

MESTRADO
FINANÇAS E FISCALIDADE

Corporate Governance e Remuneração **Executiva na Europa**

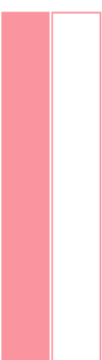
Cláudia Sofia Amorim Rodrigues

M

2022



FACULDADE DE ECONOMIA



Corporate Governance e Remuneração Executiva na Europa

Cláudia Sofia Amorim Rodrigues

Mestrado em Finanças e Fiscalidade
Dissertação para obtenção do grau de Mestre

Orientada por:
Professor Doutor Francisco Vitorino Silva Martins

Julho 2022

Resumo

As práticas de *Corporate Governance* constituem um meio para garantir a confiança do mercado, essencial para o progresso da empresa. Os escândalos empresariais passados deram a este tema um interesse acrescido e levaram a um maior detalhe da informação a ser fornecida pelo tecido empresarial.

Este estudo analisa o impacto das políticas de *Corporate Governance* adotadas pelas empresas no salário dos administradores executivos, utilizando um modelo de regressão explicativo da remuneração dos executivos. A variável dependente utilizada é a Remuneração dos Executivos. Assim, a partir de um painel de 413 empresas europeias seguidas durante os anos de 2017, 2018 e 2019, os fatores que se revelaram influenciar significativamente as remunerações dos executivos são a dimensão do Conselho de Administração, a Capitalização Bolsista, a Dimensão da Empresa e o Price book ratio revelador das oportunidades de crescimento da empresa. A separação das funções de supervisão e gestão não revelou poder explicativo das remunerações dos executivos.

Palavras-chave: Remuneração dos executivos; Corporate Governance; Empresas Europeias

Abstract

Corporate governance practices are a means to ensure market confidence, essential for the company's progress. Past corporate scandals have given this topic increased interest and have led to greater detail in the information to be provided by companies.

This study analyzes the impact of Corporate Governance policies adopted by companies on executive directors' pay, using a regression model explaining executive compensation. The dependent variable used is Executive Compensation. Thus, from a panel of 413 European companies followed during the years 2017, 2018 and 2019, the factors that have been shown to significantly influence executive compensation are Board size, Market Capitalization, Company Size and Price book ratio revealing the company's growth opportunities. The separation of supervisory and managerial functions has not shown explanatory power for executive compensation.

Keywords: Remuneration; Corporate Governance; European Companies

Agradecimentos

No culminar desta etapa tão importante para o meu desenvolvimento intelectual e pessoal, não posso deixar de agradecer a todas as pessoas extraordinárias que se mantiveram do meu lado. Todo o apoio, ânimo e coragem fizeram com que nunca desistisse, mesmo nas alturas mais complicadas.

Agradeço, especialmente, à minha família que permitiu que iniciasse este percurso à 6 anos atrás, quando optei por seguir a área de economia e que continuasse a crescer na faculdade de Economia da Universidade do Porto, especializando-me na área de Finanças e Fiscalidade.

Por último, um enorme agradecimento ao Professor Doutor Francisco Vitorino que fez com que este trabalho fosse possível. Desde o primeiro momento apoiou, esteve presente e ajudou em tudo o que fosse possível.

Não foi um caminho fácil, mas certamente terá um final gratificante.

A todos, um sincero obrigada!

*“O principal contributo da ética para a vida económica e empresarial
não é tanto evitar o mal, mas ajudar a fazer mais e melhor”*

José Manuel Moreira

Índice

| | |
|--|-----------|
| 1. Introdução | 18 |
| 2. Revisão de Literatura | 20 |
| 2.1. Conceptualização das políticas de <i>Corporate Governance</i> | 20 |
| 2.2. Determinantes da remuneração dos executivos | 26 |
| 2.1.1. Performance da Empresa..... | 27 |
| 2.2.2. Dimensão da Empresa | 28 |
| 2.2.3. Oportunidades de crescimento | 29 |
| 2.2.4. Estrutura e Dimensão do Conselho de Administração..... | 30 |
| 3. Metodologia | 32 |
| 3.1. Amostra..... | 32 |
| 3.2. Variáveis | 34 |
| 3.3. Modelos..... | 35 |
| 4. Resultados | 37 |
| 4.1. Resultados descritivos..... | 37 |
| 4.2. Análise dos modelos de regressão..... | 42 |
| 5. Conclusão | 47 |
| 6. Bibliografia | 49 |

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Caracterização da amostra empresarial por país

Gráfico 2: Caracterização da amostra empresarial por setor

Lista de Tabelas

Tabela 1: Definição, fonte e sinal previsto das variáveis

Tabela 2: Descrição estatística – Compensação executiva

Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis independentes

Tabela 4: Matriz de correlações das variáveis do modelo

Tabela 5: Coeficientes dos modelos simples de regressão

Tabela 6: Coeficientes do modelo múltiplo de regressão

Tabela 7: Sinal previsto e sinais obtidos das variáveis

Tabela 8: Análise geral das hipóteses em estudo

Lista de Abreviaturas

| | |
|--|-------------|
| Acórdão | Ac. |
| Artigo | Art. |
| Código das Sociedades Comerciais | CSC |
| Comissão de Mercado de Valores Mobiliários | CMVM |
| Código dos Valores Mobiliários | CVM |
| Estados Unidos da América | EUA |
| Return on Assets | ROA |
| Return on Investment | ROI |
| Revisor Oficial de Contas | ROC |

1. Introdução

Ab initio, destacar que o tema de *Corporate Governance* tem sido muito debatido ao longo dos anos, tanto pela sua transversalidade a inúmeras áreas de estudo, como pela sua relevância nas sociedades, uma vez que se configura como um processo complexo e não como um resultado.

As informações relativas às políticas de *Corporate Governance* são uma parte fundamental dos relatórios não financeiros de uma empresa, incluindo fatores externos, como legislação e escândalos específicos do país, e fatores internos, como desempenho financeiro, dimensão e cultura (Charl de Villiers, 2021). A sua relevância cinge-se ao facto de as empresas poderem ser definidas e conceptualizadas de muitas formas diferentes, nomeadamente através de contratos e de relações jurídicas que permitem, em algumas formas societárias, limitar a responsabilidade dos proprietários. Esta relação é, principalmente, visível no que concerne às remunerações dos administradores executivos.

Este tema que tem vindo a estar cada vez mais em foco, uma vez que o mercado e as instituições começam a reconhecer o impacto positivo que as boas práticas de *Corporate Governance* têm na estabilidade dos mercados financeiros e no crescimento económico (Martinho, 2013).

Em 2020, esta temática esteve novamente em voga com a publicação da Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que procedeu à introdução de normas relativas ao direito dos acionistas de sociedades cotadas no que ao seu envolvimento a longo prazo diz respeito, alterando subsequentemente o Código dos Valores Mobiliários, o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo e o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras.

Por sua vez, nas últimas duas décadas, a remuneração dos administradores executivos tem sido tema de vários debates, tentando-se perceber se a remuneração dos executivos pode ser justificável pela lucratividade financeira corporativa (Harvey et al., 2020; (Firth et al., 2006).

No que concerne a esta temática, o artigo 399º do Código das Sociedades Comerciais menciona que “*Compete à assembleia geral de accionistas ou a uma comissão por aquela nomeada fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade*”.

Face ao exposto e, tendo em conta que ainda não se sabe muito sobre como é que os administradores das empresas são remunerados e/ou promovidos e os fatores que influenciam essas decisões (Fan et al. (2011)), pretendeu-se estudar quais os fatores que influenciam o valor da remuneração executiva.

Um estudo que relacione o valor das remunerações executivas com as políticas de *Corporate Governance* adotadas pode fornecer evidências empíricas sobre a relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho da empresa, o que poderá dar informações importantes para avaliar as reformas de mercado atuais e futuras que, entre outras, varia com a estrutura de propriedade das empresas (Martin J. Conyn, Lerong He, 2011).

Desta forma, o objetivo primordial desta dissertação é perceber, através da recolha de dados de empresas europeias, quais os fatores que têm mais influência no valor da remuneração dos administradores executivos e aqueles que não terão grande relevância.

Esta análise será dividida em 4 partes.

A primeira parte aborda, a revisão de literatura referente ao tema em estudo, apresentando principalmente os modelos de *Corporate Governance*, bem como as principais pesquisas empíricas até à data relacionadas com as variáveis que influenciam as remunerações.

Seguidamente, é descrito o método utilizado para a elaboração do estudo empírico, apresentando detalhadamente o processo de pesquisa, a caracterização da amostra, bem como o enquadramento dos fatores de análise mencionados.

Em terceiro lugar, é realizada uma análise dos resultados extraídos através do *Eviews*.

Por fim, serão apresentadas as principais conclusões da dissertação e as possíveis contribuições e limitações da pesquisa, com o intuito de perceber se os objetivos da dissertação demarcados inicialmente foram alcançados, contribuindo para uma reflexão sobre a remuneração paga aos administradores executivos e as políticas de *Corporate Governance* adotadas.

2. Revisão de Literatura

A temática das remunerações dos administradores executivos das empresas não pode ser analisada sem uma conceptualização inicial das relações entre as funções de propriedade e de gestão das empresas e das inerentes questões do *Corporate Governance*.

Atente-se que, em Portugal, a estrutura jurídico-legal e institucional do *Corporate Governance* assenta no Código das Sociedades Comerciais, no Código dos Valores Mobiliários, na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) criada em 1991 – e, inerentemente, nas suas recomendações e regulamentos –, no sistema judicial português, Banco de Portugal, no Instituto de Seguros de Portugal, na Comissão de Normalização Contabilística e, ainda, nas ordens e associações empresariais e socioprofissionais (Esperança et al. 2011).

2.1. Conceptualização das políticas de *Corporate Governance*

De uma forma geral, *Corporate Governance*, refere-se ao conjunto de boas práticas de governo pelas quais as empresas se regem e asseveram a sua sustentabilidade. Clarificando o conceito, *Corporate Governance* é o “exercício de liderança ética e eficaz por parte do corpo diretivo para o alcance dos seguintes resultados de *governance*: cultura ética, bom desempenho, controlo efetivo e legitimidade”¹, relacionando-se com a forma como as empresas são governadas e não pela forma como são geridas. Tradicionalmente, as políticas de *Corporate Governance* visavam abordar e divulgar questões relevantes que os conselhos de administração tinham de ter atenção e que eram do interesse das partes interessadas da empresa (Tricker, 2015), no entanto, recentemente, as partes interessadas e o conceito de *governance* tornaram-se muito mais amplas (Lai et al., 2019).

Aman et al. (2012), nos seus estudos que investigam o efeito de *Corporate Governance* sobre a transparência corporativa no Japão, chegam a resultados que mostram que as empresas com melhores políticas de *Corporate Governance* estão associadas a divulgações mais frequentes para o mercado japonês. Por outro lado, os autores demonstram também que a estrutura e composição do conselho de administração são fatores importantes que influenciam os níveis de divulgação.

¹ Para este efeito consultar *Report on corporate governance for South Africa 2016*.

O principal objetivo de *Corporate Governance* é promover a eficiência e a competitividade das empresas, fomentar a confiança dos mercados de capitais, desenvolver a estabilidade financeira e o crescimento económico e, sobretudo, atenuar o conflito de agência entre gestores e detentores de capital.

Um fator preponderante para o aumento da importância deste tema foi a globalização, uma vez que nos mercados financeiros e de capitais, neste contexto, existe um afastamento crescente entre quem controla a organização e o(s) proprietário(s) de capital. Esta situação leva a um possível conflito de interesses (Abatino & Dari-Mattiacci, 2020). A principal fonte desse problema é a informação assimétrica, permitindo que os administradores adquiram vantagem sobre os acionistas no acesso à informação (Boone et al., 2019).

Como descrito por Adam Smith (1776) “*sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu.*”

A identificação deste tipo de problemas que geram grandes consequências leva à procura de esquemas de alinhamento de interesses entre acionistas e administradores, nomeadamente através das remunerações – *agency costs*. Requicha Ferreira (2015) descreve este tipo de custos como: “*custo dos investimentos necessários para assegurar que os agentes ajustem a sua conduta contratual em função dos interesses do principal, sendo certo que, quanto maior a complexidade das tarefas a desempenhar pelo agente ou quanto maior discricionariedade lhe for dada, maiores serão os agency costs*”.

Para fazer face a estes problemas tornou-se necessário institucionalizar certos mecanismos que se traduzem em boas práticas de gestão.

Em Portugal, foi a CMVMC que iniciou a criação de um código de governo das sociedades em 1999 com as recomendações da mesma sobre o Governo das Sociedades Cotadas.² Este código caracterizava-se por impugnar um conjunto de regras de conduta que deviam ser seguidas pelas sociedades, que negociavam no mercado regulamentado, nomeadamente no que concerne às sociedades cotadas.

Em 2001, o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 realizou uma importante alteração e, tornou obrigatória a divulgação pública e anual do grau de cumprimento das recomendações dadas anteriormente. Para tal, numa filosofia de *comply or explain*, forneceu um modelo de relatório anual que deveria ser preenchido ao anexo de gestão ou num capítulo separado.

² Vide para este efeito CMVM (1999), Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

Em 2013, foi aprovado um código de *Corporate Governance* de iniciativa privada pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCP), dando origem a uma atualização do código já existente e tornando-o adaptável às várias realidades das empresas destinatárias.

As principais normas legais que regulam o governo das sociedades em Portugal estão previstas no CSC, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de novembro, bem como no CVM, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro.

O CSC dispõe de toda a informação referente à direção e controlo das sociedades, não se limitando apenas às sociedades cotadas, mas também às denominadas sociedades comerciais, descritas no artigo 1.º, n.º 2 do referido código. Este artigo enuncia que “*são sociedades comerciais aquelas que tenham por objeto a prática de actos de comércio e adotam o tipo de sociedade em nome coletivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedades em comandita simples ou de sociedades em comandita por ações.*”

Por outro lado, o CVM também contém as “*normas dedicadas às sociedades com o capital aberto ao investimento do público (...) que se caracterizam por terem as suas ações dispersas pelo público, nomeada, mas não exclusivamente, através da sua negociação em bolsa*”.

Cumprir referir que, o CVM³ delimita o conceito de sociedade “aberta” a “*sociedades com capital aberto ao investimento público*” e de várias ocorrências que podem conduzir à perda dessa qualidade (Silva et al., 2006).

Em geral, os mecanismos de tomada de decisão e de fiscalização variam consoante o país e são influenciados pelas características da estrutura acionista e pela estrutura do funcionamento dos mercados em que as empresas atuam.

De acordo com Franks e Mayer (1996), a diferença nos modelos dos diferentes países não ocorre devido à forma como os sistemas financeiros são usados para financiar as empresas, mas por causa da forma como a propriedade e o controlo são organizados.

Desde 2002 que, em Portugal, os modelos de *Corporate Governance* têm vindo a sofrer alterações. Nomeadamente, têm atingido:

- Uma maior orientação para todas as partes orientadas e não apenas para os acionistas;
- Uma maior e mais clara separação entre funções executivas e de supervisão ou, ao contrário do modelo anterior, com poder unitário centrado no Conselho de Administração; e

³ Por favor, analisar artigos 13.º e 27.º do CVM.

- Uma maior independência e participação dos independentes na supervisão.

Para refletir estas alterações, em 2006, a legislação portuguesa foi atualizada, passando a permitir a adoção e 3 modelos de *Corporate Governance*: Continental, Anglo-Saxónico e Dualista.

Os dois modelos principais são o modelo Continental e o modelo Anglo-Saxónico.

No modelo Continental, também denominado de *Stakeholder Model*, qualquer sujeito que influencia ou pode influenciar a empresa, desde os investidores aos clientes, é considerado uma parte interessada. Este tipo de modelo é comumente encontrado na Europa, sendo caracterizado pela estrutura dos órgãos de administração ser composta por dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa, existindo uma clara distinção e segregação entre as funções de supervisão e as funções de gestão. Geralmente, são os acionistas mais importantes que têm parte ativa no processo de tomada de decisão. É um modelo de *Double Tier* (dois órgãos): Conselho de Administração e o Conselho Geral (conselho de supervisão). Este modelo permite vários canais, para lidar com os problemas de agência de gestor-acionistas.

O modelo Anglo-Saxónico, igualmente conhecido por *Shareholder Model*, é orientado para o mercado financeiro, que é a principal fonte de capital para as empresas. Ou seja, este modelo é baseado no conceito de capitalismo de mercado. Isto permite que os investidores tenham mais poder na determinação das políticas empresariais. De salientar que, este modelo mais liberal é característico em países como os EUA ou o Reino Unido.

Neste modelo a propriedade e controlo estão separados. Ainda assim, os acionistas minoritários têm proteção. A estrutura acionista é mais dispersa e a influência dos acionistas, na gestão, é reduzida. No entanto, para este modelo funcionar, é necessário proteger os acionistas individuais, através de regulação rigorosa sobre a divulgação de informação e *inside trading*.

Salienta-se que o modelo Anglo-Saxónico é um modelo de *One Tier* com um único órgão principal, o Conselho de Administração. Este conselho é constituído por administradores independentes que devem alinhar os seus interesses com todos os acionistas e não, apenas com os acionistas majoritários (Coombs e Watson, 2001; La Porta et al, 1999).

O modelo dualista, segundo Batista (2011), é constituído por quatro órgãos: a assembleia geral, o conselho geral, o conselho executivo e o ROC.

Assim, o conselho geral é composto por membros eleitos pela assembleia geral, que podem ser ou não acionistas; e, o conselho executivo é composto por membros eleitos pelo conselho geral ou pela assembleia geral.

Esta constituição permite que exista uma maior separação entre a gestão e os detentores da empresa, porque os membros do conselho executivo não são diretamente nomeados pela assembleia-geral.

Na perspetiva de Silva et al. (2006), o modelo dualista pretende criar uma estrutura intermédia entre a assembleia-geral e os gestores executivos, a qual para além de outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, por consequência, dos acionistas a quem esses administradores se encontrem ligados.

O conselho de administração exerce funções de administração e de fiscalização e, por isso, é da sua competência a gestão total das atividades da sociedade tendo “*exclusivos e plenos poderes de representação da sociedade*”.⁴

A delegação de poderes de gestão está prevista no artigo 407º, nº1 do CSC e no caso do disposto deste artigo ocorrer, o Conselho de Administração pode eleger vários administradores para se ocuparem de matérias específicas da administração. Ao existir esta delegação, o “*Conselho de Administração ou os membros da Comissão Executiva devem designar um presidente da Comissão Executiva*”, que deve deliberar sobre os limites da mesma, nomeadamente, a composição e o seu modo de funcionamento.⁵

Tal como é possível analisar no Código das Sociedades Comerciais e, posteriormente, enfatizado por António Menezes Cordeiro, “*os administradores têm o poder de gerir ou de administrar e ainda o poder de representar*”.

Segundo o artigo 79º, nº1 do CSC “*os gerentes, administradores ou diretores respondem (...) para com os sócios e terceiros pelos danos que diretamente lhe causarem no exercício das suas funções.*”

É exigido aos administradores uma conduta regida por deveres de cuidado, sendo-lhes requerida disponibilidade, competência técnica e o conhecimento necessário para o desempenho das suas funções. Para além disso, estes devem ainda ser leais à sociedade, atendendo inclusive aos interesses a longo prazo dos sócios, tendo em atenção, de igual forma, os interesses de outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade.⁶

⁴ Art. 405º, n.º2 do CSC

⁵ Art. 407º, n.º4 do CSC

⁶ Art. 64º, n.º 1, al. b) CSC

A remuneração dos administradores deve ter em conta os seus deveres, objetivando alinhar os seus interesses com os dos acionistas e mitigar o problema de agência.

De forma geral, *“A política de remuneração deve ser compatível com a estratégia empresarial e os objectivos, valores e interesses a longo prazo da instituição de crédito, e incluir medidas destinadas a evitar conflitos de interesses”*⁷

Em Portugal, a remuneração dos administradores está regulada no art. 399º do CSC, que estabelece que a remuneração pode ser certa (comumente, também designada como fixa) ou variável, podendo esta consistir numa percentagem dos lucros de exercício, sendo que a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula no contrato de sociedade.

A remuneração fixa corresponde a uma determinada quantia estabelecida pelo cargo desempenhado, que não depende de circunstâncias como o desempenho do administrador.

Neste sentido, o artigo 399º do CSC, aponta como critérios para a sua determinação: a complexidade da função desempenhada e a situação económica da sociedade. Cumpre referir que, não se refere apenas a um valor monetário, mas também a outras vantagens acessórias, como: pagamento da renda de casa, seguros de saúde, concessão de viaturas, entre outras.

A remuneração variável pode ser certa, *“quando é percecionável independentemente da obtenção dos lucros pela sociedade, sendo previsível em função dos critérios estabelecidos para a sua atribuição”* (Cunha, 2010); ou pode estar dependente de determinadas condições. A forma mais comum deste tipo de variável consiste no pagamento consoante o desempenho do administrador (*pay for performance*).

Acresce-se que, a remuneração variável pode ser, de igual forma, configurada na dependência dos resultados da própria sociedade. Todavia, se os resultados a que se sujeita esta remuneração não forem considerados a longo prazo, pode-se verificar a assunção de risco não desejável por parte dos administrados, que visem apenas empolar os resultados no curto prazo.

No entanto, Keith D. Harvey, Ronald E. Shrieves (2001) demonstraram que o pagamento de incentivos é sistematicamente mais baixo para administradores mais velhos. Além disso, o uso de compensação de incentivo é fraca e, está inversamente relacionado com o facto de o administrador ser acionista da empresa. Porém, embora o uso de remuneração

⁷ Directiva 2010/76/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro 2010

de incentivo esteja positivamente correlacionado com o tamanho da empresa, não foram encontradas evidências de economias de escala no estabelecimento de planos de remuneração.

A categorização do desempenho do administrador resulta da sua comparação a outros administradores do mesmo setor, em que se insere a sociedade, sem ônus de sofrer um ajuste devido à dimensão da empresa (medida pelo seu volume de vendas, valor de mercado ou valor dos ativos financeiros).

Stephen G. Sapp (2008) sugere que os administradores externos à empresa recebem uma remuneração inferior, comparativamente com os administradores internos e, que os administradores de empresas com maiores problemas de agência recebem compensações maiores.

2.2. Determinantes da remuneração dos executivos

A crise financeira de 2008 veio evidenciar uma crescente insuficiência do tratamento e regulação no que concerne às remunerações, relembrando escândalos como a Enron ou a Walt Disney Co., que apresentaram pagamentos de remunerações ou outras contrapartidas totalmente desproporcionais face à realidade.

Estes escândalos empresariais acabaram por levar à criação de normas e reformas estruturais, que visam alinhar os pacotes remuneratórios aos interesses societários.

Neste sentido, podemos afirmar que são vários os fatores que influenciam a remuneração e o desempenho de uma empresa. No entanto, uma vez que não é possível fazer uma análise detalhada sobre cada um dos principais fatores, foram selecionados alguns para a realização do estudo, nomeadamente a performance, dimensão e oportunidades de crescimento da empresa e a estrutura e dimensão do conselho de administração.

2.2.1. Performance da Empresa

Os investigadores geralmente assumem a remuneração como uma recompensa pela performance de uma empresa e consideram esse desempenho como um incentivo *ex-ante* na remuneração de executivos bem-sucedidos. (Gupta & Wowak, 2016). Esses estudos defendem uma relação positiva entre remuneração e a performance da empresa.

Um dos pontos críticos de analisar na relação entre a performance da empresa e a remuneração dos administradores executivos é a seleção de uma variável de desempenho, uma vez que, nos estudos prévios, não há consenso sobre uma medida adequada das variáveis de desempenho financeiro. (Wijeweera et al., 2021).

Um dos fatores que pode influenciar a remuneração recebida pelos administradores executivos é a capitalização de mercado (*market capitalization*), referindo-se ao valor de mercado total das ações em circulação de uma empresa.

Comumente conhecido como "valor de mercado", é calculado multiplicando-se o número total de ações em circulação de uma empresa pelo preço de mercado atual de uma ação. Com base nisso, os investidores consideram este indicador muito importante no momento de tomar uma decisão (Hariyanto, 2021).

Desta forma, utilizaremos a variável *market capitalization* como uma *proxy* para descobrir se performance da empresa no mercado influencia a remuneração dos seus administradores executivos.

Existem estudos anteriores que utilizam esta relação, nomeadamente, Grove, Hugh et al. (2013) concluíram que existe uma correlação positiva entre ambas as variáveis.

Por outro lado, é também utilizada uma medida de desempenho baseada na contabilidade (Core et al., 1999), medida como a rentabilidade dos ativos e definida como lucros líquidos divididos pelo valor contabilístico dos ativos (ROA).

I. Sridhar e S. Singh (2021) inferem que existe uma clara desconexão entre remuneração de executivos e a performance das empresas. O seu estudo demonstra que a remuneração executiva, de entre as variáveis utilizadas pelos autores (EBIT, ROI e ROA), apenas apresenta uma relação significativa com o ROA.

Apesar de a maioria da literatura demonstrar que existe uma relação positiva entre a performance da empresa e a remuneração executiva (Buigut et al., 2015; Khanna, 2016; Mardiyati et al., 2013), Suherman, Buchdadi et al (2022) encontraram, no seu estudo, uma

relação negativa entre a variável ROA e a remuneração executiva. Este resultado indicia que não se verifica um aumento da remuneração pelo desempenho do administrador.

H1. Quanto melhor a performance da empresa maior a remuneração dos administradores executivos.

2.2.2. Dimensão da Empresa

Um dos fatores que é frequentemente tido em consideração, neste tipo de análises, é a dimensão da empresa.

Siegel Choudhury (2012) afirma que o controlo da dimensão da empresa é importante, uma vez que empresas maiores têm remunerações maiores

Num estudo realizado em empresas do Reino Unido, Gregg et al. (2012) comprovam a existência de uma relação positiva entre remuneração executiva e dimensão das empresas.

De acordo com Frydman (2009), o produto marginal do esforço dos executivos é superior em empresas com maior dimensão, porque os administradores executivos têm de lidar com diversos níveis hierárquicos, o que pode levar a uma associação entre a capacidade dos gestores e o tamanho das empresas. Daqui decorre a existência de uma potencial explicação para a relação positiva entre dimensão da empresa e remuneração. Contudo, como alerta Frydman no mesmo estudo, a existência de uma correlação entre o nível de remuneração dos administradores executivos e o tamanho médio de uma empresa não tem implícita uma relação causal.

O estudo de Nascimento (2009) evidencia uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1% entre dimensão da empresa (medida pelo logaritmo natural do ativo total líquido) e a remuneração total. Este estudo demonstra também que, a sensibilidade da remuneração à dimensão é maior, no caso da tipologia de remuneração variável. No caso da utilização do volume de vendas como *proxy* alternativa, verifica-se uma redução do R2 ajustado, mas os “*resultados mantêm-se no essencial: a remuneração dos membros do conselho de administração aumenta com a dimensão da empresa*”.

Similarmente, Beck et al. (2020) demonstraram que os valores das remunerações executivas estão positivamente correlacionados com a dimensão da empresa individualmente, assim como com a dimensão das empresas agregadas (flutuando, neste último caso, ao longo do tempo).

No entanto, Rasoava (2019) constatou que, estatisticamente, a dimensão da empresa não é um fator significativo para explicar as alterações na remuneração executiva, apesar de influenciar a estrutura da remuneração dos administradores executivos.

H2. Quanto maior a dimensão da empresa maior a remuneração dos administradores executivos.

2.2.3. Oportunidades de crescimento

Ao longo do tempo, vários são os estudos que têm como premissa a teoria da agência e que defendem que o pagamento da remuneração está vinculado às oportunidades de crescimento da empresa (Fernandes et al., 2013, Croci et al., 2012). Ambos os autores mostram que as empresas com oportunidades de crescimento maiores recompensam os seus administradores executivos com níveis de remuneração mais altos.

Smith Jr e Watts (1992) hipotetizam que se “o produto marginal dos decisores dos investimentos é superior ao produto marginal de quem supervisiona” e se “o número de bons decisores é inferior ao número de bons supervisores” logo quanto “maior for a proporção do valor da empresa representada por oportunidades de crescimento, maior será a remuneração”. As conclusões de Smith Jr e Watts (1992) validaram as suas hipóteses. Outros estudos também comprovaram existir uma relação positiva entre remuneração e as oportunidades de crescimento (Marimuthu et al., 2019; Conyon e He, 2011; Méndez et al., 2011).

Face ao acima exposto, este estudo inclui as oportunidades de crescimento como variável de controlo. Martin J. Conyn, Lerong He (2011), anteriormente, utilizam a variável *Price book ratio*, definida como “valor de mercado da empresa dividido pelo valor contabilístico dos ativos” para estudar a relação das oportunidades de crescimento com a remuneração dos administradores.

H3. Quanto maiores as oportunidades de crescimento de uma empresa, mais elevados são os salários dos administradores executivos.

2.2.4. Estrutura e dimensão do Conselho de Administração

Com base na Teoria de agência, a separação das funções de presidente do conselho e de administrador aumenta a independência do conselho de Administração da gestão (Michelon e Parbonetti, 2012).

Uma possibilidade frequentemente apontada para garantir um maior controlo e monitorização da atividade dos administradores executivos, é a existência de um modelo de conselho de administração dualista.

No modelo monista ou unitário (*one-tier*), típico de países anglo-saxónicos, a assembleia geral elege o conselho de administração composto por administradores executivos e não executivos (Jungmann 2006; Pellegrini e Sironi 2016).

Contrariamente ao modelo dualista, não existe uma separação rígida das funções de controlo e de gestão (Jungmann 2006). No entanto, o facto de não existir essa separação, faz com que os administradores não executivos estejam envolvidos no processo de decisão, as reuniões sejam mais frequentes e o conhecimento dos administradores não executivos promova a adoção de decisões mais informadas (Jungmann 2006).

Por outro lado, o modelo dualista (*two-tier*), tipicamente adotado por grandes empresas alemãs e austríacas, é constituído por um conselho de supervisão que controla e monitoriza o conselho de administração executivo (Tirole 2001; Rose 2005; Chizema e Buck 2006; Chizema 2010).

Segundo Jungmann (2006), algumas das vantagens apontadas ao modelo dualista face ao modelo unitário são a separação estrita das funções de controlo e de gestão e a independência resultante. Indicando o exemplo do modelo dualista alemão, Main et al. (1995) referem que é provável que os administradores auferam um salário inferior neste país porque não têm capacidade de exercer influência social sobre os membros do conselho de supervisão. Ao nível das desvantagens, Jungmann (2006) apontam que o facto das funções de supervisão e gestão estarem separadas, pode levar a que a atividade dos constituintes do conselho de supervisão seja sempre reativa e não ativa, pelo que o seu papel de influência pode estar limitado.

Ao nível europeu, destaque ainda para os países ibéricos, que optam por ambos os sistemas (Jungmann 2006). Já a Dinamarca estabeleceu, em 1973, um modelo híbrido (*semi-two-tier* ou *mixed*), em que os administradores executivos podem ocupar metade dos lugares no conselho de supervisão (Rose 2005).

H4: Empresas que não tenham uma separação das funções de supervisão e gestão terão remunerações executivas mais elevadas.

Regista-se, ainda, a influência da composição e dimensão do conselho de administração no desempenho da empresa: Baysinger e Butler (1985) admitem que “*o movimento de reforma do governo societário está correto em sugerir que a proporção de administradores independentes nos conselhos de administração das maiores empresas é uma variável de desempenho potencialmente importante*”. Em termos de evidência, os autores identificaram que empresas com maior proporção de administradores independentes, no início da década, alcançaram um melhor desempenho no final da mesma. No entanto, Hermalin e Weisbach (1991) levantam dúvidas por não terem sido controladas variáveis não observáveis passíveis de distorcer esta análise.

H5: Quanto maior a composição do conselho de administração maior a remuneração executiva.

3. Metodologia

Na presente secção procede-se à definição da amostra e das variáveis utilizadas para testar as hipóteses indicadas anteriormente. Numa primeira fase será descrito o processo de constituição e recolha da amostra, assim como uma breve análise da mesma. Posteriormente, será apresentado o modelo econométrico utilizado.

3.1. Amostra

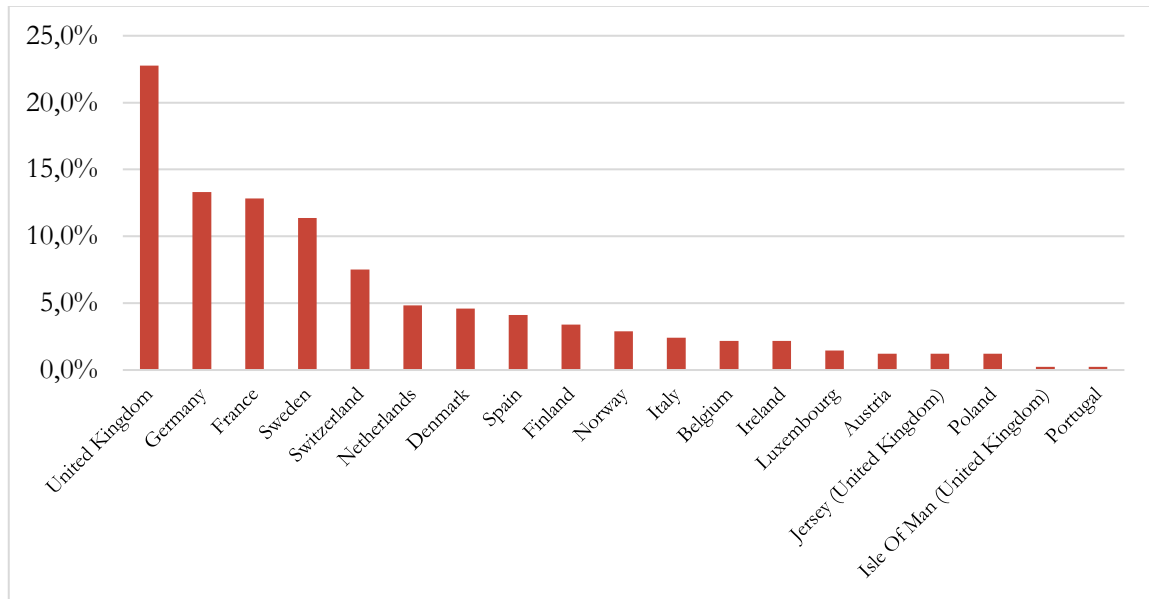
Este estudo utiliza dados referentes aos anos de 2017 a 2019 de empresas europeias que se encontram, atualmente, ativas. Foram combinados dois conjuntos de dados separados.

Numa fase inicial, e dada a sua maior escassez, foram obtidos os dados disponíveis relativos às remunerações dos executivos de empresas europeias, através da base de dados *Datastream*. Cumpre salientar que, a amostra inclui informação de empresas do setor financeiro e, no total, foi obtida informação para 610 empresas.

No que concerne aos dados contabilístico-financeiros, estes foram retirados da base de dados *Orbis*, sendo que esta base de dados comportava 598 das 610 empresas requeridas. No entanto, uma vez que foi requerido que as empresas tivessem os dados referentes ao valor da empresa, ao número e custo dos funcionários, ao resultado do período, ao ROE, à dívida, às vendas e ao ROA conhecidos para os anos 2017, 2018, 2019, a amostra final resultou num total de 413 empresas e 1490 observações.

O gráfico exposto abaixo, apresenta a distribuição das empresas que compõem esta amostra pelo país onde se encontram sediadas:

Gráfico 1: Caracterização da amostra empresarial por país

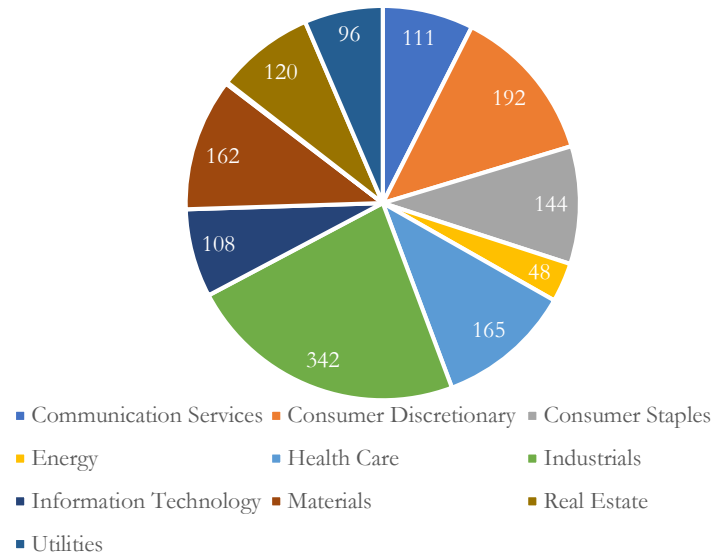


A maioria das empresas (aproximadamente, 23% da amostra) estão localizadas no Reino Unido, ou seja, aproximadamente um quarto da amostra é constituída por empresas britânicas.

Apenas 0,2% da amostra é constituída por empresas portuguesas. Isto, pode dever-se ao facto das empresas portuguesas ainda não terem o hábito de tornar público tanto as políticas de *Corporate Governance*, assim como o salário dos seus administradores.

No que concerne aos setores em que a amostra se insere, como demonstra o gráfico infra, cerca de 23% da amostra representa empresas do setor industrial. O setor com menos presença na amostra é o setor da energia (3,2%).

Gráfico 2: Caracterização da amostra empresarial por setor



3.2. Variáveis

A variável dependente utilizada no modelo é $\ln(execcomp)_{it}$, ou seja, o logaritmo da remuneração executiva em termos monetários da empresa i , no momento t . Optou-se por logaritmizar a variável dependente para reduzir a sua dispersão (Paiva, 2018).

A principal medida de interesse é o desempenho das empresas, que é analisado de duas maneiras:

- Primeiro, utilizando uma medida de mercado, caracterizada pela variável capitalização do mercado (Mktcap); e,
- Em segundo lugar, utilizando uma medida de desempenho baseada na contabilidade medida pela rentabilidade dos ativos, que são definidos pela divisão entre o lucro líquido e o valor contabilístico dos ativos (ROA).

Ademais, é utilizado um conjunto de variáveis, definido como a variável X , que representa um conjunto de variáveis de controlo. Nomeadamente, a dimensão da empresa é medida pelo logaritmo dos ativos totais da empresa (tassets);

As oportunidades de crescimento são definidas como o valor de mercado da empresa dividida pelo valor contabilístico dos ativos (Pricebookratio) (Smith e Watts, 1992).

Também foram utilizadas variáveis para controlar a estrutura da propriedade, através variáveis de *Corporate Governance* como: o número de indivíduos no quadro da empresa (Boardsize) (Yermack, 1996) e a estrutura de liderança da empresa, que é um conjunto de

variáveis igual a um, se os cargos de administrador e presidente forem combinados, e zero caso contrário (Structure) (Brickley et al., 1997).

A variável que se refere à estrutura de liderança em termos de *Corporate Governance* é classificada como uma variável *Dummy*, quer isto dizer que, é efetuada uma análise aos 3 possíveis esquemas de liderança. Esta variável é definida pelos seguintes parâmetros:

$$\text{Estrutura de } Corporate Governance \left\{ \begin{array}{l} 1 \text{ se } one-tired \\ 0 \text{ se } two-tired \text{ ou } mixed \end{array} \right.$$

A seguir, a Tabela 1 apresenta a relação das variáveis acima descritas, a sua fonte e o sinal previsto dos seus coeficientes:

Tabela 1: Definição, fonte e sinal previsto das variáveis

| Variável | Database | Sinal Previsto |
|-----------------------|------------|----------------|
| Ln(execcomp) | Datastream | |
| Mktcap | Orbis | + |
| ROA | Orbis | +/- |
| Tassests | Orbis | + |
| Pricebookratio | Orbis | + |
| Boardsize | Datastream | + |
| Structure | Datastream | - |

3.3. Modelos

O modelo utilizado neste projeto foi baseado no modelo utilizado por Martin J. Conyn, Lerong He (2011), que controla a dimensão da empresa, a estrutura de propriedade e as políticas de *Corporate Governance*, sendo o seguinte:

$$\ln(execcomp)_{it} = \alpha_i + \beta_1(mktcap)_{i,t} + \beta_2(ROA)_{i,t} + \beta_3(X)_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

Uma vez que a variável (*X*) se refere a um conjunto de variáveis de controlo, serão utilizados diferentes indicadores para a realização desta análise, nomeadamente, no que diz respeito à relação entre a remuneração dos administradores e a performance da empresa, o

tamanho da empresa, as oportunidades de crescimento, a dimensão e a estrutura adotada pela empresa para o seu conselho de administração.

Utilizando as variáveis descritas acima ficamos com a seguinte equação em estudo:

$$\begin{aligned} \ln(\text{execcomp})_{it} &= \alpha_i + \beta_1(\text{mktcap})_{i,t} + \beta_2(\text{ROA})_{i,t} + \beta_3 \log(\text{tassets})_{i,t} \\ &+ \beta_4(\text{pricebookratio})_{i,t} + \beta_5(\text{boarsize})_{i,t} \\ &+ \beta_6(\text{board_structure_type})_{i,t} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

4. Resultados

Neste capítulo, serão expostos, interpretados e discutidos os resultados provenientes da aplicação da metodologia anteriormente descrita. Para além dos resultados propriamente ditos, também se fará a ligação com os resultados obtidos por outros estudos, já mencionados aquando da revisão de literatura.

4.1. Resultados descritivos

Com a ajuda do programa de análise estatística *Eviews* foi realizada uma análise exploratória, denominada regressão linear múltipla por *Ordinary Least Squares* (OLS), que permite avaliar qual o contributo das variáveis independentes, separadamente, sobre a variável dependente do estudo.

Neste ponto irão ser apresentados os resultados obtidos através da extração de dados, no sentido de averiguar quais as variáveis que apresentam maior correlação entre si.

A tabela 2, exibida infra, apresenta as estatísticas descritivas sobre a compensação executiva das empresas da amostra por ano (Painel A) e por setor (Painel B).

Tabela 2: Descrição estatística – Compensação executiva

| Painel A | | | | | | | | |
|------------------------|----------|--------------|---------------------------|---------------|-----------------------|----------------|-----------------------|---------------|
| Ano | N | Média | Desvio- padrão | Mínimo | 1º Quartil | Mediana | 3º Quartil | Máximo |
| 2017 | 432 | 61,932 | 964,047 | 0,017 | 2,805 | 6,029 | 13,373 | 20.004,21 |
| 2018 | 461 | 10,217 | 11,946 | 0,047 | 2,802 | 6,476 | 13,073 | 112,500 |
| 2019 | 459 | 16,665 | 78,191 | 0,027 | 3,626 | 8,088 | 15,356 | 1615,635 |
| Total | 1352 | 28,931 | 546,933 | 0,017 | 3,037 | 6,847 | 13,765 | 2000,21 |
| Painel B | | | | | | | | |
| Indústria | N | Média | Desvio- padrão | Mínimo | 1º Quartil | Mediana | 3º Quartil | Máximo |
| Communication Services | 105 | 9,977 | 10,670 | 0,027 | 4,426 | 7,335 | 11,58 | 74,600 |
| Consumer Discretionary | 170 | 23,439 | 104,753 | 0,079 | 2,903 | 7,424 | 20,30 | 1.342,952 |
| Consumer Staples | 134 | 17,838 | 35,957 | 0,017 | 5,180 | 9,002 | 20,37 | 377,878 |
| Energy | 44 | 14,495 | 13,484 | 2,046 | 3,938 | 10,624 | 17,64 | 65,678 |
| Health Care | 159 | 22,474 | 127,849 | 0,076 | 3,239 | 7,155 | 21,63 | 1.615,635 |
| Industrials | 307 | 10,194 | 15,567 | 0,043 | 3,008 | 6,306 | 13,12 | 191,494 |
| Information Technology | 93 | 11,519 | 13,596 | 0,051 | 2,917 | 6,653 | 19,98 | 83,039 |
| Materials | 158 | 11,964 | 13,184 | 0,104 | 3,798 | 7,513 | 14,89 | 82,876 |
| Real Estate | 104 | 5,923 | 9,833 | 0,044 | 1,475 | 2,899 | 7,59 | 69,081 |
| Utilities | 78 | 266,329 | 2.263,970 | 0,039 | 2,880 | 6,135 | 11,20 | 2.0004,21 |
| Total | 1352 | 28,930 | 546,933 | 0,017 | 3,037 | 6,847 | 13,76 | 2.0004,21 |

O painel A mostra que, no ano de 2017 foi auferida a compensação executiva média mais elevado dos 3 anos em análise de, aproximadamente, 61,932 milhões de euros. Este foi o ano em que houve maior dispersão salarial, observando-se um mínimo de 0,017 milhões de euros e um máximo de 20.004,21 milhões de euros.

O ano de 2018 foi o ano em que a compensação executiva média foi mais baixa, não ultrapassando o valor de, aproximadamente, 10,217 milhões de euros. Foi também o ano em que a dispersão salarial foi menor.

Por fim, o ano de 2019 caracterizou-se por uma compensação executiva média de 16,665 milhões de euros, com uma mediana de 8,088 milhões de euros e uma dispersão salarial de 78,191 milhões de euros.

Da análise acima salientar que apesar de haver uma grande disparidade entre as médias salariais ao longo dos anos, as medianas apresentam valores relativamente próximos de 6,029 milhões de euros, 6,476 milhões de euros e 8,088 milhões de euros nos anos 2017, 2018 e 2019, respetivamente.

Em síntese, nos 3 anos em análise, uma empresa gastou em média, aproximadamente, 28,931 milhões de euros em compensação executiva, sendo a mediana da amostra 6,847 milhões de euros. Esta discrepância entre a média e a mediana mostra, também, a dispersão da amostra que, em valores numéricos é de, aproximadamente, 546,933 milhões de euros, e que é devida à existência de valores muito elevados para algumas das maiores empresas.

O painel B mostra a distribuição das compensações executivas entre os grandes grupos industriais. A maior parte das empresas da amostra são do setor industrial (aproximadamente, 22,7%), sendo que a compensação executiva neste setor é, em média, de aproximadamente, 10,194 milhões de euros.

Na indústria das *Utilities* é onde o administrador executivo auferir uma maior compensação média de, aproximadamente, 266,329 milhões de euros. O valor médio salarial é bastante distinto do valor da mediana (que é de, aproximadamente, 6,135 milhões de euros), confirmado pela grande dispersão existente nesta indústria, que é de, aproximadamente, 2.263,970 milhões de euros.

Pelo contrário, o valor mais baixo da compensação executiva média é na atividade imobiliária, assim como a mediana (de aproximadamente 5,923 milhões de euros *versus* 2,899 milhões de euros)

No que concerne especificamente às variáveis independentes utilizadas em estudo, é apresentada abaixo a sua análise descritiva.

Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis independentes

| | Média | Mediana | Mínimo | Máximo | Desvio Padrão |
|----------------|--------------|----------------|---------------|---------------|----------------------|
| MKTCAP | 11.598,19 | 7.509,105 | 1.647,838 | 71.887,80 | 11.476,66 |
| ROA | 6,293 | 5,676 | -11,923 | 27.601 | 5,298 |
| TASSETS | 17.756,88 | 8.787,700 | 758,119 | 171.426,0 | 28.402,81 |
| PRICEBOOKRATIO | 1,955 | 2,109 | -21,924 | 10,293 | 3,771 |
| BOARDSIZE | 10,667 | 11,000 | 5,000 | 19.000 | 2,556 |
| STRUCTURE | 0,299 | 1,000 | 0,000 | 1,000 | 0,460 |

Analisando as medidas de Performance da empresa, verifica-se que a variável Mktcap apresenta uma grande dispersão (11.476,66 milhões de euros), o que evidencia a amplitude confirmada pelos valores mínimos e máximos. Em média uma empresa da amostra tem um Market Capitalization de 11.598,19 milhões de euros e a mediana está em 7.509,105 milhões de euros. A variável ROA tem valor mínimo negativo e valor máximo positivo (-11,923 *versus* 27.601). Apesar disso apresenta uma dispersão relativamente baixa de 5,298, que nos mostra que os valores estão condensados próximos da média, que por sua vez apresenta um valor próximo da mediana.

No que respeita à dimensão da empresa, mensurada pelo logaritmo total dos ativos, é possível verificar uma grande discrepância entre o valor mínimo e o valor máximo, sendo esta a variável que apresenta maior dispersão, de 28.402,81 milhões de euros. Em média as empresas da amostra apresentam um total de ativos de 17.756,88 milhões de euros, sendo a mediana de 8.787,70 milhões de euros.

A variável que visa medir as oportunidades de crescimento da empresa – Pricebookratio – mostra que, na generalidade, as empresas estão subvalorizadas em mercado, dado que tanto a média como a mediana apresentam um valor inferior a 3. No entanto, verificamos que o valor mínimo é de -21,924 e o valor máximo de 10,293, sendo que a amostra apresenta uma dispersão de 3,771.

Por fim, tendo em conta as variáveis referentes à estrutura e dimensão do conselho de administração conclui-se que o número de elementos nos quadros das empresas varia entre 5 e 19, sendo que, em média, o conselho de administração é composto por 10 elementos. Por último, realçar que a variável Structure é um variável *dummy* e, por isso, o seu valor varia apenas entre 0 e 1, sendo a média de 0,299. Dado que esta variável apresenta uma baixa dispersão, conclui-se que a maioria das empresas da amostra não apresentam uma separação entre as funções de supervisão e de gestão.

De seguida, é apresentada a matriz de correlações das variáveis do modelo, com o objetivo de expressar qual a correlação existente entre a variável dependente do estudo e as variáveis independentes e, de igual forma, a correlação existente entre as variáveis independentes. Os valores deste teste podem variar entre -1 e 1.

Tabela 4: Matriz de correlações das variáveis do modelo

| | EXECCO MP | MKTCAP | ROA | TASSETS | PRICEBO OKRATIO | BOARDSIZ E | STRUCTUR E |
|--------------------|---------------|--------------|--------------|---------|--------------------|---------------|---------------|
| EXECCOMP | 1 | | | | | | |
| MKTCAP | -0,005 | 1 | | | | | |
| ROA | -0,011 | -0,002 | 1 | | | | |
| TASSETS | -0,004 | 0,692 | -0,117 | 1 | | | |
| PRICEBOOK RATIO | -0,005 | -0,018 | 0,545 | -0,063 | 1 | | |
| BOARDSIZE | 0,032 | 0,301 | -0,139 | 0,415 | -0,091 | 1 | |
| STRUCTURE | -0,031 | 0,062 | 0,060 | 0,004 | 0,043 | 0,049 | 1 |

O output acima mostra que a única variável que apresenta uma correlação positiva com a variável correspondente ao valor da remuneração executiva (execcomp) é a dimensão do conselho de administração (Boardsize), ainda que seja uma correlação bem fraca (0,032), tal como esperado pela literatura.

Por outro lado, a variável Structure, tal como esperado, apresenta uma correlação negativa face à compensação executiva (execcomp). Isto mostra que empresas que utilizam uma estrutura de liderança sem separação das funções de supervisão e gestão, não auferem remunerações mais elevadas.

Foi identificada uma correlação negativa ente a remuneração executiva (execcomp) e a variável ROA (-0,011), o que mostra que esta análise apoia a conclusão de Suherman et al, demonstrada acima.

Existe uma correlação positiva entre o ROA e do valor do *Price Book Ratio* (0,545), ou seja, quanto mais oportunidades de crescimento a empresa tiver maior será o seu retorno nos ativos e vice-versa.

De destacar, também, a correlação positiva entre a dimensão da empresa e a variável Market Capitalization (0,692), que demonstra a forte ligação entre a dimensão da empresa e a sua valorização em mercado.

Em geral, os valores de correlação entre as variáveis explicativas do modelo são relativamente baixos, o que indica que provavelmente não haverá problemas de multicolinearidade com a amostra utilizada.

4.2. Análise dos modelos de regressão

Apresentam-se os modelos simples (seis) com as variáveis explicativas consideradas individualmente para se avaliar da sua capacidade explicativa isolada.

Posteriormente, procede-se à estimação e análise do modelo múltiplo em que as 6 variáveis concorrem simultaneamente para explicar a variação da variável remuneração dos administradores executivos (a variável dependente).

Tabela 5: Coeficientes dos modelos simples de regressão

| Variáveis | Coefficientes | Desvio padrão | t | P-value |
|---|---------------|---------------|--------------------|----------|
| A. Relação entre a remuneração executiva e a performance da Empresa (Mktcap) | | | | |
| $\ln(execcomp)_{it} = 1,585 + 0,00001(mktcap)_{i,t}$ | | | | |
| Constante | 1,584632 | 0,038157 | 41,52875 | 0,0000 |
| MKTCAP | 1,47E-05 | 1,11E-06 | 13,26125 | 0,0000 |
| R ² | 0,115937 | | F-statistic | 175,8607 |
| R ² Ajustado | 0,115278 | | Prob (F-statistic) | 0,000000 |
| S.E. of regression | 1,193347 | | | |
| B. Relação entre a remuneração executiva e a performance da Empresa (ROA) | | | | |
| $\ln(execcomp)_{it} = 1,585 - 0,005(ROA)_{i,t}$ | | | | |
| Constante | 1,880427 | 0,040045 | 46,95820 | 0,0000 |
| ROA | -0,005210 | 0,002786 | -1,870111 | 0,0617 |
| R ² | 0,002593 | | F-statistic | 3,497315 |
| R ² Ajustado | 0,001852 | | Prob (F-statistic) | 0,061685 |
| S.E. of regression | 1,271636 | | | |
| C. Relação entre a remuneração executiva e a dimensão da empresa | | | | |
| $\ln(execcomp)_{it} = -0,879 + 0,302\log(tassets)_{i,t}$ | | | | |
| Constante | -0,878539 | 0,205099 | -4,283488 | 0,0000 |
| Log(tassets) | 0,301975 | 0,022443 | 13,45537 | 0,0000 |
| R ² | 0,118328 | | F-statistic | 181,0470 |
| R ² Ajustado | 0,117674 | | Prob (F-statistic) | 0,000000 |
| S.E. of regression | 1,198423 | | | |
| D. Relação entre a remuneração executiva e as oportunidades de crescimento da empresa | | | | |
| $\ln(execcomp)_{it} = 1,849 - 0,0005(pricebookratio)_{i,t}$ | | | | |

| Variáveis | Coefficientes | Desvio padrão | t | P-value |
|-------------------------|---------------|---------------|--------------------|----------|
| Constante | 1,849178 | 0,036337 | 50,88933 | 0,0000 |
| Pricebookratio | -0,000454 | 0,001736 | -0,261411 | 0,7938 |
| R ² | 0,000053 | | F-statistic | 0,068336 |
| R ² Ajustado | -0,000727 | | Prob (F-statistic) | 0,793818 |
| S.E. of regression | 1,272293 | | | |

E. Relação entre a remuneração executiva e a dimensão do conselho de administração da empresa (Board Size)

$$\ln(execcomp)_{it} = 1,076 + 0,073(boarsize)_{i,t}$$

| | | | | |
|-------------------------|----------|----------|--------------------|----------|
| Constante | 1,076158 | 0,104102 | 10.33748 | 0,0000 |
| Boardsize | 0,072575 | 0,009301 | 7.802767 | 0,0000 |
| R ² | 0,043183 | | F-statistic | 60,88318 |
| R ² Ajustado | 0,042474 | | Prob (F-statistic) | 0,00000 |
| S.E. of regression | 1,247995 | | | |

F. Relação entre a remuneração executiva e a estrutura do conselho de administração da empresa (Structure)

$$\ln(execcomp)_{it} = 1,853 + 0,017(structure)_{i,t}$$

| | | | | |
|-------------------------|-----------|----------|--------------------|----------|
| Constante | 1,852975 | 0,053541 | 34,60853 | 0,0000 |
| Structure | 0,017094 | 0,070828 | 0,241351 | 0,8093 |
| R ² | 0,000044 | | F-statistic | 0,058250 |
| R ² Ajustado | -0,000717 | | Prob (F-statistic) | 0,809321 |
| S.E. of regression | 1,271528 | | | |

Fonte: Eviews

Quanto ao nível individual as variáveis, Market Capitalization, Dimensão da Empresa (Log(tassets)) e Board Size, são estatisticamente significativas (ao nível de significância de 5%). As restantes 3 variáveis – ROA, Structure, Price Book Ratio, não se revelam estatisticamente significativas, quando consideradas individualmente. ROA apresenta um coeficiente negativo, contrário ao esperado, assim como Structure apresenta um coeficiente positivo, contrário à literatura.

No modelo múltiplo consideram-se no início as 6 variáveis explicativas, e pretende-se confirmar qua as 3 variáveis que agora são significativas individualmente se mantenham no modelo estendido como significativas.

Através da análise da equação de regressão entre variáveis dependentes e independentes foi extraída e organizada a informação, da seguinte forma:

Tabela 6: Coeficientes do modelo múltiplo de regressão

| Variável | Coefficiente | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|--------------|-----------------------|-------------|----------|
| C | 0.125938 | 0.279882 | 0.449970 | 0.6528 |
| MKTCAP | 9.43E-06 | 1.44E-06 | 6.529085 | 0.0000 |
| ROA | -0.000722 | 0.003294 | -0.219266 | 0.8265 |
| LOG(TASSETS) | 0.152784 | 0.035599 | 4.291765 | 0.0000 |
| PRICEBOOKRATIO | 0.002423 | 0.001928 | 1.257063 | 0.2090 |
| BOARDSIZE | 0.015814 | 0.011276 | 1.402358 | 0.1611 |
| STRUCTURE | -0.001488 | 0.067814 | -0.021940 | 0.9825 |
| R-squared | 0.138437 | Mean dependent var | | 1.849241 |
| Adjusted R-squared | 0.134305 | S.D. dependent var | | 1.269900 |
| S.E. of regression | 1.181550 | Akaike info criterion | | 3.177080 |
| Sum squared resid | 1746.471 | Schwarz criterion | | 3.205666 |
| Log likelihood | -1991.383 | Hannan-Quinn criter. | | 3.187823 |
| F-statistic | 33.50200 | Durbin-Watson stat | | 1.062538 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | Total obs | | 1258 |

Fonte: Eviews

Posto isto, a equação de regressão do estudo, que prevê a influência que as variáveis têm na remuneração executiva é:

$$\begin{aligned}
 \ln(\text{execcomp})_{it} &= 0,126 + 0,000009(\text{mktcap})_{i,t} - 0,000722(\text{ROA})_{i,t} \\
 &+ 0,152784\log(\text{tassets})_{i,t} + 0,002423(\text{pricebookratio})_{i,t} \\
 &+ 0,015814(\text{boardsize})_{i,t} - 0,001488(\text{structure})_{i,t}
 \end{aligned}$$

As variáveis, Market Capitalization e Dimensão da Empresa ($\log(\text{tassets})$) são estatisticamente significativas (ao nível de significância de 5%). A variável Boardsize, no modelo múltiplo, deixa de ser estatisticamente significativa (ao nível de significância de 5%). As restantes 3 variáveis – ROA, Structure, Price Book Ratio, mantêm-se estatisticamente não significativas.

A relação entre a remuneração executiva e a capitalização do mercado é positiva, tanto no modelo individual como no modelo múltiplo. Ou seja, quanto maior for a capitalização do mercado de uma empresa, maior é a remuneração dos seus executivos.

Apesar de a relação entre a remuneração executiva e o *return on assets* ser negativa, esta variável não é significativa, contrariamente ao que se verificava nos modelos simples de regressão.

No que diz respeito à relação entre a remuneração executiva e o total de ativos a empresa, constata-se que quanto maior o valor total de ativos, maior a remuneração executiva (consistente com a análise do modelo simples).

No que se refere à relação entre a remuneração executiva e Price Book Ratio, constatamos que este interfere positivamente com o valor das remunerações, ao contrário do verificado no modelo simples. Ou seja, quanto maior o Price Book atio, maior o valor das remunerações auferidas, de acordo com a literatura.

Da mesma forma, no que se refere ao tamanho do quadro da empresa, é também perceptível que quanto maior o número de pessoas, maior a remuneração executiva.

Por fim, no que se refere à relação entre a remuneração executiva e a estrutura de liderança, esta é negativa. Assim, uma estrutura que não tenha uma separação das funções de supervisão e gestão irá levar a uma diminuição dos salários dos administradores executivos.

A tabela *infra* apresenta a comparação entre a literatura e os modelos anteriores:

Tabela 7: Sinal previsto e sinais obtidos das variáveis

| Variável | Sinal Previsto | Sinal modelo simples | Sinal modelo múltiplo |
|-----------------------|----------------|----------------------|-----------------------|
| Mktcap | + | +* | +* |
| ROA | +/- | - | - |
| Tassests | + | +* | +* |
| Pricebookratio | + | - | + |
| Boardsize | + | +* | + |
| Structure | - | + | - |

*Variável estiticamente significativa para um nível de significância de 5%.

Destacar ainda que o modelo delineado na pesquisa apenas explica aproximadamente 13,8% da remuneração executiva (R-square = 0,138437).

O modelo múltiplo, com as 6 variáveis explicativas, revela-se estatisticamente significativo, atendendo a que se rejeita que as 6 variáveis sejam simultaneamente irrelevantes (F = 33,502, *p-value*=0,0000).

A partir do modelo de regressão, podemos perspetivar os principais resultados para as hipóteses elaboradas no capítulo anterior. Estas permitem averiguar se, as variáveis dependentes em análise têm influência na remuneração executiva de cada uma das empresas.

Apenas as hipóteses H1 e H2 se mostraram verdadeiras e, por isso, serão as únicas que contemplarão uma explicação para o valor das remunerações executivas. As restantes, embora confirmem a literatura anterior e não sejam rejeitadas por esse motivo, como já explicado anteriormente, possuem um nível de significância que não se enquadra no intervalo de confiança de 90%, pelo que não serão tratadas como verdadeiras.

Tabela 8: Análise geral das hipóteses em estudo

| Hipótese | Estado |
|---|------------|
| H1. Quanto melhor a performance da empresa maior a remuneração dos administradores executivos. | Válida* |
| H2. Quanto maior a dimensão da empresa maior a remuneração dos administradores executivos. | Válida* |
| H3. Quanto maiores as oportunidades de crescimento de uma empresa, mais elevados são os salários dos administradores executivos. | Válida |
| H4. Empresas que não tenham uma separação das funções de supervisão e gestão terão remunerações executivas mais elevadas. | Não válida |
| H5. Quanto maior a composição do conselho de administração maior a remuneração executiva. | Válida |

*Variável estiticamente significativa para um nível de significância de 5%.

Os resultados são, em geral, consistentes com estudos internacionais e realçam a complexidade da remuneração executiva com os fatores que a influenciam.

5. Conclusão

A compensação dos executivos tem sido debatida há muito tempo por profissionais e acadêmicos. Esta dissertação realiza uma análise dos fatores que influenciam a remuneração executiva, no que concerne às empresas europeias.

Para tal, foram utilizadas variáveis que pretendem relacionar o nível das remunerações com a performance da empresa (Mktcap e ROA), a dimensão da empresa (Log(tassets)), as oportunidades de crescimento da empresa (Pricebookratio) e com as políticas de *Corporate Governance*.

Como variáveis relacionadas com o *Corporate Governance* foram utilizadas a variável Boardsize para medir a dimensão do conselho de administração e a variável Structure, para medir o impacto da estrutura de liderança adotada por cada empresa.

A pesquisa teve como ponto de partida, inicial, uma amostra de 610 empresas europeias ativas. No entanto, após a extração de dados contabilístico-financeiros, a amostra reduziu-se para 413 empresas e um total de 1490 observações, para o triénio de 2017 a 2019.

Após a elaboração das hipóteses de investigação para cada variável, tendo como apoio a revisão de literatura, foi realizada uma análise estatística considerando o modelo de regressão OLS.

Inicialmente, foi estudada a relação individual de cada variável independente com a variável dependente (remuneração dos executivos). Daí verificou-se que a capitalização de mercado, a dimensão da empresa e a dimensão do conselho de administração são estatisticamente significativas e apresentam uma influência positiva para a remuneração dos administradores executivos.

Por outro lado, as variáveis ROA, Price book ratio e Structure não são estatisticamente significativas. Ademais, a variável ROA e Price book ratio apresentam um impacto negativo na remuneração dos administradores executivos.

Foi, então, realizado o estudo do modelo múltiplo, que conta com a presença de todas (seis) variáveis.

Em primeiro lugar, concluiu-se que a remuneração executiva está positivamente relacionada com a performance da empresa. Este resultado é consistente com a teoria da agência.

Em segundo lugar, constatou-se que a dimensão da influência positivamente o valor das remunerações executivas. Ou seja administradores executivos de empresas maiores auferem um rendimento superior.

Em terceiro, verificou-se que as oportunidades de crescimento da empresa, embora não significante para o modelo, influenciam o valor das remunerações executivas. No estudo, analisou-se que quando maiores as oportunidades de crescimento da empresa, mais elevados seriam os valores das remunerações executivas.

Em quarto lugar e, ao contrário do esperado, o modelo demonstrou que os administradores executivos de empresas que utilizam uma estrutura de liderança sem separação das funções de supervisão e gestão, não auferem remunerações mais elevadas.

Por fim, demonstrou-se que quanto maior o conselho de administração da empresa, maior as remunerações auferidas pelos seus administradores executivos.

Cumprir referir que, os testes realizados para definir o desempenho a nível global demonstraram que este modelo é significativo e válido. Não obstante, devido à reduzida dimensão da amostra, muito forçada pela falta de divulgação pública do valor das remunerações executivas, os resultados podem demonstrar-se não ser fiáveis. Como foi notório das variáveis analisadas, poucas eram as que apresentavam significância no modelo.

Pode-se evidenciar que as únicas variáveis estatisticamente significativas são a capitalização de mercado e o logaritmo do total de ativos da empresa.

Esta dissertação procura, assim, ser um contributo importante para estudos futuros, uma vez que existem diversas análises sobre o tema de *Corporate Governance* mas, por sua vez, raras são as que utilizam as remunerações executivas como variável dependente.

De facto, o tema de *Corporate Governance* é um tema com cada vez mais interesse a nível mundial, que tem vindo a ganhar mais força dentro das organizações. Deve-se notar que políticas de *Corporate Governance* mais transparentes podem aumentar a sensibilidade salarial e de desempenho.

Um dos aspetos a considerar para uma futura investigação seria aplicar esta análise a empresas europeias e realizar uma comparação entre Portugal e a União Europeia. Infelizmente, devido à insuficiência de dados tal não foi possível. Por outro lado seria, também, interessante estudar a relação existente entre as políticas de *Corporate Governance* e os bónus auferidos pelos administradores executivos.

6. Bibliografia

- Abatino, B., & Dari-Mattiacci, G. (2020). Agency problems and organizational costs in slave-run businesses. *Roman Law and Economics: Institutions and Organizations*, 1, 23.
- Al'azhary, A. S., Suherman, S., & Buchdadi, A. D. (2022). Determinants of Executive Compensation. *Jambura Science of Management*, 4(1), 1-9.
- Aman, H., & Nguyen, P. (2012). The size and composition of corporate boards in Japan. *Asian Business & Management*, 11(4), 425-444.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124.
- Batista, C. D. B. (2011). As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal.
- Beck, D., Friedl, G., & Schäfer, P. (2020). Executive compensation in Germany. *Journal of Business Economics*, 90(5), 787-824.
- Boone, A. L., Fich, E. M., & Griffin, T. P. (2019). Shareholder litigation and the information environment. *Available at SSRN 3106086*.
- Buigut, K. K., Soi, N. C., & Koskei, I. J. (2015). Determinants of CEO compensation evidence from UK public limited companies. *International Journal of Business and Management*, 10(1), 223.
- Chizema, A., & Buck, T. (2006). Neo-institutional theory and institutional change: Towards empirical tests on the “Americanization” of German executive pay. *International Business Review*, 15(5), 488-504.
- Chizema, A. (2010). Early and late adoption of American-style executive pay in Germany: Governance and institutions. *Journal of World Business*, 45(1), 9-18.
- Coombes, P., & Watson, M. (2001). Corporate reform in the developing world. *The McKinsey Quarterly*, 89-89.
- Conyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175.
- Cordeiro, A. M. (2006). Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades. *Revista da Ordem dos Advogados*, 2, 446.
- Core, J., & Guay, W. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of accounting and economics*, 28(2), 151-184.

- Croci, E., Gonenc, H. and Ozkan, N. (2012), “*CEO Compensation, family control and institutional investors in continental Europe*”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36 No. 12, pp. 3318-3335.
- do Nascimento, R. S. P. (2009). A remuneração dos administradores e o desempenho da empresa: o caso português.
- de Villiers, C., & Dimes, R. (2021). Determinants, mechanisms and consequences of corporate governance reporting: a research framework. *Journal of Management and Governance*, 25(1), 7-26.
- Esperança, J. P. (2011). *Corporate Governance no espaço lusófono*. Leya.
- Fernandes, N., Ferreira, M.A., Matos, P. and Murphy, K.J. (2013), “*Are U.S. CEOs paid more? New international evidence.*”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 26 No. 2, pp. 323-367.
- Ferreira, R. (2015). *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*. Coimbra: Almedina.
- Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of financial economics*, 40(1), 163-181.
- Frydman, C. (2009). Learning from the past: Trends in executive compensation over the 20th century. *CESifo Economic Studies*, 55(3-4), 458-481.
- Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2012). Executive pay and performance: Did bankers' bonuses cause the crisis?. *International Review of Finance*, 12(1), 89-122.
- Grove, H., & Patelli, L. (2013). Lehman brothers and bear stearns: Risk assessment and corporate governance differences?. *Journal of Accounting and Economics*, 34(1).
- Gupta, A., & Wowak, A. J. (2016). The elephant (or donkey) in the boardroom: How board political ideology affects CEO pay. *Academy of Management Proceedings*, 2016(1), 12185
- Hariyanto, D. (2021). Effect of Trading Volume, Market Capitalization, Firm Size in explaining Return on Vultures. *Journal of Advanced Research in Economics and Administrative Sciences*, 2(2), 50-64.
- Harvey, K. D., & Shrieves, R. E. (2001). Executive compensation structure and corporate governance choices. *Journal of Financial Research*, 24(4), 495-512.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management*, 101-112.
- Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems—Evidence from the UK and Germany—.
- King, IV. (2016). Report on Corporate Governance for South Africa (2016). *The Institute of Directors*.

- Khanna, V. (2016). Determinants of CEO compensation. *International Journal of Management Excellence*, 6(2), 679-683.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Lai, A., Leoni, G., & Stacchezzini, R. (2019). Accounting and governance in diverse settings—an introduction. *Accounting History*, 24(3), 325–337.
- Main, B. G., O'REILLY, C. A., & Wade, J. (1995). The CEO, the board of directors and executive compensation: Economic and psychological perspectives. *Industrial and Corporate Change*, 4(2), 293-332.
- Mardiyati, U., Devi, M. S., & Suherman, S. (2013). PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN, CORPORATE GOVERNANCE, DAN SHAREHOLDER PAYOUT TERHADAP KOMPENSASI EKSEKUTIF Studi Kasus Pada Perusahaan Non Financial yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 4(2), 167-183.
- Marimuthu, F., & Kwenda, F. (2019). The relationship between executive remuneration and financial performance in South African State-owned entities. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-18.
- Martinho, R. L. (2013). O desenvolvimento do Corporate Governance em Portugal.
- Méndez, C. F., García, R. A., & Rodríguez, E. F. (2011). Corporate governance and executive pay in the Spanish market. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9(2), 55-68.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of management & governance*, 16(3), 477-509.
- Moreira, J. M., Gonçalves, H., & Oliveira, G. A. (2004). Corporate Governance em Portugal. In *XII Conferência Anual de Ética, Economia, Direção—Ética y Finanzas* (Vol. 3).
- Paiva, A. C. V., DE ANDRADE, F. C., do Carmo Mário, P., Lamounier, W. M., & Neto, J. E. B. *Remuneração dos Executivos versus Desempenho das Empresas do Setor Financeiro*.
- Pellegrini, C. B., Sergi, B. S., & Sironi, E. (2016). The effect of the adoption of an alternative corporate governance system on firms' performances: The case of Italian unlisted SMEs. *Journal of Management Development*.
- Rasoava, R. (2019). Executive compensation and firm performance: a non-linear relationship. *Problems and Perspectives in Management*, 17(2), 1.
- Rose, C. (2005). The composition of semi-two-tier corporate boards and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701.

- Sapp, S. G. (2008). The impact of corporate governance on executive compensation. *European Financial Management*, 14(4), 710-746.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J., & Monteiro, M. A. (2006). Livro branco sobre corporate governance em Portugal. *Instituto Português de Corporate Governance*.
- Smith, A. (1776). A Riqueza das Nações (4ª edição). *Volume I. Serviço de Educação. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian*.
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Sridhar, I., & Jasrotia, S. S. (2021). CEO compensation and corporate governance: Evidence from India. *The Journal of Developing Areas*, 55(1).
- Tirole, J. (2001). *Corporate Governance. Econometrica*, 1(35)
- Tricker, R. B., & Tricker, R. I. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices*. Oxford University Press, USA.