seja, as empresas de maior dimensão, as *medium caps*, as empresas de dimensão média, e por fim, as *small caps*, que têm uma dimensão pequena. Do total de 39 sociedades analisadas ao longo do trabalho foi necessário excluir a Brisa devido a uma insuficiência de dados sobre esta empresa em relação à capitalização, mantendo-se esta exclusão ao longo desta análise estatística sempre que se faça referência à divisão por dimensão. Podemos ver que 50% das empresas são classificadas como pequenas, 23,68% são médias e as restantes 26,32% enquadram-se na categoria das grandes empresas.

Tabela 2: Distribuição das empresas por indústrias.

Sector	Nº Observações	% Observações
<i>Industrials</i>	10	25,64%
<i>Financials</i>	5	12,82%
<i>Consumer Services</i>	7	17,95%
<i>Basic Materials</i>	4	10,26%
<i>Technology</i>	4	10,26%
<i>Consumer Goods</i>	3	7,69%
<i>Utilities</i>	3	7,69%
<i>Others</i>	3	7,69%
Total	39	100,00%

Fonte: [www.bolsadelisboa.com.pt](http://www.bolsadelisboa.com.pt)

De acordo com os dados encontrados na fonte da Tabela 2 fazemos uma divisão por sector de atividades da empresa, tendo as empresas em estudo sido divididas em oito grupos. *Industrials* é o grupo com mais empresas, 25,64%, seguido de *Consumer Services* com uma percentagem de 17,95. Com 10,26% cada um temos os sectores *Basic Materials* e *Technology*. Por fim *Consumer Goods*, *Utilities* e *Others* detêm uma percentagem de 7,69 cada um.

Tabela 3: Composição do CA

	Total	Executivos	Não Executivos
Média	10,87	4,88	5,99
Mediana	9	4	5
Mínimo	3	1	0
Máximo	28	11	20
Nº Observações	39	39	39

Fonte: Relatório e Contas das sociedades cotadas.

A Tabela 3 indica-nos o número de administradores existentes no CA de cada empresa, fazendo a divisão em administradores executivos e não executivos. Tipicamente o CA de uma empresa tem cerca de 11 administradores no total (5 executivos e 6 não executivos).

Tabela 4: Remuneração Total do CA

	Total	PSI 20	Não PSI 20	<i>Large Cap</i>	<i>Medium Cap</i>	<i>Small Cap</i>
2010	5,77	3,59	7,29	4,76	1,73	8,35
2011	2,21	3,52	1,30	4,52	1,88	1,09
2012	1,96	2,86	1,33	3,67	1,87	0,98
Total	9,94	9,97	9,92	12,95	5,48	10,42

Notas: Esta tabela apresenta a remuneração total (soma da remuneração variável com a remuneração fixa) dos administradores (executivos e não executivos) do CA em milhões de Euros. A cada ano corresponde uma média da soma de todas as remunerações que lhes são atribuídas pelas empresas.

A Tabela 4 foca-se na remuneração total auferida pelos membros do CA. Podemos ver que em 2010 as empresas fora do PSI 20 pagavam melhor aos seus administradores, porém esta diferença tem vindo a inverter-se, sendo que em 2012, dentro do PSI20, a remuneração era sensivelmente o dobro das que não pertenciam a este índice. Olhando para as empresas em termos da sua dimensão, as de Grande Dimensão pagavam melhor que as de Média e estas pagavam mais que as Pequenas, ou seja, empresas de maior dimensão tendem a pagar melhor aos administradores. Não deixa de ser importante salientar que o fato de o *small cap* em 2010, tanto na Tabela 4 (8.35) como na Tabela 5 (8.02), ser tão elevado pode dever-se ao facto de duas empresas pertencentes ao PSI20 fazerem parte deste grupo, a Cofina e a Sonae Industria.

Tabela 5: Remuneração de Administradores Executivos

	Total	PSI 20	Não PSI 20	<i>Large Cap</i>	<i>Medium Cap</i>	<i>Small Cap</i>
2010	5,33	2,95	6,99	3,89	1,54	8,02
2011	1,79	2,92	1,01	3,74	1,70	0,75
2012	1,55	2,35	0,98	3,00	1,64	0,68
Total	8,67	8,22	8,98	10,63	4,88	9,45

Notas: Esta Tabela apresenta a média da remuneração total dos administradores executivos que fazem parte do CA para o período de 3 anos estudado, em milhões de Euros. Além da remuneração global de administradores executivos, são também apresentados valores para as diferentes categorias da dimensão da empresa, sendo possível ver a evolução da remuneração pelas empresas que pertencem ao PSI 20, ou não, tal como das pequenas, médias ou grandes empresas.

Aqui (Tabela 5) estamos perante informação sobre as remunerações dos administradores executivos. Os administradores não executivos têm vindo a sofrer reduções nas suas remunerações ao longo destes três anos, independentemente da empresa a que pertencem. Administradores executivos de empresas de maior dimensão tendem a ser melhor pagos.

Tabela 6: Remuneração de Administradores Não Executivos

	Total	PSI 20	Não PSI 20	Large Cap	Medium Cap	Small Cap
2010	0,44	0,62	0,3	0,83	0,3	0,27
2011	0,4	0,54	0,3	0,68	0,34	0,26
2012	0,43	0,55	0,34	0,74	0,37	0,24
Total	1,27	1,71	0,94	2,25	1,01	0,77

Notas: Esta Tabela apresenta a média da remuneração total dos administradores não executivos que fazem parte do CA para o período de 3 anos estudado, em milhões de Euros. Além da remuneração global de administradores não executivos, é são também apresentados valores para as diferentes categorias da dimensão da empresa, sendo possível ver a evolução da remuneração atribuída pelas empresas que pertencem ao PSI 20, ou não, tal como das pequenas, médias ou grandes empresas.

Em relação aos membros não executivos do CA assistiu-se também a uma diminuição nas remunerações destes (Tabela 6). A tendência de as empresas de maior dimensão pagarem melhor continua a existir quando nos focamos nos administradores não executivos.

### **4.3. Determinantes da remuneração dos administradores**

São aqui analisadas as variáveis que influenciam a remuneração dos administradores, nomeadamente, variáveis de controlo do desempenho e da dimensão da empresa.

#### **4.3.1 Metodologia**

Tendo em consideração que foram recolhidos dados anuais referentes a 39 sociedades cotadas<sup>41</sup> para um período temporal de 3 anos (de 2010 a 2012), ou seja, estávamos perante dados que têm simultaneamente características de série temporal e *cross section*. Tendo escolhido o modelo mais adequado para o tratamento destes dados seguimos para a análise propriamente dita. Uma vez os dados importados para o *Gretl* testamos o modelo tanto com efeitos fixos como aleatórios. Após a elaboração de ambos os modelos foi por nós analisado o resultado do Teste de *Hausman*<sup>42</sup>, com o fim de determinar se o modelo de dados em painel com efeitos fixos seria o mais adequado ou se o modelo com efeitos aleatórios seria uma melhor escolha. Importa, então, salientar que a estatística deste teste foi tal que na maioria dos casos não rejeitamos a hipótese nula ( $H_0$ : Efeitos Aleatórios, GLS), ou seja, estamos perante dados em painel com efeitos aleatórios<sup>43</sup>. Porém, houve alguns casos em que a hipótese nula foi rejeitada. Nestes raros casos, que podemos identificar nas Tabelas pelo sombreado da coluna, temos dados em painel com efeitos fixos e erros robustos. Os erros robustos foram selecionados como uma forma de combater a heterocedasticidade (variância condicional dos erros diferente entre observações) existente no modelo. Este tipo de análise foi feita para todos os dados expostos nas Tabelas seguintes, tendo todos os resultados sido obtidos utilizando o *Gretl*.

Na análise econométrica realizada foram utilizados dois *proxys* para cada uma das variáveis que desejávamos controlar. A dimensão da empresa foi controlada através do ROA e do ROE. Já em termos de dimensão da empresa os *proxys* selecionados foram *Total Assets* e *Net Sales*. Nas primeiras duas Tabelas encontram-se resultados que dizem respeito às relações remuneração/desempenho (Tabela 7) e remuneração/dimensão (Tabela 8). Nas duas seguintes (Tabelas 9 e 10) foram adicionadas mais algumas variáveis, além de termos as variáveis de controlo do desempenho e da dimensão no mesmo modelo, foi ainda adicionada uma variável de controlo do número de elementos pertencentes ao CA. Tornou-se, assim, possível fazer uma análise *per capita* destas relações, o que não seria possível nos dois primeiros modelos.

### **4.3.2. Relação Desempenho-Remuneração**

---

<sup>41</sup> Ver lista de sociedades cotadas no Anexo I.

<sup>42</sup> Ver descrição ou resultados do teste de *Hausman* no Anexo II ou Anexo III, respetivamente.

<sup>43</sup> Ver resultados com efeitos aleatórios ou efeitos fixos no Anexo IV ou V, respetivamente.



Para apurar a relação existente entre a remuneração dos administradores do CA e o desempenho da empresa a que estes pertencem estimamos a seguinte equação:

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta \text{Desemp} + \varepsilon$$

Onde LnRem representa o logaritmo da remuneração dos administradores, Desemp significa o desempenho da empresa. Como *proxys* do desempenho da empresa foram utilizados o *Return on Assets* (ROA), tal como em Ozdemir e Upreja (2011) e o *Return on Equity* (ROE), seguindo o que foi feito em Veprauskaitė e Adams (2013).

Tabela 7: A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa

	LnRem_Exec (1)	LnRem_N_Exec (2)	LnRem_Fixa (3)	LnRem_Var (4)	LnRem_Exec (1)	LnRem_N_Exec (2)	LnRem_Fixa (3)	LnRem_Var (4)
<b>Const</b>	13,875***	12,547***	13,879***	12,901***	13,918***	12,613***	13,924***	12,914***
<i>t-stat</i>	77,832	62,956	82,133	46,55	75,962	63,705	81,22	51,345
<b>ROA</b>	1,868	1,720	1,232	5,880				
<i>t-stat</i>	1,127	1,124	0,713	0,978				
<b>ROE</b>					13,918	-0,001	-0,002	0,028
<i>t-stat</i>					-0,233	-0,294	-0,464	2,459

*Notas:* Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, ROA significa *Return On Assets*; ROE significa *Return on Equity*. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Analisando os resultados apresentados na Tabela 7, podemos ver que, independentemente de utilizarmos o ROA ou o ROE, os coeficientes da variável usada como *proxy* do desempenho da empresa não são significativos estatisticamente. Para o ROE, os coeficientes são sempre negativos, menos no caso da Remuneração Variável dos Administradores. No caso do ROA, os coeficientes são sempre positivos tirando no caso da Remuneração Fixa dos Administradores. Assim, as variáveis utilizadas para representar o desempenho da empresa apontam para a ausência de poder explicativo destas no que à remuneração dos administradores diz respeito. Estas conclusões são válidas tanto para os modelos que incluíam apenas as variáveis ROE e ROA (Tabela 7) como para aquelas feitas

posteriormente onde já foram incluídas variáveis de controlo de outras realidades (Tabelas 9 e 10). As conclusões aqui tiradas estão em concordância com estudos prévios realizados para o panorama português, nomeadamente, com Fernandes (2005). O estudo feito por Nascimento (2009) chega também a conclusões semelhantes, exceto no caso da variável remuneração variável, que neste estudo é estatisticamente significativa. Estas referências permitem-nos também responder à pergunta que nos tínhamos colocado previamente: Será que esta nova envolvente económica, que surgiu devido à crise de 2006, alterou de alguma forma as conclusões previamente retiradas pelos autores a cima referidos? Com a análise dos estudos feitos em relação a este tema no contexto do nosso país podemos concluir que, com a crise, a relação remuneração/desempenho não parece ter sofrido alterações significativas.

Sendo os membros do CA uma parte integrante muito importante no desempenho da empresa na qual trabalham é possível fazer uma ligação entre o desempenho destes administradores e o desempenho da respetiva empresa. Assim sendo, se a empresa utiliza a componente variável da remuneração dos administradores como forma de os premiar por uma boa performance, faz todo o sentido que a variável Desemp estudada no modelo influencie a remuneração dos administradores. Porém, como já discutimos anteriormente, este não é o caso, visto que os coeficientes estimados não são estatisticamente significativos, logo um bom desempenho da empresa não parece ter uma influência visível na remuneração variável dos administradores.

### 4.3.3 Relação Dimensão-Remuneração

Seguindo a literatura pré-existente, o Ativo Total, *Total Assets* (de acordo com Fernández *et al* (2011)), e as Vendas Líquidas, *Net Sales* (segundo Fernandes (2005)), foram aqui introduzidos para medir a variável dimensão da empresa.

Com a estimação da seguinte equação foi-nos possível retirar conclusões acerca da influência da dimensão da empresa na remuneração dos administradores:

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta \text{LnDimensão} + \varepsilon$$

Onde LnRem significa o logaritmo da remuneração dos administradores e LnDimensão corresponde ao logaritmo da dimensão da empresa.

Tabela 8: A remuneração dos administradores e a dimensão da empresa

	<b>LnRem_</b> <b>Exe (1)</b>	<b>LnRem_N</b> <b>_Exe (2)</b>	<b>LnRem_</b> <b>Fixa (3)</b>	<b>LnRem_</b> <b>Var (4)</b>	<b>LnRem_</b> <b>Exe (1)</b>	<b>LnRem_N_</b> <b>Exe (2)</b>	<b>LnRem_</b> <b>Fixa (3)</b>	<b>LnRem_</b> <b>Var (4)</b>
<b>Const</b>	9,118***	7,733***	9,337***	7,993***	7,954***	18,893***	17,295***	8,014***
<b>t-stat</b>	8,483	6,332	9,611	4,410	6,571	12,173	7,095	3,671
<b>L_Tot_</b> <b>Assets</b>	0,338***	0,337***	0,322***	0,350***				
<b>t-stat</b>	4,476	3,980	4,726	2,846				
<b>L_Net_</b> <b>Sales</b>					0,445***	-0,476***	-0,257	0,369**
<b>t-stat</b>					4,933	-4,091	-1,400	2,348

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração. Ln\_Rem\_Exe significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total e LnNet\_Sales significa as Vendas Líquidas, \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Através da análise da tabela 8 podemos verificar que, no caso da utilização do *proxy Total Assets*, obtemos coeficientes significativos que traduzem um aumento da remuneração na ordem dos 0,3% (da remuneração total de executivos e não executivos; da remuneração total variável e fixa) por cada ponto percentual de subida na variável dimensão da empresa.<sup>44</sup> No caso das vendas líquidas os resultados alteram-se um pouco e diferem muito mais entre si aquando da alteração do tipo de remuneração. Olhando para a remuneração total dos executivos obtemos um coeficiente significativo de 0,45%<sup>45</sup>. Já no caso da remuneração dos administradores não executivos esta variação, apesar de significativa, revela-se negativa, traduzindo uma diminuição na ordem dos 0,47% desta mesma remuneração. A remuneração total fixa é afetada positivamente pelo aumento das vendas líquidas porém o coeficiente revela-se não significativo. Por fim, a remuneração variável tem um coeficiente significativo e positivo, comunicando um aumento de 0,36% na variável remuneração variável.

<sup>44</sup> Estando nós perante um modelo log-log o coeficiente interpreta-se como a percentagem de aumento da variável dependente por cada 1% de aumento na variável independente.

<sup>45</sup> A remuneração total dos executivos aumentou 0,45% devido a um aumento de 1% na dimensão da empresa (medida pelo *proxy* Vendas Líquida).

No caso da análise do modelo com múltiplas variáveis explicativas, para o *proxy Total Assets*, podemos ver que os valores dos coeficientes, e as suas significâncias, se mantêm relativamente semelhantes. O mesmo já não acontece no caso em que se usa o logaritmo das *Net Sales* para representar a dimensão da empresa. Tendo em conta a questão que nos colocamos (Será que a dimensão da empresa afeta de alguma forma a remuneração dos que tem a função de a gerir?) estamos agora em condições de lhe responder. O aumento da variável dimensão da empresa traduz-se num aumento da remuneração dos administradores em todos os níveis analisados, com coeficientes sempre significativos e superiores a 0,32. A resposta deixa de ser tão linear se olharmos para o caso em que as vendas líquidas são utilizadas como *proxy*, sendo que, estas relações mantêm-se no caso das remunerações dos executivos e das remunerações variáveis (aumentos de 0,37% e 0,45%, respetivamente). Em relação às remunerações fixas o coeficiente revela-se não significativo e obtemos um coeficiente estatisticamente significativo, mas negativo (0,48), no que toca à relação entre a dimensão e a remunerações dos não executivos.

#### 4.3.4. Modelos com múltiplas variáveis explicativas

Partindo dos dados já estudados nos modelos anteriormente apresentados foram acrescentadas algumas variáveis de controlo de outros determinantes da remuneração dos administradores do CA. O número de elementos do CA foi adicionado a esta, para assim nos ser possível efetuar uma análise *per capita* da influência das variáveis neste modelo e não só na globalidade, tal como acontecia anteriormente. As restantes variáveis de controlo do desempenho e da dimensão da empresa mantiveram-se iguais, tendo desta vez sido adicionadas em conjunto na equação e não separadamente.

$$\text{Ln}\left(\frac{\text{Rem}}{\text{NTrab}}\right) = \alpha + \beta\text{Desemp} + \delta\text{Ln}(\text{Dim}) + \varepsilon$$

Passando a variável  $\text{Ln}(\text{NTrab})$  para a direita e deixando o respetivo coeficiente variar (sem estar fixo em 1) obtemos a seguinte equação:

$$\text{Ln}(\text{Rem}) = \alpha + \beta\text{Desemp} + \delta\text{Ln}(\text{Dim}) + \rho\text{Ln}(\text{NTrab}) + \varepsilon$$

Na equação acima apresentada temos:  $\text{Ln}(\text{Rem})$  que representa o logaritmo da remuneração dos administradores,  $\text{Desemp}$  o desempenho da empresa,  $\text{Ln}(\text{Dim})$  o

logaritmo da dimensão da empresa e Ln(NTrab) o logaritmo do número de trabalhadores do CA.

Tabela 9: A remuneração do CA, o desempenho (ROA) e a dimensão da empresa.

	<b>LnRem_ Exe (1)</b>	<b>LnRem_N _Exe (2)</b>	<b>LnRem_ Fixa (3)</b>	<b>LnRem_ Var (4)</b>	<b>LnRem_ Exe (1)</b>	<b>LnRem_N_ Exe (2)</b>	<b>LnRem_ Fixa (3)</b>	<b>LnRem_ Var (4)</b>
<b>Const</b>	9,585***	8,471***	9,379***	8,012***	8,193***	18,565***	8,536***	7,814***
<i>t-stat</i>	8,702	7,171	9,894	4,425	6,552	10,544	8,659	3,695
<b>ROA</b>	1,465	0,749	0,131	3,268	0,971	0,247	-0,185	2,69
<i>t-stat</i>	0,943	0,522	0,082	0,735	0,628	0,264	-0,118	0,592
<b>ROE</b>								
<i>t-stat</i>								
<b>L_Tot_ Assets</b>	0,224**	0,219 **	0,225*	0,275 *				
<i>t-stat</i>	2,616	2,421	2,686	1,708				
<b>L_Net_ Sales</b>					0,338***	-0,513 ***	0,2888***	0,250
<i>t-stat</i>					3,426	-3,612	3,384	1,471
<b>L_N_E xec</b>	0,758***				0,794 ***			
<i>t-stat</i>	2,833				3,201			
<b>L_N_N exec</b>		0,546**				0,468 *		
<b>t-stat</b>		2,625				1,996		
<b>L_N_A dmin</b>			0,590 ***	0,416			0,676**	0,735
<i>t-stat</i>			1,916	0,713			2,508	1,473

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração. Ln\_Rem\_Exe significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, ROA significa Return On Assets; Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa as Vendas Líquidas, Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 10: A remuneração do CA, o desempenho (ROE) e a dimensão da empresa.

	LnRem _Exe (1)	LnRem_N _Exe (2)	LnRem_ Fixa (3)	LnRem_ Var (4)	LnRem_ Exe (1)	LnRem_N_ Exe (2)	LnRem_ Fixa (3)	LnRem_ Var (4)
<b>Const</b>	8,106 ***	9,660***	8,406***	5,427	9,615 ***	8,533***	9,36***	8,034***
<i>t-stat</i>	6,102	7,467	7,916	0,359	8,180	6,818	9,224	4,400
<b>ROA</b>								
<i>t-stat</i>								
<b>ROE</b>	-0,001	-0,002	-0,001	-0,018	-0,0004	-0,001	-0,001	0,002
<i>t-stat</i>	-0,198	0,620	-0,344	-2,236	-0,104	-0,383	-0,376	0,246
<b>L_Tot_A ssets</b>					0,226 **	0,215**	0,227**	0,291 *
<i>t-stat</i>					2,480	2,278	2,597	1,783
<b>L_Net_S ales</b>	0,348 8***	3,020	0,295 ***	0,945				
<i>t-stat</i>	3,341	1,291	3,333	0,757				
<b>L_N_Exec</b>	0,770 ***				0,729**			
<i>t-stat</i>	2,9281				2,5456			
<b>L_N_Ne xec</b>		0,667 ***				0,554 **		
<i>t-stat</i>		3,020				2,477		
<b>L_N_Ad min</b>			0,686**	-2,094			0,584 *	0,342
<i>t-stat</i>			2,388	-1,270			1,76	0,568

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração. Ln\_Rem\_Exe significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante; ROE significa *Return on Equity*, Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa as Vendas Líquidas, Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Nestas regressões (tabela 9 e 10 regressões (3)) desperta a atenção o facto de a variável que representa o número de administradores apresentar um coeficiente significativo e positivo, porém inferior a um, o que nos leva a concluir que com o aumento

do número de administradores a remuneração *per capita* tende a diminuir. Importa, ainda, salientar o caso do coeficiente do número de administradores não ser significativo quando a regressão o cruza com a remuneração variável dos administradores. Isto pode levar-nos a concluir que o número de administradores pode afetar as remunerações totais dos executivos, dos não executivos, e as suas remunerações fixas, porém não tem influência sobre o valor das suas remunerações variáveis.

Será que o número de administradores não executivos influencia a remuneração dos mesmos? Era esta a questão que colocávamos na introdução deste texto, e com esta análise é-nos possível responder-lhe. Sendo os coeficientes do número total de administradores não executivos pertencente ao CA sempre significativos e superiores a 0.55 podemos responder que sim, um crescente número de não executivos vai levar a um aumento da remuneração dos próprios.

## **5. Conclusão**

Resolver o problema de agência continua a ser uma das tarefas mais difíceis e complexas que as empresas enfrentam. Encontram-se, na literatura existente, mecanismos definidos com o intuito de minimizar este problema. Para além destes mecanismos internos e daqueles que são inerentes ao próprio mercado também as entidades responsáveis deram atenção a este tópico e legislaram sobre ele.

Assim, ao longo deste trabalho, exploramos a legislação existente no que toca à remuneração dos administradores nas sociedades cotadas. Concluimos que nas sociedades cotadas a política de remuneração dos administradores não é deixada ao acaso, sendo regulada pela legislação comunitária e nacional que impõem regras no que ao estabelecimento desta diz respeito. Desde 2011 (estando o reg. 1/2010 da CMVM em vigor durante o período temporal por nós estudado) que as empresas têm de divulgar detalhes em relação às remunerações atribuídas aos seus administradores. Vigora neste regulamento o regime “*comply or explain*” o que leva as sociedades a terem de seguir as suas recomendações ou então explicar o porquê de não o fazerem. É assim disponibilizado, no relatório e contas das sociedades cotadas, informação relativa à remuneração (total, fixa e variável) auferida pelos seus administradores (executivos e não executivos).

É esta disponibilização de informação que nos permitiu elaborar a outra parte deste trabalho, o estudo dos determinantes da remuneração. Com base em dados de 39 empresas cotadas em bolsa (*Euronext Lisbon*) retiramos algumas conclusões em relação às variáveis que influenciariam, possivelmente, a remuneração dos administradores destas sociedades. Logo no início deste trabalho colocamo-nos o objetivo de responder a diversas perguntas relacionadas com os determinantes da remuneração. Ao longo do estudo tentamos, baseando-nos nos resultados obtidos, responder a estas. Encontrámos indícios de o desempenho da sociedade, ao contrário do que seria de esperar de acordo com literatura existente, apresenta, segundo os nossos resultados, uma ausência de poder explicativo em relação à remuneração dos administradores. O mesmo resultado se obtém quando nos questionamos se a componente variável da remuneração dos administradores servirá para os premiar por um bom desempenho. Tal como já tínhamos concluído para a remuneração total, também o desempenho não apresenta indícios de ser utilizado para compensar os administradores por um desempenho positivo. Este resultado revelou-se consistente com aqueles já encontrados pelos estudos feitos para o mercado português (Fernandes (2005) e de Nascimento (2009)) para um período anterior à crise. Já quando observamos o efeito da dimensão da sociedade na remuneração encontramos evidências de que esta variável influencia positivamente a remuneração dos administradores. Encontramos, ainda, evidências de que a remuneração total tende a aumentar quando há uma subida no número de administradores, porém tende a aumentar menos do que proporcionalmente ao número destes.

Esperamos, com este trabalho, ter esclarecido um pouco mais a envolvente legal e económica da remuneração dos administradores nas sociedades cotadas para o mercado português nestes últimos anos. Parece-nos que, em futuros estudos relacionados com este assunto, seria interessante tentar descobrir o porquê de o desempenho das sociedades não parecer estar refletido na remuneração dos administradores, já que esta noção vai contra muita da teoria que existe acerca deste tema.



## 6. Referências Bibliográficas

Abreu, J.M.; Ramos, Elisabete (2004) *Responsabilidade civil dos administradores e de sócios controladores*, Miscelâneas n.º 3, Coimbra: Almedina/Idet.

Afonso, Braz J. (2011) *Remuneração dos administradores: a procura de boas práticas*, Dissertação de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

Bergstresser, D; Philippon, T (2005) *CEO incentives and earnings management*, Journal of Financial Economics 80, 511–529.

Core, E.J.; Holthausen, W.R.; Larcker, F.D. (1999) *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, Journal of Financial Economics 51, 371-406.

Fernandes, N. (2005) *Board Compensation and Firm Performance: The Role of Independent Board Members*, European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance, Working Paper nº104/2005.

Fernández, M.C.; Arrondo, G.R; Fernández, R.E. (2011) *Corporate governance and executive pay in the Spanish market*, The Spanish Review of Financial Economics 9, 55–68.

Firth, M.; Tam, M.; Tang, M. (1999) *The determinants of top management pay*, The International Journal of management Science, Omega 27, 617-635.

Frada, R. A. (2011) *A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas: Tutela Preventiva e Medidas ex post*, Dissertação de Mestrado em Direito, Universidade Católica Portuguesa.

Gião, S. J. (2010) *Conflito de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima*, Coimbra, Almedina, 215-291.

Guedes, S. I. (2011) *A Remuneração dos Administradores: Perspectivas a Partir da Crise de 2008*, Coimbra, Almedina.

Henriques, P. C. F (2012) *A remuneração dos administradores dos bancos*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa.

Jensen, C. M.; Meckling, H. W. (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October, V. 3, Nº. 4,305-360.

Maia, P. *et al* (2013) *Estudo de Direito das Sociedades: “Tipos de sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina.

Matos, V.P (2009), *A relação entre os acionista e os gestores das sociedades cotadas: alguns problemas e soluções*, Cadernos do mercado de valores mobiliários nº33 da CMVM, Agosto de 2009, 92-104.

Molho, Ian (1997) *The Economics of Information*, Wiley-Blackwell.

Morse, A.; Nanda, V.; Seru, A. (2011) *Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?*, Journal of Finance, 66(5), 1779–1821.

Nascimento, R.S. P. (2009) *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português*, Cadernos do mercado de valores mobiliários nº32 da CMVM, Abril de 2009, 73 -93.

Ozdemir, O.; Upneja, A. (2012) *Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry*, International Journal of Hospitality Management, 31, 856–863.

Senden, L. (2005) *Soft Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where do they meet?*, Electronic Journal of Comparative Law, vol. 9.1, Janeiro de 2005.

Soukiazis, Elias (2010) *Apontamentos de Aplicações de Econometria: Modelos com Dados em Painel*, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Veprauskait, E.; Adams, M. (2013) *Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?*, The British Accounting Review, 45, 229–241.

Watts, R. L.; Zimmerman, J. J. (1986) *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

## Anexos

### Anexo I – Lista de sociedades cotadas pertencentes à amostra.

ALTRI
BANCO BPI
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS
BANCO ESPIRITO SANTO
BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL
COFINA
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL
EDP RENOVAVEIS
GALP ENERGIA
GRUPO PORTUCEL.
JERONIMO MARTINS
MOTA-ENGIL
REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS
SEMAPA
SONAE INDUSTRIA
ZON MULTIMÉDIA
BRISA - AUTO ESTRADAS
CIMPOR
COMPTA-EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA
CORTICEIRA AMORIM
ESTORIL SOL
F. RAMADA INVESTIMENTOS
GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES
GRUPO MEDIA CAPITAL
GRUPO SOARES DA COSTA
IMPRESA
INAPA-INVESTIMENTOS PARTICIPAÇÕES E GESTÃO
LISGRAFICA - IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS
MARTIFER
NOVABASE
REDITUS
SAG GEST – SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS
SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES
SONAE CAPITAL
SONAECOM
SUMOL + COMPAL
TEIXEIRA DUARTE
TOYOTA CAETANO PORTUGAL
VAA-VISTA ALEGRE ATLANTIS

As sociedades cotadas a sombreado pertencem ao índice PSI20.

## Anexo II – Efeitos Aleatórios vs. Efeitos Fixos

Chegando à conclusão de que o modelo com dados em painel era a escolha mais correta para o nosso estudo empírico, tivemos de nos questionar acerca do método de estimação mais adequado para este trabalho: efeitos fixos ou aleatórios. Para decidir qual destes métodos seria o mais acertado recorreremos a testes formais, nomeadamente, o teste de Hausman, o teste de Breusch-Pagan e o teste F. Foram analisados os resultados destes três testes para chegar a uma decisão, estando estes resultados detalhadamente expostos nos anexos seguintes. Vamos, de seguida, apresentar um pequeno resumo com o intuito de facilitar a leitura e interpretação das tabelas dos anexos que se seguem<sup>46</sup>.

✧ **Teste F** (Efeitos Fixos vs. Pool, OLS):

O teste F pode ser aplicado para decidir “*to pool or not to pool*” a estimação.

Na hipótese nula, admitimos a homogeneidade na constante (hipótese *pool*) e na hipótese alternativa, a heterogeneidade na constante (efeitos fixos).

$$H_0 : a_1 = a_2 = \dots = a_N \text{ (constante comum - pool, OLS)}$$

$$H_A : a_1 \neq a_2 \neq \dots \neq a_N \text{ (efeitos fixos, LSDV)}$$

A estatística F utilizada para testar esta hipótese é a seguinte:

$$F_{stat} = \frac{\left[ \frac{(R_{fe}^2 - R_{pool}^2)}{(N-1)} \right]}{\left[ \frac{(1 - R_{fe}^2)}{(NT - N - k)} \right]} \sim F_{(N-1, NT-N-k)}$$

$R_{fe}^2$  é o coeficiente de determinação da estimação do modelo com efeitos fixos (*LSDV* com *dummies* individuais).  $R_{pool}^2$  é o coeficiente de determinação da estimação do modelo com constante comum (*OLS pooled*).

---

<sup>46</sup> O resumo que se segue foi baseado nos apontamentos da cadeira de Aplicações de Econometria, tópico 8- Modelos com Dados em Painel, da autoria do Prof. Doutor Elias Soukiazis.

Critério de seleção:

Se  $F_{stat} > F_{(N-1, NT-N-k)}$  rejeitar o modelo com constante comum. O modelo com efeitos fixos é nesse caso mais adequado.

Ou se  $p\_value \leq \alpha$  rejeita-se a hipótese nula, sendo  $\alpha=1\%$  v  $\alpha=5\%$  v  $\alpha=10\%$ , consoante o nível de significância que se pretende testar.

✧ **Teste de Breusch-Pagan** (Efeitos Aleatórios vs. Pool, OLS):

O teste de Breusch-Pagan é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo *pooled* ( $H_0$ ) ou o modelo de efeitos aleatórios ( $H_A$ ).

$$H_0 : \sigma_v^2 = 0 \quad (\text{constante comum - pool, OLS})$$

$$H_A : \sigma_v^2 > 0 \quad (\text{efeitos aleatórios, GLS})$$

O teste de Breusch-Pagan é um teste LM dado pela seguinte relação:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{w}_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{w}_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi_1^2$$

Critério de seleção:

Se  $LM > \chi_1^2$ , rejeitar o modelo *pooled* (com constante comum) a favor do modelo com efeitos aleatórios.

Ou se  $p\_value \leq \alpha$  rejeita-se a hipótese nula, sendo  $\alpha=1\%$  v  $\alpha=5\%$  v  $\alpha=10\%$ , consoante o nível de significância que se pretende testar.

✧ **Teste de Hausman** (Efeitos Fixos vs. Efeitos Aleatórios):

O teste de Hausman é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios ( $H_0$ ) ou o modelo de efeitos fixos ( $H_A$ ).

O teste apresenta-se da seguinte forma:

$$H_0 : Cov(v_i, X_{it}) = 0 \text{ (efeitos aleatórios, GLS)}$$

$$H_A : Cov(v_i, X_{it}) \neq 0 \text{ (efeitos fixos, LSDV)}$$

Sob a hipótese nula, os estimadores do modelo com efeitos aleatórios (estimação *GLS*) são consistentes e eficientes.

Sob a hipótese alternativa, os estimadores *GLS* com efeitos aleatórios (e *OLS*) são não consistentes, mas os estimadores com efeitos fixos são.

A estatística de Hausman utilizada para testar estas hipóteses é a seguinte:

$$H = (\hat{b}_{fe} - \hat{b}_{re})' [Var(\hat{b}_{fe}) - Var(\hat{b}_{re})]^{-1} (\hat{b}_{fe} - \hat{b}_{re}) \sim \chi_k^2$$

$\hat{b}_{fe}$  é o vetor dos estimadores do modelo com efeitos fixos;  $\hat{b}_{re}$  é o vetor dos estimadores do modelo com efeitos aleatórios;  $Var(\hat{b}_{fe})$  é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores  $\hat{b}_{fe}$ ;  $Var(\hat{b}_{re})$  é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores  $\hat{b}_{re}$ ;  $k$  é o número de regressores.

Critério de seleção:

Se  $H > \chi_k^2$  rejeitar o modelo com efeitos aleatórios. O modelo com efeitos fixos é, nesse caso, mais apropriado.

Ou se  $p\_value \leq \alpha$  rejeita-se a hipótese nula, sendo  $\alpha=1\%$  v  $\alpha=5\%$  v  $\alpha=10\%$ , consoante o nível de significância que se pretende testar.

## Anexo III – Resultados do teste de Breusch-Pagan, teste de Hausman e teste F.

Tabela 1 – A remuneração dos administradores e a dimensão da empresa

		<b>L_Rem_Exe</b>	<b>L_Rem_N_Exe</b>	<b>L_Rem_Fixa</b>	<b>L_Rem_Var</b>
<b>L_Tot_Assets</b>	Teste F	1,26E-01	3,96E-01	3,86E-09	2,34E-04
	Breusch-Pagan	2,12E-11	1,58E-15	2,87E-09	3,46E-05
	Hausman	2,81E-01	1,55E-01	6,98E-01	9,36E-01
<b>L_Net_Sales</b>	Teste F	3,77E-01	1,09E-18	3,71E-08	1,24E-04
	Breusch-Pagan	1,23E-10	8,24E-15	1,43E-07	4,16E-05
	Hausman	9,00E-01	1,19E-04	3,22E-02	9,64E-01

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados do teste F, teste de Breusch-Pagan e teste de Hausman (p\_value). Ln\_Rem\_Exe significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa as Vendas Líquidas.

Tabela 2 – A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa

		<b>L_Rem_Exe</b>	<b>L_Rem_N_Exe</b>	<b>L_Rem_Fixa</b>	<b>L_Rem_Var</b>
<b>ROA</b>	Teste F	1,30E-15	1,95E-21	1,35E-13	1,84E-02
	Teste de Breusch-Pagan	3,43E-12	3,45E-17	5,90E-13	2,32E-02
	Teste de Hausman	1,22E-01	2,86E-01	3,86E-01	5,86E-01
<b>ROE</b>	Teste F	3,87E-01	8,66E-01	3,72E-01	3,88E-01
	Teste de Breusch-Pagan	2,89E-11	2,77E-14	5,26E-11	4,01E-02
	Teste de Hausman	1,47E-01	3,57E-01	3,33E-01	8,17E-01

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados do teste F, teste de Breusch-Pagan e teste de Hausman (p\_value). Ln\_Rem\_Exe significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. ROA significa *Return On Assets* e ROE significa *Return on Equity*.

Tabela 3 – A remuneração dos administradores, o desempenho (ROA) e a dimensão da empresa.

		Regressão (1)				Regressão (2)			
		L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
L_N_Exec	Teste F	1,21E-12				7,98E-12			
	Breusch-Pagan	1,36E-14				6,36E-11			
	Hausman	6,30E-01				7,16E-01			
L_N_Nexec	Teste F	2,90E-15				6,45E-02			
	Breusch-Pagan	1,36E-14				1,00E-13			
	Hausman	6,30E-01				4,21E-03			
L_N_Admin	Teste F			1,00E-07	5,81E-01			1,65E-06	6,22E-04
	Breusch-Pagan			7,65E-08	5,30E-04			4,53E-06	9,00E-04
	Hausman			5,97E-01	1,95E-01			1,60E-01	1,26E-01

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados do teste F, teste de Breusch-Pagan e teste de Hausman (p\_value). Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. A regressão (1) é constituída, para além das variáveis dependentes Ln\_Exec/ Ln\_N\_Exec/ Ln\_N\_Admin, pelo ROA e pelo logaritmo do *Total Assets*. A regressão (2) é constituída, para além das variáveis dependentes Ln\_Exec/ Ln\_N\_Exec/ Ln\_N\_Admin, pelo ROA e pelo logaritmo das *Net Sales*.



Tabela 4 – A remuneração dos administradores, o desempenho (ROE) e a dimensão da empresa.

		Regressão (1)				Regressão (2)			
		L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
L_N_Exec	Teste F	3,88E-10				7,39E-11			
	Breusch-Pagan	6,65E-10				5,89E-13			
	Hausman	2,19E-01				5,95E-01			
L_N_Nexec	Teste F	2,70E-14				1,43E-13			
	Breusch-Pagan	2,68E-12				5,89E-13			
	Hausman	5,88E-03				5,95E-01			
L_N_Admin	Teste F			1,56E-05	1,29E-03			1,10E-06	1,27E-03
	Breusch-Pagan			7,13E-06	2,19E-03			1,80E-07	1,42E-03
	Hausman			1,67E-01	3,65E-02			3,51E-01	5,90E-02

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados do teste F, teste de Breusch-Pagan e teste de Hausman (p\_value). Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. A regressão (1) é constituída, para além das variáveis dependentes Ln\_Exec/ Ln\_N\_Exec/ Ln\_N\_Admin, pelo ROE e pelo logaritmo das *Net Sales*. A regressão (2) é constituída, para além das variáveis dependentes Ln\_Exec/ Ln\_N\_Exec/ Ln\_N\_Admin, pelo ROE e pelo logaritmo do *Total Assets*.

## Anexo IV – Resultados com Efeitos Aleatórios

Tabela 5 – A remuneração dos administradores e a dimensão da empresa

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	9,118***	7,733***	9,337***	7,993***	7,954***	9,158***	8,733***	8,014***
<i>t-stat</i>	8,483	6,332	9,611	4,410	6,571	7,008	8,517	3,671
<b>L_Tot_Assets</b>	0,338***	0,337***	0,322***	0,350***				
<i>t-stat</i>	4,476	3,980	4,726	2,846				
<b>L_Net_Sales</b>					0,445***	0,254**	0,388***	0,369**
<i>t-stat</i>					4,933	2,618	5,062	2,348

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Aleatórios. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total e LnNet\_Sales significa o logaritmo das Vendas Líquidas, \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 6 – A remuneração dos administradores e a desempenho da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	13,8745***	12,5465***	13,879***	12,9014***	13,918***	12,613***	13,924***	12,914***
<i>t-stat</i>	77,832	62,956	82,133	46,550	75,962	63,705	81,220	51,345
<b>ROA</b>	1,868	1,720	1,232	5,880				
<i>t-stat</i>	1,127	1,124	0,713	0,978				
<b>ROE</b>					13,918	-0,001	-0,002	0,028
<i>t-stat</i>					-0,233	-0,294	-0,464	2,459

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Aleatórios. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, ROA significa *Return On Assets*; ROE significa *Return on Equity*. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 7 – A remuneração dos administradores, o desempenho (ROA) e a dimensão da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	9,585***	8,471***	9,379***	8,012***	8,193***	9,570***	8,536***	7,814***
<i>t-stat</i>	8,702	7,171	9,894	4,425	6,552	7,823	8,659	3,695
<b>ROA</b>	1,465	0,749	0,131	3,268	0,971	0,829	-0,185	2,691
<i>t-stat</i>	0,943	0,522	0,082	0,735	0,628	0,566	-0,118	0,592
<b>L_Tot_Assets</b>	0,224**	0,219**	0,225*	0,275*				
<i>t-stat</i>	2,616	2,421	2,686	1,708				
<b>L_Net_Sales</b>					0,338***	0,137	0,288***	0,250
<i>t-stat</i>					3,426	1,401	3,384	1,471
<b>L_N_Exec</b>	0,758***				0,794***			
<i>t-stat</i>	2,833				3,201			
<b>L_N_Nexec</b>		0,545547**				0,661***		
<i>t-stat</i>		2,625				3,228		
<b>L_N_Admin</b>			0,590***	0,416			0,675**	0,735
<i>t-stat</i>			1,915	0,713			2,508	1,473

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Aleatórios. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, ROA significa *Return On Assets*; Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa as Vendas Líquidas, Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 8 – A remuneração dos administradores, o desempenho (ROE) e a dimensão da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	8,106***	9,660***	8,406***	7,432***	9,615***	8,532***	9,360***	8,033***
<i>t-stat</i>	6,103	7,467	7,916	3,409	8,179	6,818	9,224	4,400
<b>ROE</b>	-0,001	-0,002	-0,001	0,001	0,000	-0,001	-0,001	0,002
<i>t-stat</i>	-0,198	0,620	-0,344	0,130	-0,104	-0,383	-0,376	0,246
<b>L_Tot_Assets</b>					0,226**	0,215**	0,227**	0,291*
<i>t-stat</i>					2,480	2,278	2,597	1,784
<b>L_Net_Sales</b>	0,348***	3,020	0,295***	0,289*				
<i>t-stat</i>	3,341	1,291	3,333	1,694				
<b>L_N_Exec</b>	0,770***				0,728**			
<i>t-stat</i>	2,928				2,546			
<b>L_N_Nexec</b>		0,667***				0,554**		
<i>t-stat</i>		3,020				2,477		
<b>L_N_Admin</b>			0,686**	0,697			0,584*	0,342
<i>t-stat</i>			2,388	1,391			1,761	0,568

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Aleatórios. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante; ROE significa *Return on Equity*, Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa o logaritmo das Vendas Líquidas, Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

## Anexo V – Resultados com Efeitos Fixos

Tabela 9 – A remuneração dos administradores e a dimensão da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	7,025	18,892***	17,295***	8,734	1,055	20,212**	5,263	6,061
<i>t-stat</i>	0,906	6,662	7,095	0,554	-0,109	2,252	0,492	0,247
<b>L_Tot_Assets</b>					1,058	0,540	0,611	0,484
<i>t-stat</i>					1,547	-0,854	0,806	0,289
<b>L_Net_Sales</b>	0,516	-0,476	-0,257	0,320				
<b>t-stat</b>	0,888	-2,240	-1,400	0,280				

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Fixos. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total e LnNet\_Sales significa o logaritmo das Vendas Líquidas, \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 10 – A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	13,913***	12,539***	13,882***	12,974***	13,982***	12,610***	13,952***	13,224***
<i>t-stat</i>	245,054	263,788	221,980	56,659	221,528	241,728	200,664	100,884
<b>ROA</b>	0,392	0,736	0,221	2,884				
<i>t-stat</i>	0,205	0,411	0,105	0,351				
<b>ROE</b>					0,004	0,001	0,004	0,010
<i>t-stat</i>					-0,870	0,170	-0,898	-0,874

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Fixos. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, ROA significa *Return On Assets*; ROE significa *Return on Equity*. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 11 – A remuneração dos administradores, o desempenho (ROA) e a dimensão da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exec	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	2,741	18,5651***	16,941***	9,780	3,907	18,76*	4,827	9,221
<i>t-stat</i>	0,352	10,544	3,844	0,579	0,405	1,989	0,440	0,367
<b>ROA</b>	0,489	0,247	0,369	-3,287	0,804	0,282	0,161	1,966
<i>t-stat</i>	0,258	0,265	0,172	-0,533	0,430	0,151	0,075	-0,340
<b>L_Tot_Assets</b>					0,615	-0,484	0,616	0,543
<i>t-stat</i>					0,894	-0,732	0,797	0,319
<b>L_Net_Sales</b>	0,727	(-) 0,513 **	-0,256	0,548				
<i>t-stat</i>	0,258	-3,612	-0,802	0,445				
<b>L_N_Exec</b>	0,981				0,87***			
<i>t-stat</i>	3,108***				2,664			
<b>L_N_Nexec</b>		0,468				0,377		
<i>t-stat</i>		1,996				1,236		
<b>L_N_Admin</b>			0,146	-1,684			0,166	1,623
<i>t-stat</i>			0,290	0,165			0,329	-1,373

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Fixos. Ln\_Rem\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante, ROA significa *Return On Assets*; Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa as Vendas Líquidas, Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Tabela 12 – A remuneração dos administradores, o desempenho (ROE) e a dimensão da empresa.

	Regressão (1)				Regressão (2)			
	L_Rem_Exe	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var	L_Rem_Exe	L_Rem_N_Exec	L_Rem_Fixa	L_Rem_Var
<b>Const</b>	-4,932	21,447*	-4,001	3,149	-0,920	18,695***	17,309***	5,427
<i>t-stat</i>	-0,357	1,898	-0,262	0,113	-0,105	6,334	3,642	0,359
<b>ROE</b>	-0,005	0,001	-0,006	-0,016	-0,005	0,000	-0,004	-0,018
<i>t-stat</i>	-1,215	0,263	-1,193	-1,367	-1,259	0,121	-0,805	-2,236
<b>L_Tot_Assets</b>	1,238	-0,662	1,262	1,038				
<i>t-stat</i>	1,270	-0,844	1,179	0,545				
<b>L_Net_Sales</b>					0,995	-0,517	-0,254	0,945
<i>t-stat</i>					1,538	-2,341	-0,744	0,757
<b>L_N_Exec</b>	0,796**				1,001			
<i>t-stat</i>	2,282				2,976***			
<b>L_N_Nexec</b>		0,347				0,463		
<i>t-stat</i>		1,023				1,429		
<b>L_N_Admin</b>			-0,014	-2,059			0,016	-2,094
<i>t-stat</i>			-0,025	1,675			0,029	0,097

Notas: Nesta tabela encontram-se os resultados da influência do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração do seu Conselho de Administração, estimados com o método Efeitos Fixos. Ln\_Rem\_Exe significa o logaritmo da remuneração total dos administradores executivos, Ln\_Rem\_N\_Exec significa o logaritmo da remuneração total dos não executivos; Ln\_Rem\_Fixa significa o logaritmo da remuneração total fixa e Ln\_Rem\_Var significa o logaritmo da remuneração variável total. Const é a denominação utilizada para a constante; ROE significa *Return on Equity*, Ln\_Tot\_Assets significa o logaritmo do Ativo Total, LnNet\_Sales significa o logaritmo das Vendas Líquidas, Ln\_Exec significa o logaritmo do número total de executivos, Ln\_N\_Exec significa o logaritmo do número total de não executivos e Ln\_N\_Admin significa o logaritmo do número total de administradores. \*, \*\*, \*\*\* indicam que os coeficientes são significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.