U.PORTO

MESTRADO
FINANÇAS E FISCALIDADE

Tendência da Remuneração dos CEO´s nas Empresas do Índice PSI

Francisca Oliveira Fernandes Sequeira Bastardo

M

2025

U.PORTO

FEP FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DO PORTO

Tendência da Remuneração dos CEO´s nas empresas do índice PSI

Francisca Oliveira Fernandes Sequeira Bastardo

Dissertação
Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por
Prof. Draª Elda Oliveira Marques

2025

Agradecimentos

Este momento representa o fim de mais uma etapa na minha vida, marcada por desafios e conquistas que me permitiram construir a pessoa que sou hoje. Contudo, tenho plena consciência de que nada disto teria sido possível sem o apoio e a motivação daqueles que me são mais próximos e a quem deixo os meus mais profundos agradecimentos.

À minha orientadora, Prof.ª Doutora Elda Marques, gostaria de expressar a minha sincera gratidão por toda a orientação, paciência e colaboração ao longo deste último ano. O seu acompanhamento foi fundamental para a concretização deste trabalho e contribuiu de forma decisiva para o meu crescimento académico e pessoal.

Aos meus colegas e amigos, agradeço o incentivo e o suporte emocional, sempre presentes nos momentos mais exigentes deste percurso.

À minha família deixo um agradecimento muito especial, em particular aos meus pais, pelo apoio incansável, pelo amor, pelos ensinamentos e pela confiança depositada em mim, mesmo quando eu próprio duvidava. Aos meus irmãos, agradeço igualmente o carinho, a compreensão e o estímulo constante.

Aproveito ainda para agradecer a todos aqueles que, de alguma forma, direta ou indireta, contribuíram para o meu percurso até aqui.

Resumo

A remuneração dos administradores executivos é um tema central em *corporate governance*, pela sua relevância no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Em Portugal, contudo, a investigação sobre esta matéria continua limitada. Esta dissertação analisa a evolução da remuneração dos administradores executivos das empresas do PSI-20 entre 2020 e 2024, com base na informação dos Relatórios e Contas.

Os resultados revelam um crescimento significativo da remuneração total e um aumento da componente variável, que passou de 37,6% para 48,7% do total. Apesar da predominância dos bónus anuais pagos em numerário, observa-se a crescente utilização de mecanismos plurianuais, diferidos no tempo e frequentemente pagos em numerário ou ações. Nenhuma empresa do PSI-20 utiliza stock options.

Conclui-se que as empresas portuguesas evoluem no sentido de maior conformidade com o Código de Governo das Sociedades, ainda que subsistam desafios, como a forte dependência da remuneração de curto prazo e a integração limitada de métricas ESG.

Palavras-chave: Remuneração executiva; Governo societário; PSI-20; Remuneração variável.

Abstract

Executive compensation is a central topic in corporate governance, due to its importance in aligning the interests of managers and shareholders. In Portugal, however, research on this subject remains limited. This dissertation analyzes the evolution of executive remuneration in PSI-20 companies between 2020 and 2024, based on data from Annual Reports.

The results show a significant increase in total remuneration and a growing weight of the variable component, which rose from 37.6% to 48.7% of total pay. While annual cash bonuses remain predominant, there is an increasing use of multi-year mechanisms, deferred over time and often paid in cash or shares. None of the PSI-20 companies currently uses stock options.

It is concluded that Portuguese companies are moving towards greater compliance with the Corporate Governance Code, although challenges persist, such as the strong dependence on short-term pay and the limited integration of ESG metrics.

Keywords: Executive compensation; Corporate governance; PSI-20; Variable remuneration.

Lista de Abreviaturas

AEM- Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

CEO´s- Chief Executive Officer

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSRD- Corporate Sustainability Reporting Directive

EBITDA- Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

ESG- Environmental, social and governance

IPCG- Instituto Português de Corporate Governance

OCDE- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

RF- Remuneração Fixa

RV- Remuneração Variável

RVCP- Remuneração Variável de Curto prazo

RVLP- Remuneração Variável de Longo Prazo

Índice

1. Introdução 1
2. Revisão de Literatura 3
2.1 Enquadramento do Governo das Sociedades 3
2.2 Definição de Governo das Sociedades 4
2.3 Corporate Governance em Portugal 5
2.4 Modelos de governo societário em Portugal 7
2.5 Teorias da Remuneração Executiva 9
2.5.1 Teoria da Agência 10
2.5.2 Teoria do Torneio 11
2.5.3 Teoria da Stewardship 11
2.5.4 Teoria Institucional 12
2.5.5 Teoria do Capital Humano 12
2.6 Componentes da Remuneração dos CEO´s 13
2.6.1 Remuneração Fixa (Salário base) 13
2.6.2 Remuneração Variável de Curto Prazo 14
2.6.3 Remuneração Variável de Longo Prazo 14
2.6.4 Benefícios Adicionais (Perks e Benefícios Indiretos) 15
2.6.5 Cláusulas de Rescisão e Compensações de Saída (Severance Packages) 15
2.7 Governança Corporativa e a Qualidade da Remuneração Variável 16
2.8 Fatores Determinantes da Remuneração dos CEO´s 18
2.8.1 Dimensão Organizacional: Tamanho, Desempenho e Estrutura de Propriedade 18
2.8.2 Características Individuais dos CEO´s 19
2.8.3 Fatores Institucionais, Regulatórios e Culturais 19
2.9 Evidência Empírica Internacional sobre a Remuneração dos CEO´s 20
2.9.1 A Escalada Salarial nas Economias Desenvolvidas 20
2.9.2 Modelos Europeus: Contenção, Regulação e Sustentabilidade 21
2.9.3 Mercados Emergentes e Desafios de Implementação 22
2.9.4 Convergência e Divergência nas Práticas Globais 22
2.10 Evidência Empírica no Contexto Português sobre a Remuneração dos CEO´s 23
2.10.1 Estrutura Acionista e Modelos de Governação como Fatores Distintivos 23
2.10.2 Evolução da Remuneração e Tendências Recentes 24
2.10.3 Resultados Empíricos e Implicações 25
3. Metodologia 26

3.1 Enquadramento Metodológico 26
3.2 Definição da Amostra 26
3.3 Processo de Recolha dos Dados 28
3.4 Variáveis e Indicadores 29
3.5 Tratamento e Análise dos Dados 30
3.6 Limitações Metodológicas 31
4. Análise e discussão de resultados 33
4.1 Análise Geral da Remuneração no PSI 33
4.2 Análise da Remuneração Variável 35
4.3 Estrutura da Remuneração Variável 36
4.4 Análise por setor de atividade 38
4.5 Conformidade com o código do Governo das sociedades 42
4.6 Discussão dos resultados 43
5 Conclusão 46
Referências 49

Índice de tabelas

Tabela 1- *Lista de empresas pertencentes à amostra final* 27
Tabela 2- *Estatísticas descritivas remuneração total* 33
Tabela 3- *Evolução da RV* 35
Tabela 4- *Remunerações por setor de atividade* 38

Índice de figuras

Gráfico 1- *Classificação das empresas da amostra por setor de atividade* 28
Gráfico 2- *Evolução da Remuneração Total* 34
Gráfico 3- *Proporção da RF e RV na remuneração total* 34
Gráfico 4- *Constituição da RV* 36
Gráfico 5- *Peso da RV* 37

1. Introdução

A remuneração dos administradores executivos é um dos temas mais debatidos na área da governação societária, não apenas pela sua relevância económica, mas também pelas implicações éticas e sociais que levanta. Desde a década de 1990, a literatura académica tem procurado compreender de que forma os pacotes remuneratórios podem alinhar os interesses de gestores e acionistas, mitigar problemas de agência e, simultaneamente, promover a criação de valor sustentável (Jensen & Murphy, 1990; Core, Guay & Larcker, 2003; Murphy, 2013). A crise financeira de 2008 e mais recentemente a pandemia da COVID-19 acentuaram a importância do tema, ao expor os riscos de estruturas remuneratórias excessivamente orientadas para resultados de curto prazo e ao colocar sob escrutínio público os níveis salariais dos executivos face ao desempenho económico das empresas e à sua responsabilidade social (Bebchuk & Fried, 2004; Edmans, Gabaix & Jenter, 2017).

Embora exista uma ampla literatura internacional sobre o tema, a realidade portuguesa tem sido pouco estudada de forma sistemática. A maioria dos trabalhos desenvolvidos foca-se em casos particulares ou em períodos temporais restritos, não permitindo traçar uma visão abrangente da evolução das políticas remuneratórias nacionais (Alves & Mendes, 2020). Tal escassez contrasta com a crescente atenção regulatória em Portugal, marcada pela atuação da CMVM e pelo papel do IPCG, que através do Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023) têm vindo a reforçar os princípios de proporcionalidade, transparência e alinhamento da remuneração com o desempenho de longo prazo.

O presente estudo procura responder a essa lacuna, analisando a evolução da remuneração dos administradores executivos das empresas que compõem o PSI-20, no período 2020–2024. Este intervalo temporal revela-se particularmente relevante: inclui os efeitos da pandemia da COVID-19, os impactos da recuperação económica subsequente e as alterações introduzidas nas práticas de governação, com reforço da atenção dada à remuneração variável e à sua ligação ao desempenho. O estudo centra-se não apenas nos níveis absolutos de remuneração, mas também na sua composição, distinguindo entre RF e RV, e no seio desta, entre remuneração de curto prazo e de longo prazo, aspetos fundamentais para compreender o alinhamento entre incentivos e criação de valor.

Os objetivos principais deste trabalho são, assim, caracterizar a evolução e a composição dos pacotes remuneratórios das empresas do PSI-20 no período em análise, identificar diferenças setoriais e empresariais, e avaliar em que medida as práticas adotadas estão em conformidade com as recomendações do Código de Governo das Sociedades. Paralelamente, procura-se discutir até que ponto a realidade portuguesa se aproxima ou diverge das tendências observadas em outros mercados europeus, contribuindo para o debate académico e prático sobre a governação societária.

A relevância académica desta dissertação resulta do contributo que oferece para a literatura nacional, ao fornecer uma análise longitudinal e comparativa sobre um tema onde os estudos são ainda escassos. Do ponto de vista prático, o estudo apresenta implicações para três públicos distintos: os reguladores, que podem avaliar a eficácia das recomendações em vigor; as empresas, que encontram aqui um referencial comparativo sobre as práticas do mercado; e os investidores, que podem utilizar a informação para avaliar riscos de agência e práticas de governação.

O trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: após esta introdução, o Capítulo 2 apresenta a revisão da literatura, contextualizando teoricamente os temas da remuneração executiva e da governação societária. O Capítulo 3 descreve a metodologia utilizada, incluindo a definição da amostra e o processo de recolha e tratamento dos dados. O Capítulo 4 analisa os resultados, abordando a evolução global, a estrutura da RV, as diferenças setoriais e a conformidade com o Código de Governo das Sociedades. Por fim, o Capítulo 5 apresenta as conclusões, destacando os principais resultados, os contributos académicos e práticos, as limitações do estudo e as sugestões para investigações futuras.

2. Revisão de Literatura

A presente dissertação aborda uma questão que tem ganho cada vez mais importância no âmbito da governação societária: a remuneração dos CEO´s. A definição da política remuneratória e a sua ligação ao desempenho empresarial constituem aspetos centrais no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, assumindo-se como um dos principais instrumentos de *corporate governance*. A compreensão das diferentes componentes da remuneração, dos seus determinantes e implicações é essencial para avaliar até que ponto estas práticas contribuem para a criação de valor sustentável e para a conformidade com as recomendações de governação.
Este capítulo tem como objetivo fornecer uma fundamentação teórica sólida para a análise posterior, através da revisão da literatura nacional e internacional sobre remuneração executiva.

2.1 Enquadramento do Governo das Sociedades

A crescente exigência da sociedade civil relativamente à transparência, responsabilidade e ética empresarial tem impulsionado o desenvolvimento do governo das sociedades, particularmente em resposta a escândalos financeiros e crises económicas que marcaram as últimas décadas. Casos como os da Enron, Lehman Brothers ou WorldCom revelaram falhas estruturais na supervisão e na definição de políticas remuneratórias, motivando reformas legais e regulatórias, como a Lei Sarbanes-Oxley (Brickey, 2003; Gonçalves, 2009).

A evolução do governo das sociedades tem, assim, sido frequentemente reativa, surgindo em contextos de crise com o objetivo de restaurar a confiança dos mercados e dos investidores. Ao promover o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, o governo societário visa assegurar a integridade da gestão, fomentar a concorrência e reforçar a confiança dos investidores e demais *stakeholders* na condução empresarial.

Segundo o IPCG (IPCG, 2023), o governo das sociedades deve promover o desempenho e o desenvolvimento sustentável das organizações, ponderando os interesses de todas as partes interessadas — acionistas, trabalhadores, clientes, fornecedores, credores e comunidade em geral — através da valorização da transparência, responsabilidade e ética na administração e fiscalização.

Portugal dispõe atualmente de um enquadramento normativo alinhado com as boas práticas internacionais, refletido na publicação e atualização do Código de Governo das Sociedades, cuja última revisão ocorreu em 2023. Este código estabelece um conjunto de princípios e recomendações destinadas a orientar as empresas cotadas na adoção de práticas de governação sólidas, com especial atenção à composição dos conselhos, à gestão de riscos, à prestação de contas e à sustentabilidade.

2.2 Definição de Governo das Sociedades

O conceito de governo das sociedades tem sido alvo de múltiplas definições, refletindo a diversidade de perspetivas teóricas e contextuais que o caracterizam. Em termos gerais, o governo societário refere-se ao conjunto de práticas, estruturas, processos e relações institucionais que regulam a forma como as empresas são dirigidas e controladas (Miah, Hossen & Noor, 2015).

Embora as definições variem na ênfase e abrangência, convergem na ideia de que o governo societário visa assegurar o alinhamento entre os interesses dos diversos *stakeholders* — acionistas, gestores, trabalhadores, credores e sociedade — promovendo a responsabilidade, transparência e eficácia organizacional. Para Conyon, Gregg e Machin (1995), o governo societário envolve os sistemas pelos quais as empresas são administradas, incluindo a fixação de remunerações por parte do conselho de administração. Já Adrian Cadbury (2000) propõe uma definição mais abrangente, destacando o equilíbrio entre objetivos económicos e sociais, e entre interesses individuais e coletivos, enquanto mecanismo que encoraja a eficiência e responsabiliza o uso dos recursos.

Autores como Shleifer e Vishny (1997) enfatizam o papel protetor do governo societário em relação aos investidores, garantindo o retorno sobre o capital investido. Em contraste, Aguilera e Jackson (2003) destacam a importância das dimensões sociopolíticas e culturais na configuração dos modelos de governação, salientando a existência de variações institucionais significativas entre diferentes países.

A OCDE (OCDE, 2023) define governo das sociedades como a estrutura de relações entre a administração, o conselho de administração, os acionistas e os demais *stakeholders*, a qual estabelece os objetivos da empresa e os meios para a sua realização e monitorização.

No contexto português, o IPCG descreve o governo societário como o conjunto de estruturas internas e externas de autoridade e fiscalização que asseguram o cumprimento eficaz e eficiente das finalidades económicas e das responsabilidades sociais das empresas (Silva et al., 2006).

Em síntese, apesar da diversidade conceptual, todas as abordagens apontam para a função essencial do governo societário enquanto mecanismo de controlo e supervisão, estruturado para equilibrar os interesses dos gestores e dos diversos intervenientes, promovendo simultaneamente o desempenho organizacional e a integridade institucional.

2.3 Corporate Governance em Portugal

O desenvolvimento do governo das sociedades em Portugal tem sido influenciado pela integração europeia, pela globalização dos mercados financeiros e pela adoção de padrões internacionais. As reformas regulatórias nacionais refletem um esforço contínuo para alinhar o país com as melhores práticas de governação, num contexto em que a estrutura de propriedade empresarial permanece marcada por uma elevada concentração acionista, frequentemente centrada em grupos familiares ou no Estado (La Porta et al., 1999; Alves & Mendes, 2004).

A adesão à União Europeia representou um ponto de viragem, ao promover a harmonização de normas e a introdução de diretivas que reforçam a proteção dos acionistas minoritários, a transparência e a supervisão. O Código das Sociedades Comerciais, em vigor desde 1987, contando já com significativas alterações posteriores, tem desempenhado um papel estruturante ao estabelecer princípios fundamentais de gestão e fiscalização empresarial. Este código tem sido regularmente atualizado, em conformidade com os princípios da OCDE e as diretivas europeias de *corporate governance*.

Paralelamente, a criação da CMVM, em 1991, veio reforçar a supervisão do mercado de capitais e a regulação das práticas de governação das empresas cotadas. Desde 1999, a CMVM tem promovido a adoção de códigos de boas práticas, com base numa lógica de "cumprir ou explicar" (*comply or explain*), incentivando a transparência voluntária das empresas quanto ao grau de cumprimento das recomendações.

O primeiro Código de Governo das Sociedades foi publicado pela CMVM em 1999, com o objetivo de estabelecer princípios orientadores para uma governação mais eficiente e transparente.

Entretanto, correspondendo ao apelo de empresas nacionais e de uma vasta comunidade de interessados nas matérias de corporate Governance, o IPCJ apresentou uma primeira versão do Código de Governo das Sociedades, publicado em 2012, e que foi alterado em 2014.

Os inconvenientes da subsistência de dois Códigos distintos – o da CMVM e o do IPCG –, sobretudo num mercado de capitais de reduzida dimensão como o português, conduziu a que surgisse o propósito de se encontrar um ponto de equilíbrio que permitisse evitar a duplicidade recomendatória que estava a gerar-se.

O IPCG, correspondendo à disponibilidade e ao espírito de cooperação que a CMVM logo revelou a este propósito, foi trabalhando — suportado por um diálogo muito profícuo com os Emitentes e, em particular, com a AEM — na preparação de um documento que se apresentasse como um sucessor dos dois Códigos então existentes, e que entrou em vigor em 2018, tendo sido revisto em 2023. A versão mais recente desse único código do IPCG, na redação de 2023, estrutura-se em torno de quatro pilares fundamentais:

- Estrutura de governo: recomenda a composição equilibrada e independente dos conselhos de administração, promovendo a diversidade e a separação de funções;
- Gestão de riscos e controlo interno: reforça a necessidade de mecanismos de supervisão eficazes face aos riscos financeiros e não financeiros;
- Transparência e prestação de contas: exige a divulgação clara das políticas de remuneração e da informação financeira;
- Sustentabilidade: introduz orientações sobre a integração de critérios ESG no modelo de negócio, alinhando-se com a Agenda 2030 das Nações Unidas.

Este conjunto de recomendações reflete uma abordagem flexível, que permite a adaptação às características específicas das empresas, promovendo simultaneamente padrões éticos, eficiência organizacional e responsabilidade social (IPCG, 2023; Dias et al., 2021).

2.4 Modelos de governo societário em Portugal

Até 2005, em Portugal, as sociedades anónimas apenas podiam adotar dois modelos de governo societário, sendo eles o modelo continental e o modelo dualista, de forma a garantir uma maior flexibilidade na escolha do modelo de governo societário e de ajustar a legislação portuguesa à Comissão Europeia. Em 2006, a CMVM propôs a introdução de mais um modelo, sendo ele o modelo anglo-saxónico, que veio a ser introduzido no CSC através do Decreto-lei nº 76- A/2006 de 29 de março, que alterou o CSC.

De acordo com Franco e Viçoso (2011, p.4) "[o] Código das Sociedades Comerciais prevê a existência de três modelos distintos de estruturação do governo societário, de entre os quais as sociedades cotadas e as sociedades de grande dimensão devem escolher um, sem que seja permitida a adoção de modelos que se furtem aos parâmetros legais. Assim, admite-se a existência de um modelo Monista(I), de um modelo de matriz Anglo-Saxónica (II) e de um modelo Dualista(III)".

(I) Modelo Monista

No modelo Monista, também denominado de Stakeholder Model, qualquer sujeito que influencia ou pode influenciar a empresa, desde os investidores aos clientes, é considerado uma parte interessada. Modelo constituído por uma Assembleia Geral, um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal ou Fiscal Único. No caso de ser um modelo monista reforçado, deve incluir um revisor oficial de contas que não seja membro do conselho fiscal (Ribeiro, 2014).

O contrato de sociedade por autorizar o Conselho de Administração a delegar num ou mais administradores (administradores-delegados) ou numa comissão executiva a gestão corrente da sociedade. Existindo uma comissão executiva, é designado o seu presidente, que corresponde, na nomenclatura anglo-saxónica, ao seu CEO.

Segundo Batista & Farinha (2009), "o conselho de administração é constituído por membros executivos e não executivos, enquanto os membros do conselho fiscal devem ser maioritariamente independentes".

Neste modelo, "compete ao conselho de administração gerir as atividades da sociedade, com boa diligência e no interesse da sociedade, tendo em conta o interesse dos sócios e trabalhadores" (Silva et al., 2006). Os autores referem ainda que este é o modelo mais utilizado pelas sociedades anónimas portuguesas.

Ribeiro (2014) refere que este modelo, em 2012, era seguido por 12 empresas do PSI20, como por exemplo: Altri, Millenium BCP, Galp Energia e a Sonae. Atualmente é adotado por Galp Energia, Semapa, Sonae SGPS, entre outras.

(II) Modelo Anglo-saxónico

Este modelo é composto por uma Assembleia Geral, um Conselho de Administração com uma Comissão de Auditoria integrada, e um Revisor Oficial de Contas. Este modelo inclui uma Comissão de Auditoria, nomeada em Assembleia Geral, em que os seus constituintes têm de ser, no mínimo, três administradores não-executivos (Ribeiro, 2014).

O contrato de sociedade por autorizar o Conselho de Administração a delegar num ou mais administradores (administradores-delegados) ou numa comissão executiva a gestão corrente da sociedade. Existindo uma comissão executiva, é designado o seu presidente, que corresponde, na nomenclatura anglo-saxónica, ao seu CEO.

No ano 2012, este modelo era adotado por 7 empresas do PSI20, como por exemplo: a Jerónimo Martins, a Portugal Telecom e a REN (Ribeiro, 2014). Atualmente é adotado por Jerónimo Martins.

(III) Modelo Dualista

O modelo dualista é composto por uma Assembleia Geral, por um Conselho Geral e de Supervisão, por um Conselho de Administração Executivo e por um Revisor Oficial de Contas. Um dos membros do Conselho de Administração Executivo é designado o seu presidente, que corresponde, na nomenclatura anglo-saxónica, ao seu CEO.

Enquanto o Conselho Geral e de Supervisão é eleito por membros da Assembleia Geral, o Conselho de Administração Executivo é designado pelo Conselho Geral e de Supervisão

(Ribeiro, 2014), salvo se os estatutos determinarem que sejam designados pela Assembleia Geral.

Batista & Farinha (2009) dizem que "neste modelo prevalece a separação da gestão dos detentores do capital, devido ao facto de os administradores (conselho executivo) não serem diretamente nomeados pela assembleia geral".

Segundo os autores, "os acionistas têm os seus poderes mais limitados na tomada de decisão, sendo chamados com mais regularidade para alteração de estatutos e para nomear/destituir membros do conselho geral e de supervisão".

No ano de 2012, este modelo era adotado por 1 única empresa do PSI20: a EDP (Ribeiro, 2014). E atualmente assim se mantém.

Dada a crescente relevância do Governo das Sociedades como instrumento para garantir a responsabilização, a transparência e o alinhamento de interesses entre os diversos *stakeholders*, a definição e estruturação da remuneração dos órgãos de administração, em particular dos CEO´s, assumem um papel central neste enquadramento. De facto, um dos aspetos mais sensíveis e observados no âmbito das boas práticas de governação prende-se com a forma como os incentivos são desenhados e atribuídos aos gestores de topo. É neste contexto que surgem diversas teorias que procuram justificar, criticar ou aperfeiçoar os mecanismos de compensação dos executivos, procurando assegurar uma gestão orientada para a criação de valor sustentável. Assim, a seguir apresentam-se as principais abordagens teóricas que fundamentam a análise da remuneração executiva, contextualizando-a no seio dos sistemas de governance.

2.5 Teorias da Remuneração Executiva

A definição e estruturação da remuneração dos CEO´s encontra respaldo num conjunto diversificado de abordagens teóricas, oriundas da economia, da sociologia organizacional e das ciências do comportamento. Estas teorias procuram explicar os mecanismos através dos quais os gestores são incentivados a agir no interesse da organização e dos seus *stakeholders*, bem como os fatores que influenciam os modelos de compensação praticados.

Ainda que a Teoria da Agência continue a ser a mais influente neste domínio, outras perspetivas — como a Teoria do Torneio, a Teoria da *Stewardship*, a Teoria Institucional e a Teoria do Capital Humano — oferecem contributos relevantes para a compreensão da complexidade subjacente às práticas de remuneração executiva.

2.5.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência, formulada por Jensen e Meckling (1976), constitui o principal referencial na análise da remuneração dos executivos. Esta teoria parte da premissa de que existe uma separação entre propriedade e controlo nas sociedades anónimas, em que os acionistas (principais) delegam a gestão a executivos profissionais (agentes), cujos interesses podem divergir dos proprietários da empresa.

Essa divergência de interesses, agravada por assimetrias de informação, gera os denominados custos de agência, que incluem os custos de monitorização, os custos de garantias e as perdas resultantes de decisões subótimas. Para mitigar esses custos, a Teoria da Agência propõe a utilização de mecanismos contratuais que alinhem os interesses dos gestores com os dos acionistas, com destaque para a remuneração baseada no desempenho (Fama & Jensen, 1983; Core, Guay & Larcker, 2003).

Este modelo defende que a inclusão de componentes variáveis — como bónus, ações e opções — reduz os comportamentos oportunistas, ao tornar a remuneração dependente dos resultados obtidos. No entanto, estudos posteriores evidenciam limitações relevantes: a captura dos conselhos de administração por parte dos próprios gestores, a sobrevalorização dos incentivos monetários e a subestimação de motivações não pecuniárias (Bebchuk & Fried, 2004; Eisenhardt, 1989).

Apesar das diversas limitações, a Teoria da Agência continua a ser central na conceção dos sistemas de remuneração, particularmente em contextos de propriedade dispersa, como o mercado norte-americano. No caso português, embora a estrutura acionista seja, em regra, concentrada, os princípios desta teoria mantêm atualidade, dada a crescente pressão por alinhamento entre remuneração e desempenho e o reforço das exigências regulatórias (CMVM, 2021).

2.5.2 Teoria do Torneio

A Teoria do Torneio, proposta por Lazear e Rosen (1981), concebe a estrutura de remuneração como uma competição hierárquica, na qual a posição de CEO constitui o prémio final. Esta teoria sustenta que a perspetiva de alcançar uma remuneração significativamente superior motiva os gestores de níveis inferiores a maximizar o seu esforço, independentemente da sua compensação atual.

A lógica deste modelo assenta na comparação relativa entre pares, mitigando a necessidade de uma avaliação precisa do desempenho individual. No entanto, a Teoria do Torneio é frequentemente criticada por fomentar rivalidades internas, reduzir a cooperação e assumir erroneamente que todos os executivos ambicionam alcançar o topo hierárquico. Apesar dessas limitações, a teoria continua a ser útil na explicação da dispersão salarial entre diferentes níveis de gestão, especialmente em empresas com trajetórias de carreira internas bem definidas.

2.5.3 Teoria da Stewardship

A Teoria da *Stewardship*, desenvolvida por Davis, Schoorman e Donaldson (1997), apresenta uma visão contrastante à Teoria da Agência, assumindo que os gestores são, na generalidade, profissionais comprometidos com os interesses organizacionais. Segundo esta abordagem, os executivos agem como "*stewards*" — guardiões do bem comum —, motivados por fatores intrínsecos como a reputação, a realização pessoal e a lealdade à missão da empresa.

Neste contexto, a confiança, a autonomia e o apoio institucional substituem os contratos rígidos e os mecanismos de controlo como instrumentos de alinhamento. A remuneração executiva tende, assim, a ser mais estável e orientada para o longo prazo, assumindo-se como reconhecimento e não como incentivo.

Esta teoria é particularmente aplicável em empresas com relações estáveis entre gestores e acionistas, como é frequentemente o caso em Portugal. Ainda assim, é criticada por adotar uma visão idealizada do comportamento humano, desconsiderando cenários em que os gestores possam agir de forma oportunista. Por essa razão, esta teoria não substitui, mas complementa a Teoria da Agência, oferecendo uma abordagem menos conflituosa à governação corporativa.

2.5.4 Teoria Institucional

A Teoria Institucional, desenvolvida por DiMaggio e Powell (1983), propõe que as práticas organizacionais — incluindo a remuneração dos executivos — são moldadas pelo contexto institucional, mais do que por critérios de eficiência económica. A procura por legitimidade e aceitação social leva as organizações a adotarem práticas reconhecidas como apropriadas, mesmo que não sejam necessariamente as mais eficazes.

Este processo de isomorfismo institucional explica a convergência nas práticas de compensação entre empresas de um mesmo setor ou país, frequentemente motivada por pressões regulatórias, mimetismo competitivo ou influência de consultoras especializadas.

No contexto português, esta teoria é especialmente pertinente. A crescente influência de organismos reguladores como a CMVM, aliada à pressão social por maior transparência e contenção salarial, tem conduzido as empresas a adotar práticas remuneratórias inspiradas em modelos internacionais, mesmo em mercados com características institucionais distintas.

2.5.5 Teoria do Capital Humano

A Teoria do Capital Humano, introduzida por Becker (1964), sustenta que a remuneração dos indivíduos reflete o investimento realizado na sua formação, experiência e competências. No caso dos CEO´s, os níveis elevados de remuneração são justificados pela escassez de talento, pelo conhecimento técnico e estratégico, e pela capacidade de liderança, que contribuem diretamente para o valor da organização.

Esta teoria encontra particular aplicação na lógica de mercado, em que as empresas competem para atrair e reter executivos qualificados. No entanto, é criticada por desconsiderar fatores institucionais e políticos na definição da remuneração, bem como por legitimar desigualdades salariais sem atender à sua justiça ou impacto na coesão organizacional.

Estas abordagens teóricas fornecem um enquadramento analítico robusto para compreender os fundamentos da remuneração executiva. Contudo, a sua aplicação prática manifesta-se na composição específica dos pacotes remuneratórios, cujos elementos — fixos e variáveis, monetários e não monetários — são estruturados para refletir o desempenho, o risco, a

motivação e o alinhamento estratégico. A análise dessas componentes constitui o passo seguinte para uma compreensão aprofundada da prática remuneratória.

2.6 Componentes da Remuneração dos CEO´s

A remuneração dos CEO´s é composta por um conjunto de elementos contratuais que visam assegurar uma compensação adequada ao nível de responsabilidade assumido, ao risco associado ao cargo e à necessidade de alinhar os interesses dos gestores com os objetivos estratégicos da organização. Esses componentes podem ser classificados, de forma geral, em cinco categorias principais: RF, incentivos de curto e longo prazo, benefícios adicionais e cláusulas de rescisão.

2.6.1 Remuneração Fixa (Salário base)

A RF corresponde à parcela contratual previamente definida que o CEO aufere regularmente, independentemente do seu desempenho ou do desempenho da empresa. Esta componente é estipulada com base em critérios como o nível de responsabilidade, o perfil do executivo, a dimensão e complexidade da organização e as práticas salariais observadas em empresas comparáveis (Frydman & Jenter, 2010).

Ainda que esta componente não desempenhe um papel direto na motivação para o desempenho, constitui uma base necessária para atrair e reter talento, proporcionando estabilidade financeira. Em empresas de menor dimensão, ou com menor maturidade de governação, a RF tende a representar uma parcela substancial da compensação total (Murphy, 2013). Em Portugal, esta realidade é particularmente evidente, dada a estrutura acionista concentrada e a cultura empresarial conservadora, que conferem maior estabilidade às posições de topo (CMVM, 2021).

No entanto, a literatura alerta para os riscos de uma RF excessivamente elevada, que pode reduzir os incentivos à eficiência e à orientação para resultados. Assim, recomenda-se que a componente fixa seja complementada por mecanismos variáveis, sujeitos a critérios de desempenho e com horizonte temporal compatível com os objetivos estratégicos da empresa (Core & Guay, 2010).

2.6.2 Remuneração Variável de Curto Prazo

Os incentivos de curto prazo correspondem à RV atribuída com base no desempenho alcançado num período anual. Esta componente é geralmente operacionalizada sob a forma de bónus anuais, cujo valor depende do grau de cumprimento de metas financeiras e operacionais previamente estabelecidas.

Entre os indicadores mais utilizados destacam-se o EBITDA, o lucro líquido, o retorno sobre o capital investido e, mais recentemente, métricas não financeiras como metas ESG (Devers et al., 2007; Murphy, 2013). A lógica destes instrumentos assenta nos pressupostos da Teoria da Agência, incentivando os gestores a maximizar resultados num horizonte temporal curto (Jensen & Murphy, 1990).

No entanto, esta modalidade tem sido criticada por incentivar decisões de curto prazo, como a manipulação de resultados, o adiamento de investimentos estratégicos ou a assunção de riscos excessivos. Para mitigar estes riscos, algumas empresas adotam cláusulas de *clawback* ou *malus*, que permitem reverter bónus pagos indevidamente ou penalizar comportamentos inadequados (OECD, 2022). A CMVM recomenda expressamente a adoção de critérios transparentes e a possibilidade de reversão em caso de incumprimento posterior (CMVM, 2021).

2.6.3 Remuneração Variável de Longo Prazo

Os incentivos de longo prazo são mecanismos remuneratórios concebidos para alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas ao longo de um horizonte temporal mais alargado, normalmente entre três e cinco anos. Estes instrumentos incluem ações restritas[1], ações condicionadas ao desempenho (*performance shares*) e opções sobre ações (*stock options*), cujo valor está sujeito ao cumprimento de metas estratégicas e sustentáveis (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017).

As *stock options* conferem ao executivo o direito de adquirir ações da empresa a um preço fixado, apenas se a valorização do título justificar essa opção. Já as *performance shares* são atribuídas apenas mediante o cumprimento de objetivos como o retorno sobre o capital

[1] Ações da própria empresa sujeitas a condições de restrição de venda ou transferência durante um período determinado (período de vesting)

próprio (ROE), o crescimento do lucro por ação (EPS) ou o desempenho relativo face a empresas comparáveis.

Apesar do seu potencial para promover decisões orientadas para o longo prazo, a RVLP envolve desafios consideráveis: a sua complexidade pode comprometer a transparência dos relatórios de remuneração, e a sua eficácia pode ser afetada por fatores exógenos, como a volatilidade dos mercados. Por estas razões, reguladores como a CMVM têm vindo a reforçar as exigências de clareza, proporcionalidade e adequação dos riscos associados a estes instrumentos (CMVM, 2021; OECD, 2022).

2.6.4 Benefícios Adicionais (Perks e Benefícios Indiretos)

Além das componentes monetárias, os pacotes remuneratórios dos CEO´s incluem frequentemente benefícios não salariais, tais como seguros de saúde, planos de pensão complementares, viaturas de serviço, despesas de representação, habitação, segurança pessoal ou uso de aeronaves privadas (Brick, Palmon & Wald, 2006).

Embora representem, em termos absolutos, uma parcela reduzida da remuneração total, estes benefícios assumem relevância simbólica e podem influenciar significativamente a perceção de valor atribuída ao pacote remuneratório. No entanto, levantam também preocupações quanto à transparência, equidade e legitimidade dos custos associados, sobretudo quando atribuídos de forma desproporcional ou sem critérios claros (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

As diretivas europeias mais recentes, nomeadamente a Diretiva (UE) 2017/828 e a CSRD, reforçam a obrigatoriedade de reporte integral dos benefícios acessórios, exigindo a sua explicitação e quantificação no relatório de remuneração (European Commission, 2023).

2.6.5 Cláusulas de Rescisão e Compensações de Saída (Severance Packages)

As cláusulas de rescisão, também conhecidas como *severance packages* ou *golden parachutes*, são disposições contratuais que garantem ao executivo uma compensação em caso de cessação antecipada do contrato, nomeadamente em situações de fusão, aquisição, mudança de controlo ou decisão unilateral da empresa.

Embora sejam justificadas como forma de proteger a independência do gestor e garantir a estabilidade da função, estas cláusulas têm sido objeto de críticas quando aplicadas de forma desproporcional, especialmente em casos de desempenho insatisfatório ou saída sob circunstâncias controversas (Bebchuk, Cohen & Wang, 2011).

A literatura sublinha a importância de limitar o montante destas compensações, geralmente através de tetos máximos indexados à remuneração anual ou à duração restante do mandato (Fahlenbrach, 2009). Em Portugal, o Código do Governo das Sociedades e os relatórios da CMVM apelam à prudência na definição destas cláusulas, recomendando a sua fundamentação transparente e a não remuneração de funções cessadas sem justificação formal (IPCG, 2023; CMVM, 2021).

2.7 Governança Corporativa e a Qualidade da Remuneração Variável

A relação entre os mecanismos de governo das sociedades e a RV dos administradores executivos constitui uma área central de investigação na literatura sobre governação corporativa, sobretudo devido ao seu impacto na eficiência empresarial, na criação de valor sustentável e na mitigação de conflitos de agência. A forma como os incentivos de curto e longo prazo são desenhados e controlados está intimamente ligada à qualidade das estruturas de governação e à capacidade dos administradores não executivos, membros do órgão de fiscalização e acionistas em exercer supervisão eficaz sobre os administradores executivos.

Do ponto de vista teórico, a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) justifica a RV como um instrumento contratual para alinhar os interesses dos executivos com os dos acionistas. No entanto, a eficácia desses instrumentos depende fortemente da independência, competência e funcionamento dos órgãos de governança. Órgãos de governança robustos e independentes tendem a desenhar pacotes de compensação mais alinhados com o desempenho, enquanto órgãos de governança capturados ou complacentes podem permitir práticas excessivas ou mal calibradas (Bebchuk & Fried, 2004; Core, Holthausen & Larcker, 1999).

A literatura empírica tem evidenciado que empresas com melhores práticas de governação- nomeadamente conselhos mais independentes, existência de comissões de remuneração eficazes e mecanismos de auditoria robustos - apresentam maior sensibilidade da remuneração ao desempenho, especialmente no que diz respeito aos incentivos de longo

prazo (Conyon & He, 2011; Brick, Palmon & Wald, 2006). Por outro lado, estruturas de governação fracas estão frequentemente associadas a pacotes mais generosos, mas com ligação fraca ao desempenho real da empresa, evidenciando problemas de *entrenchment* dos gestores.

A estrutura dos comités de remuneração desempenha um papel particularmente relevante neste contexto. Estudos como os de Armstrong et al. (2012) e Frydman & Jenter (2010) sugerem que comités compostos maioritariamente por membros independentes, com experiência relevante, e não envolvidos em relações anteriores com os gestores, têm maior probabilidade de desenhar esquemas de RV alinhados com os interesses de longo prazo dos acionistas.

Adicionalmente, o grau de transparência e divulgação pública das políticas remuneratórias está fortemente associado às práticas de *corporate governance*. Regulamentos e códigos de governance – como a *Shareholders' Rights Directive II* (Diretiva UE 2017/828) ou o Código de Governo das Sociedades do IPCG – reforçam a importância de uma ligação clara entre RV e objetivos estratégicos mensuráveis, promovendo o escrutínio por parte dos investidores e da sociedade civil (European Commission, 2023; CMVM, 2021).

Em mercados como o português, a qualidade da governação corporativa é um fator determinante para a adoção efetiva de incentivos de longo prazo. A evidência empírica indica que, em muitas empresas cotadas nacionais, a utilização de RV – sobretudo de longo prazo – continua limitada, sendo condicionada por estruturas acionistas concentradas e conselhos com reduzida independência (Fernandes, 2008; Marques & Santos, 2022). Este cenário evidencia a importância de fortalecer os mecanismos de governação para garantir que os sistemas de incentivos promovem o desempenho sustentado e a criação de valor para os *stakeholders*.

Em síntese, a literatura reforça que a eficácia dos incentivos variáveis como mecanismo de alinhamento está diretamente relacionada com a solidez das práticas de governação. O desenho e a monitorização desses incentivos não são neutros: dependem da estrutura institucional da empresa, da composição e independência do conselho de administração e da cultura organizacional em torno da responsabilidade e da transparência (Edmans, 2021; OECD, 2022).

2.8 Fatores Determinantes da Remuneração dos CEO´s

A compreensão dos fatores que influenciam a remuneração dos CEO´s exige uma análise multidimensional que combine variáveis organizacionais, características individuais dos executivos e condicionantes institucionais e culturais. A literatura empírica tem demonstrado que o valor e a composição dos pacotes remuneratórios resultam da interação entre estes diferentes domínios, cuja relevância pode variar consoante o contexto económico e o grau de maturidade dos sistemas de governação.

2.8.1 Dimensão Organizacional: Tamanho, Desempenho e Estrutura de Propriedade

Um dos determinantes mais consensuais na literatura é a dimensão da empresa. Organizações de maior escala, medidas por indicadores como ativos totais, volume de negócios ou capitalização bolsista, tendem a atribuir remunerações mais elevadas aos seus CEO´s. Esta prática reflete a maior complexidade da gestão, o número de *stakeholders* envolvidos e o grau de visibilidade pública associado à função (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Murphy, 1999).

O desempenho financeiro é igualmente considerado um fator central. De acordo com a Teoria da Agência, existe uma expectativa de que a remuneração varie em função da *performance* da empresa, medida por indicadores como retorno sobre ativos, retorno sobre capital próprio ou valorização bolsista (Jensen & Murphy, 1990). No entanto, diversos estudos empíricos demonstram que a correlação entre remuneração e desempenho tende a ser fraca ou inconsistente, o que levanta dúvidas sobre a eficácia dos incentivos utilizados (Bebchuk & Fried, 2004; Frydman & Jenter, 2010).

A estrutura de propriedade é outro fator determinante, particularmente em países como Portugal, onde prevalece uma elevada concentração acionista. Em empresas com controlo familiar ou institucional dominante, observa-se, em geral, uma maior contenção salarial e menor dependência de incentivos variáveis, dado o maior escrutínio e influência direta dos acionistas (La Porta et al., 1999; Alves & Mendes, 2004). Por contraste, em estruturas de capital disperso, os conselhos de administração tendem a ter maior margem de manobra, podendo resultar em políticas remuneratórias mais generosas e menos alinhadas com a performance.

2.8.2 Características Individuais dos CEO´s

As características do próprio executivo constituem outro eixo explicativo relevante. CEO´s com maior experiência profissional, formação académica avançada ou exposição internacional tendem a negociar remunerações mais elevadas, em função da sua escassez no mercado e do valor estratégico que representam para a empresa (Custódio, Ferreira & Matos, 2013).

A longevidade no cargo também influencia o pacote remuneratório. Executivos com maior antiguidade tendem a acumular benefícios adicionais, como pensões, compensações diferidas ou bónus de retenção. Contudo, essa permanência prolongada pode fortalecer o poder negocial do CEO, conduzindo a situações de captura e enfraquecendo a relação entre remuneração e desempenho (Bebchuk & Fried, 2004).

O perfil sociodemográfico, como o género, a idade ou a nacionalidade, tem vindo a ganhar visibilidade na literatura recente. Estudos demonstram a persistência de assimetrias salariais de género, com mulheres em cargos executivos a receber, em média, menos do que os seus homólogos masculinos, mesmo com níveis comparáveis de responsabilidade (Morse, Nanda & Seru, 2011; Bugeja et al., 2016). A crescente atenção à diversidade e inclusão tem motivado a incorporação destas variáveis nas análises da equidade remuneratória.

2.8.3 Fatores Institucionais, Regulatórios e Culturais

A definição da remuneração dos CEO´s é também fortemente condicionada pelo contexto institucional em que a empresa opera. Jurisdições com regulamentações rigorosas, elevada exigência de reporte e maior participação dos acionistas nas decisões de governação tendem a apresentar práticas mais transparentes, criteriosas e alinhadas com o desempenho (European Commission, 2023; OECD, 2022).

A atuação de investidores institucionais, agências de rating ESG e organismos reguladores tem contribuído para a evolução das políticas remuneratórias, incentivando a adoção de critérios não financeiros, como metas ambientais, sociais ou de diversidade. Esta tendência reflete uma visão ampliada do papel do CEO, cada vez mais associado à geração de valor sustentável e à criação de impacto positivo para a sociedade (Edmans, 2021).

Finalmente, a cultura nacional e organizacional influencia significativamente as práticas de compensação. Em países com tradição anglo-saxónica, como os Estados Unidos e o Reino Unido, prevalece uma cultura meritocrática e orientada para o mercado, com remunerações elevadas e fortemente dependentes do desempenho. Já nas economias da Europa continental, como Portugal, a cultura empresarial tende a ser mais conservadora, com maior peso da remuneração fixa, menor dispersão interna e menor volatilidade contratual (Kaplan, 2008; Alves & Mendes, 2004; CMVM, 2021).

A análise dos fatores determinantes da remuneração dos CEO´s revela a complexidade subjacente às decisões de compensação e a multiplicidade de forças em jogo — económicas, políticas, institucionais e culturais. Estes fatores moldam a forma como os incentivos são desenhados, aplicados e percebidos, influenciando diretamente a eficácia das políticas de remuneração no alinhamento dos interesses entre gestão e *stakeholders*.

2.9 Evidência Empírica Internacional sobre a Remuneração dos CEO´s

A literatura empírica internacional tem documentado padrões distintos na evolução da remuneração dos CEO´s, refletindo as especificidades institucionais, culturais e económicas de cada país. Embora exista uma tendência geral de sofisticação nos instrumentos de compensação, os níveis de remuneração, os critérios de atribuição e o grau de alinhamento com o desempenho empresarial variam significativamente entre jurisdições. Em seguida, apresento uma análise comparada de três grandes blocos geográficos — economias desenvolvidas, mercados europeus e países emergentes — e discuto o fenómeno de convergência e divergência nas práticas globais.

2.9.1 A Escalada Salarial nas Economias Desenvolvidas

Nos Estados Unidos e no Reino Unido, a remuneração dos CEO´s tem registado um crescimento acentuado desde os anos 1980, sobretudo impulsionado pela introdução de incentivos de longo prazo baseados em ações. Estudos clássicos como os de Hall e Liebman (1998) e Murphy (1999) evidenciam que a compensação total dos executivos aumentou substancialmente, distanciando-se dos salários médios dos trabalhadores e contribuindo para o alargamento das disparidades internas nas empresas.

Este fenómeno foi inicialmente interpretado como uma resposta eficiente aos problemas de agência, promovendo o alinhamento entre gestores e acionistas (Jensen & Murphy, 1990). Contudo, investigações posteriores revelam desvios significativos entre remuneração e desempenho, sugerindo que os aumentos salariais foram frequentemente influenciados por fatores políticos e institucionais, como o poder negocial dos gestores e a fragilidade dos conselhos de administração (Bebchuk & Fried, 2004; Frydman & Jenter, 2010).

Nos Estados Unidos, a RV representa, frequentemente, mais de 70% do total, com destaque para a utilização de *stock options* e ações restritas. Segundo Edmans et al. (2017), este modelo enfatiza a dependência da valorização bolsista, mas é criticado pela sua complexidade e opacidade, dificultando a avaliação do mérito e a responsabilização dos executivos (Kaplan, 2008; Gabaix & Landier, 2008).

2.9.2 Modelos Europeus: Contenção, Regulação e Sustentabilidade

Ao contrário da lógica de mercado dominante nos países anglo-saxónicos, a Europa continental caracteriza-se por estruturas de propriedade mais concentradas, presença de representantes laborais nos conselhos e uma abordagem mais regulada e prudente da remuneração executiva (Conyon & Murphy, 2000; Hooghiemstra et al., 2019).

Nestes contextos, os pacotes remuneratórios tendem a apresentar menor dispersão salarial, maior estabilidade contratual e uma ligação mais direta aos critérios definidos nos códigos de governação corporativa. A Diretiva (UE) 2017/828 — conhecida como *Shareholders' Rights Directive II* — reforçou a exigência de participação dos acionistas na aprovação das políticas remuneratórias (*say on pay*) e impôs a divulgação dos critérios de atribuição de remuneração e da sua evolução temporal.

Além disso, a crescente importância dos indicadores ESG tem motivado a incorporação de metas não financeiras nas estruturas de compensação. Esta tendência reflete a transição de uma lógica puramente financeira para um modelo de criação de valor partilhado e responsabilidade social, especialmente visível em países como Alemanha, França, Países Baixos e nos países nórdicos (OECD, 2022).

2.9.3 Mercados Emergentes e Desafios de Implementação

Nos mercados emergentes, como Brasil, Índia, África do Sul e China, a remuneração dos CEO´s apresenta características específicas decorrentes de sistemas institucionais ainda em consolidação. As práticas de governação são frequentemente marcadas por baixa transparência, forte influência de redes informais e estruturas acionistas complexas (Mahrani & Soewarno, 2018; Sun et al., 2021).

Apesar disso, algumas economias emergentes têm adotado códigos de governação inspirados nos princípios da OCDE e do IFC (World Bank Group), visando a formalização de políticas remuneratórias mais objetivas. No entanto, a eficácia destas reformas depende da capacidade de aplicação dos reguladores locais e da qualidade dos conselhos de administração (Clarke & Branson, 2012).

Problemas persistentes de divulgação, nepotismo, e fragilidade institucional continuam a limitar a adoção plena de modelos meritocráticos. Adicionalmente, as práticas remuneratórias nestes países tendem a ser menos sensíveis ao desempenho e mais sujeitas à influência de redes familiares, políticas e culturais (Sun, Zhao & Yang, 2021).

2.9.4 Convergência e Divergência nas Práticas Globais

Apesar das diferenças entre países, a globalização dos mercados financeiros, a mobilidade internacional dos gestores e a padronização de normas regulatórias têm contribuído para uma convergência parcial das práticas de remuneração dos CEO´s (Fernandes, Ferreira & Matos, 2013). As empresas multinacionais, os investidores institucionais e as consultoras de governação desempenham um papel relevante na disseminação de modelos contratuais semelhantes, nomeadamente na utilização de *stock options*, metas ESG e cláusulas de desempenho.

Contudo, esta convergência não é homogénea. Persistem divergências significativas em termos de magnitude da remuneração, sensibilidade ao desempenho e composição dos pacotes, refletindo a influência das instituições nacionais, da cultura empresarial e das preferências dos *stakeholders*.

Assim, os estudos comparativos devem considerar cuidadosamente os contextos locais, evitando generalizações excessivas. O modelo norte-americano continua a exercer influência normativa, mas tende a ser adaptado à realidade de cada país, originando modelos híbridos que combinam elementos das tradições anglo-saxónica, continental e asiática (Aguilera & Jackson, 2010).

Neste sentido, a evidência internacional oferece um referencial analítico valioso para avaliar a maturidade e o posicionamento das práticas remuneratórias nacionais - como o caso português - no panorama global.

2.10 Evidência Empírica no Contexto Português sobre a Remuneração dos CEO´s

Em Portugal, a análise da remuneração dos gestores de topo tem vindo a merecer crescente atenção académica e institucional, embora permaneça menos desenvolvida face à literatura internacional. A evolução do mercado de capitais, a adoção dos princípios europeus de governação e a pressão por maior transparência têm incentivado a investigação neste domínio. Contudo, a especificidade da realidade empresarial portuguesa - marcada por uma elevada concentração acionista, estruturas familiares e menor dimensão do mercado - exige uma abordagem contextualizada e diferenciada.

2.10.1 Estrutura Acionista e Modelos de Governação como Fatores Distintivos

Uma das características estruturantes do mercado português reside na concentração acionista. Muitas das empresas cotadas são controladas por grupos familiares, *holdings* ou entidades públicas, o que promove uma relação próxima entre os acionistas e os administradores (La Porta et al., 1999; Alves & Mendes, 2004). Este modelo reduz a necessidade de recorrer a incentivos de alinhamento típicos de mercados com propriedade dispersa, contribuindo para estruturas de remuneração mais conservadoras, com predominância da componente fixa (Fernandes, 2008; Abreu et al., 2016).

O Código do Governo das Sociedades, publicado pelo IPCG e revisto em 2023, recomenda que a política remuneratória reflita os interesses de longo prazo da sociedade e esteja alinhada com os objetivos estratégicos e a sustentabilidade empresarial. Contudo, a sua aplicação segue o modelo de *comply or explain*, permitindo variações significativas entre empresas na adoção efetiva das recomendações (CMVM, 2021; IPCG, 2023).

Estudos sobre a prática de reporte das empresas cotadas revelam lacunas na divulgação dos critérios específicos de desempenho, bem como na desagregação das componentes remuneratórias, dificultando a análise comparativa e a avaliação da transparência (Rodrigues & Cunha, 2020).

2.10.2 Evolução da Remuneração e Tendências Recentes

A evidência empírica disponível indica que, embora a remuneração dos CEO´s tenha aumentado ao longo das últimas duas décadas, o ritmo de crescimento tem sido mais moderado do que nos mercados anglo-saxónicos (Fernandes, 2008; Marques & Santos, 2022). Esse aumento está associado à crescente exigência de reporte, à internacionalização das empresas e à adoção gradual de práticas inspiradas nas normas europeias de governação.

A revisão de 2023 do Código do IPCG introduziu orientações relevantes no domínio da governação societária, ao enfatizar a sustentabilidade, o risco e a inteligência artificial como dimensões estruturantes da atuação das empresas. Esta atualização apresenta consequências diretas para a política remuneratória dos órgãos de administração, em particular no que respeita aos CEO´s, ao recomendar que os sistemas de remuneração variável sejam alinhados com objetivos de sustentabilidade e de gestão prudente do risco. Tal orientação procura desencorajar incentivos excessivamente centrados no curto prazo, promovendo uma visão estratégica de criação de valor sustentado. Assim, a remuneração dos executivos passa a incorporar, para além das métricas financeiras tradicionais, indicadores ESG, refletindo as crescentes exigências de investidores e demais *stakeholders*. Esta evolução aproxima o contexto português das melhores práticas internacionais, em que a remuneração executiva é concebida como um instrumento essencial de alinhamento entre desempenho económico, responsabilidade social e resiliência organizacional (Dias et al., 2023)

Apesar destes desenvolvimentos, a remuneração total dos gestores portugueses continua abaixo da média europeia, quer em termos absolutos, quer em termos relativos (CMVM, 2021). A composição dos pacotes permanece fortemente centrada na componente fixa, que representa frequentemente mais de 60% da remuneração total (Rodrigues & Cunha, 2020).

Embora os bónus de curto prazo estejam presentes na maioria das empresas do PSI, a utilização de incentivos de longo prazo ainda é limitada. São raras as empresas que atribuem ações ou opções condicionadas ao cumprimento de metas plurianuais, e a integração de

critérios ESG nos pacotes remuneratórios permanece incipiente, apesar de emergente em setores específicos como energia e infraestruturas (Marques & Santos, 2022).

A CMVM tem procurado reforçar a supervisão e normalização nesta matéria, através da publicação anual de relatórios sobre o grau de cumprimento das recomendações. O relatório de 2021 destaca progressos na divulgação das políticas remuneratórias, mas também fragilidades persistentes na definição de objetivos quantificáveis e na explicitação da ligação entre remuneração e desempenho (CMVM, 2021).

2.10.3 Resultados Empíricos e Implicações

A investigação académica baseada em amostras de empresas cotadas portuguesas aponta, de forma consistente, para uma correlação fraca entre remuneração e desempenho financeiro, sugerindo que os sistemas de incentivos não têm sido plenamente eficazes na promoção de valor para os acionistas (Abreu et al., 2016; Mendes, 2019).

Além disso, a influência da estrutura acionista é evidente: empresas com acionistas de referência ativos tendem a exibir maior contenção remuneratória, menor variabilidade nos pacotes e maior rigor no reporte; por outro lado, empresas com propriedade mais dispersa aproximam-se de práticas internacionais, adotando instrumentos variáveis e maior flexibilidade contratual (Fernandes, 2008).

Observa-se também uma pressão crescente de *stakeholders* externos, incluindo investidores institucionais, meios de comunicação e a opinião pública, no sentido de reforçar a transparência e a responsabilidade nas práticas remuneratórias. Esta pressão está a contribuir para uma convergência gradual com as boas práticas internacionais, embora subsistam desafios significativos relacionados com a homogeneidade do reporte, a medição do desempenho e a supervisão independente dos conselhos de administração.

A inclusão de novas dimensões, como a sustentabilidade, a diversidade e a equidade interna, impõe exigências adicionais às empresas cotadas, que enfrentam agora o desafio de redesenhar os seus sistemas de compensação de forma mais integrada e alinhada com os valores da sociedade contemporânea.

3. Metodologia

3.1 Enquadramento Metodológico

O presente estudo adota uma abordagem quantitativa, de caráter descritivo e exploratório, centrada na análise da remuneração dos CEO´s das empresas integrantes do índice PSI da *Euronext Lisbon*, no período compreendido entre 2020 e 2024. O objetivo principal consiste em caracterizar a evolução e a composição dos pacotes remuneratórios e avaliar a medida em que estas práticas estão alinhadas com as recomendações constantes no Código de Governo das Sociedades do IPCG.

A abordagem quantitativa justifica-se pela necessidade de trabalhar com dados numéricos provenientes de fontes documentais oficiais, assegurando a objetividade e comparabilidade das informações recolhidas. A escolha por um caráter descritivo advém do foco na exposição sistemática e ordenada dos dados, procurando explicar a magnitude, a composição e a evolução temporal das remunerações, bem como as diferenças observadas entre empresas e setores.

O caráter exploratório da investigação deve-se ao facto de, no contexto português, a literatura empírica sobre remuneração executiva, especialmente em séries temporais de médio ou longo prazo, ser ainda limitada. Assim, esta pesquisa contribui para preencher uma lacuna, fornecendo uma visão global e contextualizada sobre a evolução da remuneração dos CEO´s no mercado nacional.

Diferentemente de estudos assentes em métodos econométricos, a presente investigação não pretende estimar relações causais nem testar hipóteses estatísticas formais, mas sim oferecer uma análise clara e acessível que possa servir de base para futuros trabalhos com maior sofisticação analítica. A ênfase está na interpretação direta dos dados, privilegiando a compreensão intuitiva dos resultados.

3.2 Definição da Amostra

A amostra é constituída pelas empresas que compõem o índice PSI durante o período em estudo (2020–2024). O PSI é o principal índice bolsista da *Euronext Lisbon* e integra as empresas de maior dimensão e liquidez do mercado português, representando setores

diversificados da economia (Euronext, 2023). Esta escolha justifica-se por três razões principais:

- Relevância económica e representatividade – as empresas do PSI têm impacto significativo na economia nacional e são frequentemente utilizadas como referência em estudos sobre governação corporativa e desempenho (Fernandes, 2008; Abreu, David & Santos, 2016).
- Disponibilidade e qualidade da informação – enquanto sociedades cotadas, estas empresas estão obrigadas a divulgar relatórios anuais detalhados, em conformidade com as normas regulatórias e com as orientações do Código de Governo das Sociedades (CMVM, 2021; IPCG, 2023).
- Comparabilidade – a análise de um conjunto homogéneo e sujeito a obrigações padronizadas de reporte facilita a comparação de práticas remuneratórias e a verificação da sua conformidade com as recomendações do Código de Governo das Sociedades (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999).

A escolha deste intervalo temporal de cinco anos fundamenta-se na necessidade de analisar um período suficientemente recente para captar as práticas atuais de remuneração e, simultaneamente, suficientemente longo para identificar tendências, padrões e eventuais alterações decorrentes de mudanças regulamentares ou conjunturais.

A seleção inclui todas as empresas que mantiveram a sua presença no PSI durante o período completo do estudo e que publicaram de forma consistente e completa a informação relativa à remuneração dos administradores executivos nos seus Relatórios e Contas. Empresas com lacunas significativas na divulgação ou que tenham estado presentes no índice apenas de forma intermitente foram excluídas para preservar a consistência da amostra.

As empresas que integram a amostra final constam na tabela seguinte:

Tabela 1- *Lista de empresas pertencentes à amostra final*

Lista de empresas pertencentes à amostra final
Altri, SGPS, S.A.
Banco Comercial Português, S.A.
Corticeira Amorim, SGPS, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A.

EDP – Energias de Portugal, S.A.

EDP Renováveis, S.A.

Galp Energia – SGPS, S.A.

Ibersol – SGPS, S.A.

Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Mota Engil, SGPS, S.A.

NOS, SGPS, S.A.

REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.

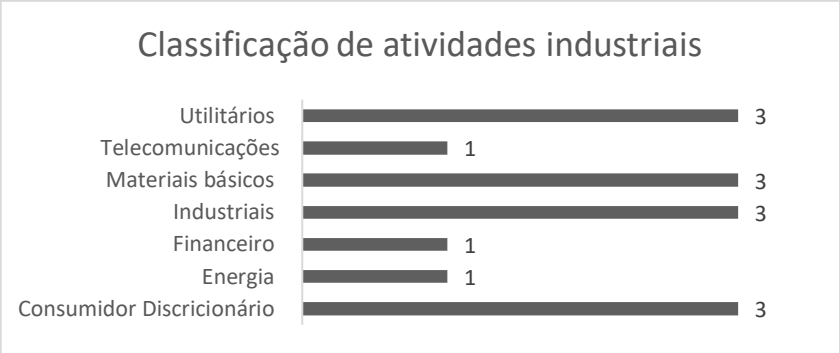
Semapa – Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A.

Sonae – SGPS, S.A.

The Navigator Company

As empresas estão divididas pelos seguintes setores de atividade (de acordo com o sistema ICB - *Industry Classification Benchmark*):

Gráfico 1- *Classificação das empresas da amostra por setor de atividade*



Fonte: Elaboração própria

Os dados utilizados foram recolhidos dos relatórios anuais de prestação de contas das empresas, constantes no site da CMVM.

3.3 Processo de Recolha dos Dados

A recolha dos dados foi realizada a partir de fontes documentais oficiais, nomeadamente os Relatórios e Contas das empresas incluídas na amostra. Estes documentos foram obtidos diretamente nos websites institucionais das empresas cotadas, na secção dedicada a

investidores, e no portal da CMVM, que disponibiliza de forma centralizada a informação anual reportada pelas sociedades sob a sua supervisão.

3.4 Variáveis e Indicadores

A análise desenvolvida neste estudo incide sobre a remuneração total anual dos administradores executivos das empresas que integram o PSI no período 2020–2024, de forma a caracterizar a evolução e a composição dos pacotes remuneratórios e a avaliar a sua conformidade com as recomendações do Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023; CMVM, 2021).

A variável central - remuneração total anual - é definida como a soma de todas as componentes monetárias e não monetárias atribuídas ao administrador executivo num determinado exercício. Esta é decomposta nas seguintes categorias, em linha com a literatura académica e as orientações de reporte da CMVM:

- RF: montante estabelecido contratualmente e pago de forma regular, independentemente do desempenho individual ou da empresa (Murphy, 2013; Frydman & Jenter, 2010).
- RVCP: incentivos atribuídos com base no desempenho obtido num único exercício fiscal, como bónus ou prémios anuais, definidos de acordo com metas financeiras e não financeiras (Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007).
- RVLP: incentivos atribuídos e liquidados ao longo de um horizonte temporal plurianual, sujeitos ao cumprimento de objetivos estratégicos e de desempenho, incluindo ações restritas, performance shares e stock options (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017; OECD, 2022).
- Benefícios adicionais: compensações não salariais, como seguros de saúde, viaturas de serviço, planos de pensões complementares, subsídios de habitação ou outros benefícios em espécie (Brick, Palmon & Wald, 2006).

Para além destas variáveis principais, são calculados indicadores complementares que permitem não apenas descrever a evolução e a composição dos pacotes remuneratórios, mas também avaliar a conformidade com as boas práticas de governação. Esses indicadores incluem o peso relativo de cada componente na remuneração total, a taxa de variação anual

de cada componente e da remuneração total, bem como medidas estatísticas descritivas como a média, a mediana, o valor mínimo e o valor máximo para cada variável, quer no conjunto da amostra, quer por setor de atividade (Bebchuk & Fried, 2004; Fernandes, 2008).

Adicionalmente, são recolhidas variáveis contextuais como o setor de atividade e a dimensão da empresa, as quais, segundo La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e Kaplan (2008), podem influenciar a estrutura e o peso relativo das diferentes componentes remuneratórias.

3.5 Tratamento e Análise dos Dados

O tratamento e a análise dos dados recolhidos foram realizados integralmente no Microsoft Excel. Após a recolha, os dados foram sistematicamente organizados numa base estruturada por empresa, ano e tipo de componente remuneratória, garantindo a rastreabilidade das fontes e a consistência entre períodos. Esta organização possibilitou a aplicação de operações de cálculo para determinar indicadores como médias, medianas, valores mínimos e máximos, bem como taxas de variação anuais, em linha com a abordagem de estatística descritiva preconizada por Hair et al. (2019) e Marôco (2021).

A fase analítica concentrou-se na produção de tabelas e representações gráficas que permitem observar a evolução temporal e a composição dos pacotes remuneratórios das empresas que integram o PSI no período em análise. Este método de visualização foi escolhido por facilitar a interpretação e a comunicação dos resultados, de acordo com as recomendações de Few (2012) e Knaflic (2015) para a apresentação de dados financeiros e corporativos.

Para além da caracterização geral, a análise incluiu a verificação da conformidade das práticas remuneratórias com as recomendações constantes no Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023; CMVM, 2021). Esta avaliação implicou a comparação da estrutura e do peso relativo das componentes variáveis e fixas com os princípios de proporcionalidade, alinhamento com o desempenho e transparência definidos no código. A abordagem descritiva, segundo Cooper e Schindler (2014), é particularmente adequada quando o objetivo é identificar padrões e práticas prevalecentes, sem estimar relações causais ou realizar inferência estatística.

Deste modo, o tratamento e a análise dos dados neste estudo assentam na aplicação rigorosa de métodos descritivos suportados por ferramentas tecnológicas adequadas, assegurando

clareza na apresentação dos resultados e permitindo, simultaneamente, uma interpretação crítica à luz das boas práticas de governação corporativa.

3.6 Limitações Metodológicas

Apesar do rigor aplicado na recolha, tratamento e análise dos dados, o presente estudo apresenta um conjunto de limitações que importa reconhecer. A primeira refere-se à dependência da qualidade e consistência da informação disponibilizada nos Relatórios e Contas das empresas da amostra. Embora estes documentos sigam normas de reporte obrigatórias e sejam sujeitos a auditoria externa, a literatura sublinha que a forma de apresentação da informação pode variar entre empresas e ao longo do tempo, dificultando a comparabilidade e podendo introduzir enviesamentos na análise (Beattie, McInnes, & Fearnley, 2004; Marôco, 2021).

Outra limitação decorre da natureza descritiva da metodologia adotada. Por não recorrer a técnicas de inferência estatística ou modelação econométrica, o estudo não permite estabelecer relações causais entre as variáveis analisadas. Tal como defendem Cooper e Schindler (2014) e Hair et al. (2019), este tipo de abordagem é adequado para identificar padrões e tendências, mas não para testar hipóteses ou quantificar o impacto de fatores específicos sobre as práticas remuneratórias.

Importa igualmente salientar que a amostra é composta exclusivamente por empresas integrantes do PSI, o que reforça a representatividade para o segmento de maior dimensão e liquidez do mercado português, mas limita a generalização dos resultados a todo o universo de sociedades cotadas. Este viés de seleção é reconhecido na literatura sobre amostragem em estudos de governação corporativa (Fernandes, 2008; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999).

Por último, a análise da conformidade com o Código de Governo das Sociedades baseia-se na informação reportada pelas próprias empresas, pelo que está condicionada pela transparência e pelo nível de detalhe fornecido nos Relatórios e Contas. Como assinalam CMVM (2021) e IPCG (2023), a aplicação do princípio *comply or explain* permite flexibilidade na adoção das recomendações, mas também pode originar níveis distintos de rigor e comparabilidade entre relatórios.

O reconhecimento destas limitações não diminui a relevância do estudo, mas contextualiza a interpretação dos resultados e reforça a necessidade de investigações futuras que recorram a metodologias complementares e a amostras mais abrangentes.

4. Análise e discussão de resultados

4.1 Análise Geral da Remuneração no PSI

A análise da remuneração total dos administradores executivos das empresas integrantes do PSI entre 2020 e 2024 revela uma tendência de crescimento contínuo e expressivo ao longo do período. De acordo com a Tabela 2, a média da remuneração total passou de aproximadamente 958,6 mil euros em 2020 para cerca de 1,392 milhões de euros em 2024, traduzindo um aumento acumulado de cerca de 45%. Este crescimento foi relativamente constante, destacando-se a aceleração mais acentuada entre 2022 e 2023, com uma variação positiva de cerca de 14%.

Tabela 2- *Estatísticas descritivas remuneração total*

	2020	*2021*	*2022*	*2023*	*2024*
Média	958 599	1 039 616	1 113 297	1 268 427	1 392 134
Mediana	944 488	863 500	916 096	1 061 202	1 244 836
Mínimo	240 285	239 809	430 235	344 458	428 314
Máximo	2 372 376	2 771 631	2 753 813	3 070 437	3 417 715
Desvio Padrão	524 628	644 182	620 579	697 016	760 656

A mediana confirma esta tendência ascendente, passando de 944,5 mil euros em 2020 para 1,245 milhões de euros em 2024. O facto de a mediana se situar abaixo da média em todos os anos indica a presença de valores remuneratórios significativamente superiores à média em algumas empresas, sugerindo uma distribuição assimétrica e a existência de *outliers* — padrão consistente com a literatura que identifica práticas mais agressivas de compensação em empresas de maior dimensão ou complexidade operacional (Fernandes, 2008; Murphy, 2013).

O desvio padrão da remuneração total aumentou de 524,6 mil euros em 2020 para 760,7 mil euros em 2024, revelando que a dispersão dos valores pagos também cresceu. Este facto indica um alargamento das diferenças remuneratórias entre empresas do índice, o que poderá estar relacionado com especificidades setoriais ou estratégias diferenciadas de remuneração.

O Gráfico 2 ilustra de forma clara esta trajetória ascendente, evidenciando que o crescimento foi sustentado e transversal ao período analisado. Já o Gráfico 3 permite analisar a composição da remuneração, mostrando que, ao longo do período, o peso da RF diminuiu gradualmente, passando de cerca de 60% em 2020 para pouco acima dos 50% em 2024, enquanto a RV aumentou proporcionalmente, aproximando-se de um equilíbrio quase

paritário. Esta evolução está em linha com as recomendações do Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023; CMVM, 2021), que preconizam uma estrutura remuneratória capaz de alinhar os interesses da gestão com os dos acionistas, reforçando a ligação entre remuneração e desempenho.

Gráfico 2- *Evolução da Remuneração Total*

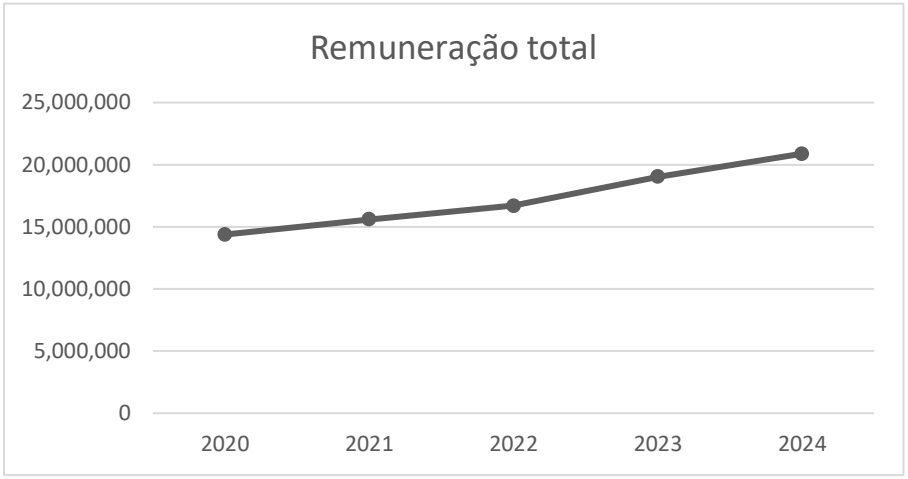
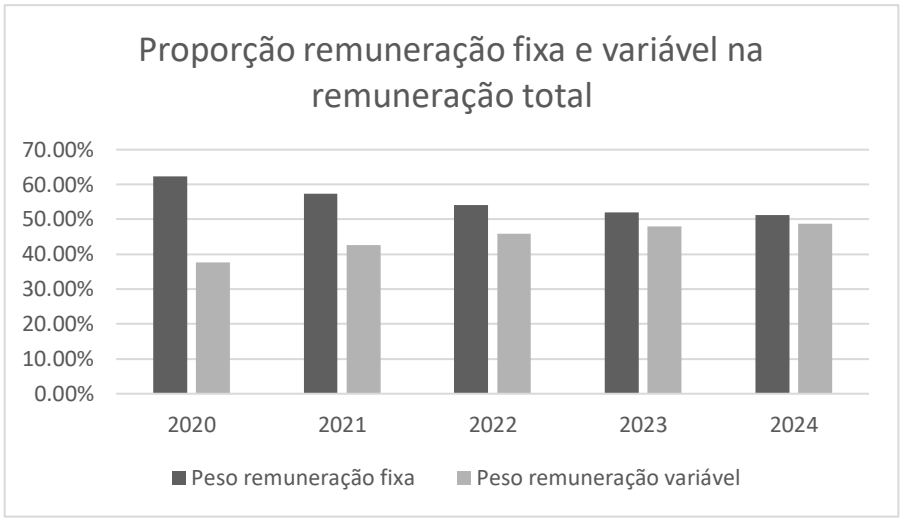


Gráfico 3- *Proporção da RF e RV na remuneração total*



4.2 Análise da Remuneração Variável

A evolução da RV dos administradores executivos das empresas do PSI no período 2020–2024, observada na Tabela 3, confirma a tendência já observada na análise global da remuneração total, mas evidencia de forma mais clara o reforço do peso dos incentivos associados ao desempenho. De acordo com a Tabela 2, o montante total da RV passou de cerca de 5,41 milhões de euros em 2020 para 10,17 milhões de euros em 2024, representando um crescimento acumulado de aproximadamente 88% em apenas cinco anos.

Tabela 3- *Evolução da RV*

	2020	*2021*	*2022*	*2023*	*2024*
RV	5 411 518	6 665 012	7 652 221	9 117 911	10 170 102
% da RV	37,63%	42,68%	45,82%	47,92%	48,70%
Variação	-	1 243 493	997 209	1 465 690	1 052 192
Variação %	-	22,98%	14,98%	19,15%	11,54%

Este aumento foi acompanhado por uma elevação progressiva da proporção da RV no total. Em 2020, a RV correspondia a 37,6% da remuneração total, ao passo que em 2024 já representava 48,7%, aproximando-se de um equilíbrio quase paritário com a RF. Esta transformação da estrutura remuneratória está em consonância com as recomendações do Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023; CMVM, 2021), que enfatizam a necessidade de associar a compensação dos administradores a critérios de desempenho, assegurando proporcionalidade, transparência e alinhamento com a criação de valor a longo prazo.

No que respeita à variação anual, observa-se que 2021 registou o maior crescimento da RV, com um acréscimo de cerca de 23% face a 2020. Este resultado está associado à recuperação inicial da economia após o impacto da pandemia da COVID-19, refletindo-se em melhores resultados empresariais e consequente ativação de mecanismos de bónus. Em 2022, o crescimento manteve-se, embora mais moderado (15%), enquanto em 2023 voltou a acelerar para 19%. Já em 2024, o aumento da RV foi mais contido (11,5%), sugerindo uma estabilização do ritmo de crescimento.

A literatura tem sublinhado que um maior peso da RV está diretamente relacionado com a tentativa de mitigar problemas de agência e alinhar os interesses de gestores e acionistas

(Jensen & Murphy, 1990; Core, Guay & Larcker, 2003). No entanto, autores como Bebchuk e Fried (2004) alertam para os riscos associados a incentivos excessivos de curto prazo, que podem encorajar a assunção de riscos desproporcionais ou práticas de manipulação de resultados. No caso português, a tendência para o reforço da componente variável deve, portanto, ser interpretada como uma aproximação às boas práticas internacionais, mas também como um desafio acrescido em termos de supervisão e desenho contratual adequado.

4.3 Estrutura da Remuneração Variável

De acordo com os resultados apresentados no Gráfico 4, observa-se que, entre 2020 e 2024, a RVCP constitui a componente dominante, mantendo-se sempre acima da RVLP. Em 2024, o valor da RVCP situou-se próximo dos 7 milhões de euros, enquanto a de longo prazo atingiu cerca de 3,5 milhões, confirmando que os incentivos anuais ainda têm um peso mais expressivo. Esta predominância é corroborada pelo Gráfico 5, que mostra que a RVCP representou entre 55% e 78% da RV no período em análise, enquanto a de longo prazo oscilou entre 22% e 45%.

Gráfico 4- *Constituição da RV*

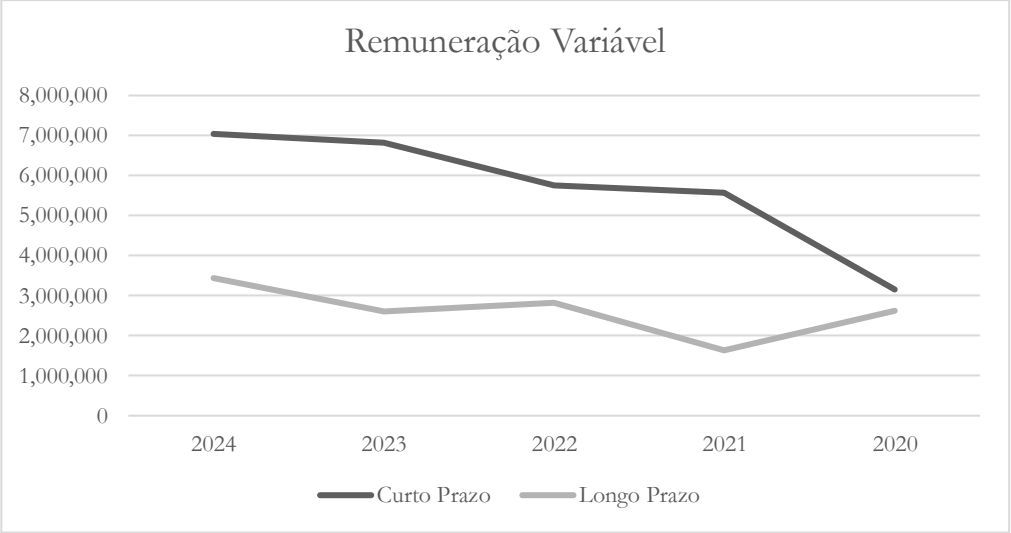
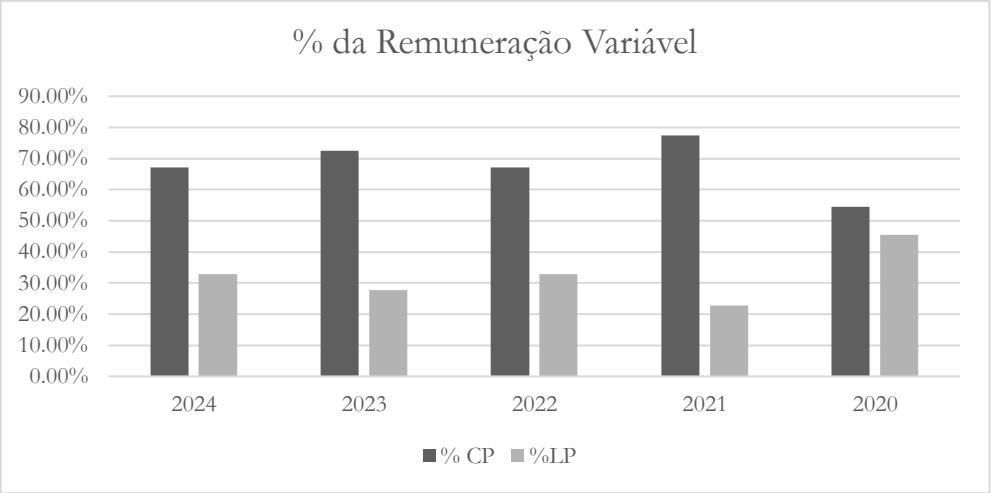


Gráfico 5- *Peso da RV*



A RVCP é paga integralmente em numerário e depende diretamente dos resultados obtidos pela empresa no exercício em questão. Estes mecanismos incluem sobretudo bónus anuais associados ao cumprimento de metas financeiras (ex.: EBITDA, lucros, resultados operacionais) e, em alguns casos, indicadores não financeiros, como objetivos de eficiência ou de sustentabilidade. Este modelo assegura uma ligação imediata entre desempenho anual e remuneração, mas pode gerar riscos de excessiva orientação para resultados de curto prazo, tal como discutido por Bebchuk e Fried (2004).

Já a RVLP é, na maioria das empresas, baseada em resultados de natureza plurianual, frequentemente associados a períodos trianuais que coincidem com a duração dos mandatos dos conselhos de administração. Esta remuneração é diferida ao longo dos anos seguintes, precisamente para garantir o alinhamento com os interesses de longo prazo dos acionistas. Dependendo da empresa, pode ser paga em numerário ou através da atribuição de ações da sociedade, mas importa sublinhar que nenhuma das empresas do PSI oferece atualmente *stock options* como forma de remuneração. Esta constatação distingue o mercado português de outros mercados europeus mais desenvolvidos, onde os planos de *stock options* continuam a ser utilizados como instrumento de retenção e incentivo (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017; OECD, 2022).

Os resultados sugerem, assim, que embora a RVCP continue a ter maior expressão, as empresas do PSI têm vindo a reforçar a utilização de incentivos plurianuais, que já representam quase metade da RV em alguns anos (Gráfico 5). Esta evolução está alinhada com as recomendações do Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023), que

aconselham a adoção de critérios de desempenho sustentáveis e de mecanismos de diferimento que evitem decisões de gestão excessivamente focadas no curto prazo.

4.4 Análise por setor de atividade

A análise setorial da remuneração dos administradores executivos das empresas do PSI no período 2020–2024, apresentada na Tabela 4, evidencia diferenças não apenas nos montantes totais atribuídos, mas também na composição da RV, distinguindo incentivos de curto prazo e de longo prazo. Esta perspetiva permite compreender com maior profundidade a forma como os setores alinham as políticas remuneratórias com o desempenho imediato e com os interesses de sustentabilidade e criação de valor a longo prazo, em conformidade com as recomendações do Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023; CMVM, 2021).

Tabela 4- *Remunerações por setor de atividade*

	2020	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
			ENERGIA		
RF	980 000	887 803	980 000	980 000	980 000
RV	484 400	0	630 000	338 900	743 400
REMUNERAÇÃO TOTAL	1 464 400	887 803	1 610 000	1 318 900	1 723 400
% DA RF	66,92%	100,00%	60,87%	74,30%	56,86%
% DA RV	33,08%	0,00%	39,13%	25,70%	43,14%
RVCP	368 900	0	367 500	93 900	498 400
RVLP	355 500	348 617	472 500	245 000	245 000
VARIAÇÃO RV	-	-484 400	630 000	-291 100	404 500
VARIAÇÃO % RV	-	-100,00%	-	-46,21%	119,36%
			FINANCEIRO		
RF	650 000	733 500	650 000	811 200	919 090
RV	260 000	130 000	266 096	202 276	627 882
REMUNERAÇÃO TOTAL	910 000	863 500	916 096	1 013 476	1 546 971
% DA RF	71,43%	84,94%	70,95%	80,04%	59,41%
% DA RV	28,57%	15,06%	29,05%	19,96%	40,59%
RVCP	260 000	0	136 096	202 276	313 941
RVLP	0	213 500	742 489	202 276	313 941
VARIAÇÃO RV	-	-130 000	136 096	-63 820	425 606
VARIAÇÃO % RV	-	-50,00%	104,69%	-23,98%	210,41%
			INDUSTRIAIS		
RF	935 982	1 019 256	1 110 745	1 162 302	1 548 497

RV	1 000	276 375	376 460	609 894	702 328
REMUNERAÇÃO TOTAL	936 982	1 295 631	1 487 205	1 772 196	2 250 825
% DA RF	99,89%	78,67%	74,69%	65,59%	68,80%
% DA RV	0,11%	21,33%	25,31%	34,41%	31,20%
RVCP	1 000	276 375	376 460	609 894	702 328
RVLP	0	0	0	0	0
VARIAÇÃO RV	-	275 375	100 085	233 434	92 434
VARIAÇÃO % RV	-	27537,50 %	36,21%	62,01%	15,16%
		MATERIAIS BÁSICOS			
RF	2 046 898	2 044 112	1 751 744	1 818 546	1 853 593
RV	732 937	1 959 504	1 840 599	2 431 974	2 302 287
REMUNERAÇÃO TOTAL	2 779 835	4 003 616	3 592 343	4 250 521	4 155 880
% DA RF	73,63%	51,06%	48,76%	42,78%	44,60%
% DA RV	26,37%	48,94%	51,24%	57,22%	55,40%
RVCP	732 937	1 959 504	1 840 599	2 100 772	1 637 652
RVLP	0	0	0	331 202	664 635
VARIAÇÃO RV	-	1 226 567	-118 905	591 375	-129 687
VARIAÇÃO % RV	-	167,35%	-6,07%	32,13%	-5,33%
		TELECOMUNICAÇÕES			
RF	625 000	625 000	675 000	675 000	675 000
RV	319 488	347 113	347 113	386 650	388 304
REMUNERAÇÃO TOTAL	944 488	972 113	1 022 113	1 061 650	1 063 304
% DA RF	66,17%	64,29%	66,04%	63,58%	63,48%
% DA RV	33,83%	35,71%	33,96%	36,42%	36,52%
RVCP	159 744	173 557	173 557	193 325	194 152
RVLP	288 792	285 315	277 936	295 177	317 635
VARIAÇÃO RV	-	27 625	0	39 537	1 654
VARIAÇÃO % RV	-	8,65%	0,00%	11,39%	0,43%
		UTILITÁRIOS			
RF	2 013 905	1 690 452	1 718 102	1 922 035	2 068 682
RV	2 378 293	2 297 519	2 466 553	3 057 617	3 016 301
REMUNERAÇÃO TOTAL	4 392 198	3 987 971	4 184 655	4 979 652	5 084 983
% DA RF	45,85%	42,39%	41,06%	38,60%	40,68%
% DA RV	54,15%	57,61%	58,94%	61,40%	59,32%
RVCP	768 297	2 062 900	1 685 324	2 135 057	2 009 902
RVLP	1 609 995	234 619	781 229	922 559	1 191 611
VARIAÇÃO RV	-	-80 773	169 034	591 064	-41 316
VARIAÇÃO % RV	-	-3,40%	7,36%	23,96%	-1,35%
		CONSUMIDOR DISCRICIONÁRIO			
RF	1 715 675	1 939 100	2 161 637	2 539 404	2 667 050

RV	1 235 400	1 644 500	1 725 400	2 090 600	2 389 600
REMUNERAÇÃO TOTAL	2 951 075	3 583 600	3 887 03	4 630 004	5 056 650
% DA RF	58,14%	54,11%	55,61%	54,85%	52,74%
% DA RV	41,86%	45,89%	44,39%	45,15%	47,26%
RVCP	862 700	1 093 500	1 181 200	1 486 300	1 684 800
RVLP	372 700	551 000	544 200	604 300	704 800
VARIAÇÃO RV	-	409 100	80 900	365 200	299 000
VARIAÇÃO % RV	-	33,11%	4,92%	21,17%	14,30%

O setor dos Utilitários destaca-se claramente, apresentando as remunerações totais mais elevadas ao longo de todo o período, com valores que variaram entre 3,98 milhões em 2021 e 5,08 milhões em 2024. A RV representou de forma consistente mais de 54% do total, atingindo 61,4% em 2023. Observa-se ainda um equilíbrio crescente entre RVCP e RVLP: em 2020, predominava a componente plurianual (67,7% da variável), mas em 2024 a proporção inverteu-se, com maior peso da componente anual (66,6%). Este comportamento sugere uma tentativa de balancear incentivos imediatos e mecanismos diferidos, reforçando a ligação entre remuneração e desempenho de forma sustentável.

Nos Materiais Básicos, a remuneração total registou forte crescimento entre 2020 e 2024 (de 2,78 para 4,16 milhões de euros). A proporção da RV aumentou de 26,4% em 2020 para valores superiores a 55% em 2022–2024, evidenciando um setor fortemente orientado para incentivos de desempenho. Contudo, esta variável foi dominada sobretudo por bónus anuais, com a componente de longo prazo a ganhar expressão apenas a partir de 2023, representando 16% do total da variável em 2024. Esta configuração reflete ainda uma maior ênfase em resultados de curto prazo, embora já se observe progressiva integração de mecanismos plurianuais.

O setor do Consumidor Discricionário também revela uma evolução consistente, com a remuneração total a crescer de 2,95 milhões em 2020 para 5,06 milhões em 2024. A RV manteve-se elevada (cerca de 42%–47% do total), mas com uma característica distintiva: a presença simultânea e estável de remuneração anual e plurianual. Em 2024, por exemplo, os incentivos plurianuais representaram 29,5% da RV, sugerindo maior alinhamento com as recomendações internacionais que defendem diferimento de compensações para mitigar riscos excessivos (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017; OECD, 2022).

Nos Industriais, observa-se um crescimento expressivo da remuneração total (de 937 mil em 2020 para 2,25 milhões em 2024), com uma subida progressiva da RV, que passou de valores residuais (0,1% em 2020) para cerca de 31% em 2024. Contudo, a RV neste setor é exclusivamente de curto prazo, sem utilização de mecanismos plurianuais, o que indica uma estratégia ainda fortemente orientada para o desempenho imediato.

O setor da Energia apresenta maior volatilidade. A RV foi inexistente em 2021, mas recuperou para 743 mil em 2024, representando 43% do total. A particularidade deste setor é a presença sistemática de incentivos plurianuais, que em 2020 já representavam 48% da variável e que, em 2024, corresponderam a 33%. Esta configuração mostra que, embora os valores totais sejam menos estáveis, existe uma tradição de utilizar mecanismos plurianuais, coincidentes com os mandatos da administração.

O setor Financeiro registou uma evolução mais irregular: em 2021, a RV caiu para apenas 15% do total, mas em 2024 já representava 41%. A análise da composição mostra que a partir de 2022 se verificou uma maior integração de mecanismos de longo prazo, que em alguns anos superaram o peso dos incentivos anuais. Este aspeto é relevante, pois sugere uma adaptação recente às recomendações regulatórias, após um período inicial marcado por maior conservadorismo.

Por fim, o setor das Telecomunicações manteve valores totais relativamente estáveis (entre 944 mil e 1,06 milhões), com uma estrutura consistente: cerca de 65% RF e 35% RV. Ao contrário de outros setores, aqui a RV apresenta uma presença equilibrada de incentivos anuais e plurianuais em todos os anos do período, destacando-se como um setor que mantém estabilidade tanto nos montantes como na estrutura remuneratória.

Em síntese, a análise por setor de atividade evidencia três padrões principais:

1. Setores altamente orientados para RV (Utilitários, Materiais Básicos, Consumidor Discricionário), com crescente, embora desigual, incorporação de mecanismos de longo prazo.
2. Setores com baixa ou inexistente utilização de incentivos plurianuais (Industriais), mais focados em resultados imediatos.
3. Setores com utilização estável de incentivos plurianuais, ainda que com menor peso total (Energia e Telecomunicações).

4.5 Conformidade com o código do Governo das sociedades

A análise da conformidade das políticas remuneratórias das empresas do PSI com o Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2023) constitui uma das dimensões centrais desta dissertação, dado que permite avaliar até que ponto a evolução da remuneração dos administradores executivos no período 2020–2024 está alinhada com os princípios de proporcionalidade, transparência e sustentabilidade definidos pelas boas práticas de governação.

Os resultados mostram que a estrutura remuneratória global tem vindo a aproximar-se das recomendações do Código. Em particular, verificou-se um reforço da RV, que representava em média 38% da remuneração total em 2020 e ascendeu a cerca de 49% em 2024 (ver Tabelas 1 e 2). Este crescimento traduz um maior alinhamento com os princípios da Teoria da Agência, que defendem a utilização de incentivos de desempenho como mecanismo de redução de conflitos entre gestores e acionistas (Jensen & Murphy, 1990; Edmans, Gabaix & Jenter, 2017).

No entanto, a análise da estrutura da RV evidencia que esta evolução não foi uniforme. Em setores como Utilitários e Materiais Básicos, a RVLP representa uma parcela significativa do total, assegurando mecanismos de diferimento coincidentes com os mandatos dos administradores, muitas vezes baseados em métricas trianuais. Este padrão aproxima-se das recomendações internacionais que defendem a utilização de incentivos plurianuais para promover a criação de valor sustentável (OECD, 2022; Ferrarini & Ungureanu, 2018).

Contudo, subsistem setores, como Industriais e parte do setor Financeiro, em que a RV permanece predominantemente centrada em bónus anuais de curto prazo, frequentemente pagos apenas em numerário. Embora formalmente em conformidade com o princípio *comply or explain*, esta prática pode incentivar decisões orientadas para resultados imediatos, contrariando os princípios de sustentabilidade de longo prazo (Bebchuk & Fried, 2004; Alves & Mendes, 2020).

Outro aspeto relevante diz respeito à forma de pagamento da RVLP. Como evidenciado nesta dissertação, o pagamento é realizado em numerário diferido ou através da atribuição de ações, mas nenhuma empresa do PSI utiliza atualmente *stock options* como instrumento remuneratório. Esta realidade contrasta com outros mercados europeus e norte-americanos,

onde os planos de *stock options* continuam a desempenhar um papel central (Conyon, Fernandes & Ferreira, 2019).

Finalmente, importa referir que a qualidade da informação divulgada nos Relatórios e Contas evoluiu de forma positiva ao longo do período. Nos primeiros anos (2020–2021), a informação era frequentemente escassa e pouco detalhada, dificultando a avaliação rigorosa da conformidade. Nos anos mais recentes (2023–2024), porém, as empresas passaram a apresentar relatórios mais claros e quantificáveis sobre critérios de desempenho e mecanismos de atribuição, refletindo um maior esforço de transparência e comparabilidade, em linha com as recomendações da CMVM (2021).

Do ponto de vista comparativo, verifica-se que as práticas das empresas do PSI apresentam níveis absolutos de remuneração inferiores aos observados nos principais mercados europeus, como Reino Unido, França ou Alemanha (Conyon, Fernandes & Ferreira, 2019). Contudo, a trajetória de convergência em termos de estrutura é evidente, nomeadamente no reforço da RV e na crescente utilização de mecanismos de longo prazo. Ainda assim, subsistem diferenças relevantes: enquanto nos mercados mais desenvolvidos é comum a atribuição de *stock options* e de planos complexos de *equity-based pay*, em Portugal prevalece o recurso a bónus monetários anuais e à atribuição de ações diferidas, sem utilização de opções. Além disso, a integração de métricas de sustentabilidade e indicadores ESG, que já assume um papel central em diversos países europeus (OECD, 2022), encontra-se ainda numa fase embrionária no mercado português. Esta comparação sugere que, embora Portugal esteja a alinhar-se progressivamente com as boas práticas internacionais, o ritmo de adaptação é mais cauteloso e revela uma maior dependência de estruturas conservadoras.

4.6 Discussão dos resultados

A análise desenvolvida neste estudo permitiu caracterizar de forma detalhada a evolução das políticas remuneratórias das empresas do PSI entre 2020 e 2024, identificando padrões relevantes tanto no nível global como na composição por setores e por empresas, e avaliando o grau de conformidade com o Código de Governo das Sociedades.

Em primeiro lugar, os resultados da Tabela 2 e dos Gráficos 2 e 3 mostraram uma tendência clara de crescimento da remuneração total, com a média a aumentar cerca de 45% no

período. Esta evolução acompanha a recuperação da economia portuguesa após a pandemia, sugerindo que as remunerações executivas refletem, pelo menos em parte, a performance económica geral, em linha com a evidência de Murphy (2013) e Conyon, Fernandes e Ferreira (2019). A diferença sistemática entre a média e a mediana confirma, contudo, a existência de assimetria distributiva, com algumas empresas a praticarem políticas remuneratórias significativamente mais elevadas.

No que respeita à RV, a Tabela 3 evidenciou um aumento expressivo, passando de 37,6% da remuneração total em 2020 para 48,7% em 2024. Este reforço da componente variável confirma a aplicação dos princípios da Teoria da Agência (Jensen & Murphy, 1990), segundo os quais os incentivos baseados no desempenho são fundamentais para alinhar os interesses de gestores e acionistas. No entanto, a literatura também alerta que incentivos excessivos de curto prazo podem induzir comportamentos oportunistas (Bebchuk & Fried, 2004), o que torna essencial avaliar a qualidade e a duração dos mecanismos adotados.

É neste ponto que a análise da estrutura da RV (Gráficos 4 e 5) assume particular relevância. Os resultados mostram que a RVCP (bónus anuais pagos em numerário e dependentes dos resultados do exercício) continua a ter peso predominante, representando entre 55% e 78% da RV no período. Todavia, observa-se um crescimento progressivo da componente de longo prazo, baseada em métricas plurianuais coincidentes com os mandatos da administração e diferida ao longo dos anos, muitas vezes paga em numerário ou através de ações. Esta evolução indica uma aproximação às boas práticas internacionais, que preconizam a utilização de mecanismos plurianuais como forma de mitigar riscos de curto prazo e promover a criação de valor sustentável (Edmans, Gabaix & Jenter, 2017; OECD, 2022). Importa sublinhar que nenhuma empresa do PSI utiliza atualmente *stock options*, o que distingue o mercado português de outros contextos europeus e norte-americanos.

A análise setorial apresentada na Tabela 4 revelou forte heterogeneidade. Setores como Utilitários e Materiais Básicos lideram em valores absolutos e apresentam maior utilização de RV, incluindo incentivos de longo prazo. Por contraste, setores como Industriais mantêm estruturas mais conservadoras, com quase exclusividade de bónus anuais. Estas diferenças sugerem que a adoção das recomendações do Código depende não apenas da regulação, mas também da cultura setorial e do modelo de negócio, confirmando

a literatura que destaca a influência do contexto na estrutura remuneratória (Arcot & Bruno, 2017; Alves & Mendes, 2020).

Do ponto de vista da conformidade com o Código de Governo das Sociedades, a análise do subcapítulo 4.7 indica progressos claros: reforço da RV, maior detalhe nos relatórios mais recentes (2023–2024) e crescente utilização de mecanismos plurianuais. Contudo, persistem desafios relacionados com a transparência (particularmente em 2020–2021) e com a predominância dos bónus anuais em certos setores. Estas conclusões estão em linha com os alertas da CMVM (2021) e confirmam que, embora o modelo português esteja a convergir, ainda apresenta traços de conservadorismo relativamente aos mercados mais desenvolvidos.

Do ponto de vista comparativo, verifica-se que as remunerações em Portugal continuam inferiores em termos absolutos às praticadas em mercados europeus como Reino Unido, França ou Alemanha (Conyon et al., 2019). No entanto, a trajetória de convergência em termos de estrutura é clara: reforço da RV, introdução de diferimento e maior alinhamento com objetivos de longo prazo. As principais diferenças residem na ausência de *stock options* e na integração ainda incipiente de métricas ESG como critério de desempenho, que já constituem prática consolidada em vários mercados europeus (OECD, 2022).

Em síntese, os resultados desta investigação confirmam que as políticas remuneratórias das empresas do PSI estão a evoluir no sentido das boas práticas internacionais e das recomendações do Código de Governo das Sociedades. O reforço da RV, a introdução de mecanismos plurianuais e a melhoria da qualidade da informação revelam progressos relevantes. Todavia, a predominância dos bónus anuais e a ausência de instrumentos como *stock options* evidenciam que o processo de convergência ainda está em curso e que subsistem desafios importantes para assegurar um verdadeiro alinhamento entre remuneração, desempenho e sustentabilidade.

5 Conclusão

A remuneração dos administradores executivos constitui um dos temas centrais do debate em finanças corporativas e *corporate governance*, pela sua relevância na forma como condiciona o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, a criação de valor sustentável e a perceção pública acerca da legitimidade das práticas de governação. Apesar de existir uma vasta literatura internacional (Jensen & Murphy, 1990; Bebchuk & Fried, 2004; Murphy, 2013; Edmans, Gabaix & Jenter, 2017), em Portugal a investigação empírica sobre este tema permanece escassa, com poucos estudos sistemáticos e geralmente limitados a períodos temporais curtos ou a casos específicos (Alves & Mendes, 2020). Nesse sentido, a presente dissertação procurou colmatar esta lacuna, analisando de forma abrangente a evolução da remuneração dos administradores executivos das empresas do PSI entre 2020 e 2024, explorando não apenas os valores globais e a sua evolução, mas também a composição entre RF e RV, as diferenças entre setores de atividade e o grau de conformidade com o Código de Governo das Sociedades.

Os resultados mostraram que, no período em análise, a remuneração total dos administradores executivos cresceu de forma significativa, registando uma subida média de cerca de 45%. A análise da RV revelou igualmente uma evolução marcante: o seu peso na remuneração total aumentou de 37,6% em 2020 para 48,7% em 2024, aproximando-se de um equilíbrio com a componente fixa. Esta evolução confirma a aplicação dos princípios da Teoria da Agência, que sublinha a importância de incentivos de desempenho no alinhamento entre gestores e acionistas (Jensen & Murphy, 1990). Ainda assim, a análise detalhada da estrutura da RV permitiu observar que os bónus anuais pagos em numerário continuam a ser predominantes, representando entre 55% e 78% do total da RV. Apesar desta dominância, verificou-se um reforço gradual da RVLP, geralmente baseada em períodos trianuais coincidentes com os mandatos da administração e diferida ao longo dos anos, paga em numerário ou através de ações, em conformidade com as recomendações internacionais (Edmans et al., 2017; OECD, 2022). Destaca-se, contudo, que nenhuma das empresas do PSI utiliza atualmente *stock options* como instrumento de remuneração, o que distingue Portugal de mercados mais desenvolvidos da Europa e dos Estados Unidos.

A análise por setores revelou forte heterogeneidade: setores como Utilitários e Materiais Básicos lideraram em valores absolutos e apresentaram maior utilização de incentivos

plurianuais, enquanto setores como Industriais permaneceram centrados em bónus de curto prazo. Esta diversidade sugere que a aplicação do princípio *comply or explain* gera diferentes graus de implementação do Código de Governo das Sociedades, dependendo da cultura e do modelo de negócio de cada setor (Arcot & Bruno, 2017). Além disso, verificou-se que os Relatórios e Contas de 2020 e 2021 apresentavam informação frequentemente escassa e pouco detalhada quanto aos critérios de atribuição da remuneração variável, melhorando de forma assinalável em 2023 e 2024, anos em que as empresas passaram a divulgar dados mais claros e quantificáveis. Esta evolução confirma os alertas da CMVM (2021), que há muito identificava a transparência como um dos maiores desafios do mercado português.

Do ponto de vista académico, este estudo constitui um contributo relevante para a literatura nacional, ao apresentar uma análise longitudinal e comparativa que cobre cinco anos consecutivos, permitindo identificar tendências estruturais e consolidar evidência empírica sobre um tema ainda pouco explorado em Portugal. Do ponto de vista prático, oferece informação útil para reguladores, empresas e investidores: para a CMVM e o IPCG, a evidência reforça a necessidade de incentivar a utilização de mecanismos plurianuais e a integração de métricas de sustentabilidade; para as empresas, fornece um referencial comparativo sobre as práticas remuneratórias no PSI.

Não obstante os contributos, este trabalho apresenta limitações que importa reconhecer. A opção por uma metodologia descritiva, baseada em estatísticas, tabelas e gráficos, sem recurso a modelos econométricos, limitou a capacidade de estabelecer relações causais entre remuneração e desempenho financeiro (Hair, Page & Brunsveld, 2019). A dependência da informação divulgada nos Relatórios e Contas, menos detalhada em alguns anos, constitui outra limitação, bem como o facto de a análise se restringir às empresas do PSI, não permitindo generalizar conclusões a todas as empresas cotadas portuguesas.

Estas limitações abrem espaço a futuras investigações. Estudos posteriores poderão recorrer a modelos econométricos que explorem a relação entre remuneração e variáveis de desempenho económico-financeiro, como a rendibilidade ou a estrutura acionista (Core, Guay & Larcker, 2003). Outras linhas de investigação poderão comparar as práticas portuguesas com as de outros países europeus de pequena e média dimensão, como Irlanda, Bélgica ou Grécia, para avaliar semelhanças e divergências. Adicionalmente, será relevante

explorar a integração de métricas ESG como critério de RV, uma prática já consolidada em mercados europeus mais desenvolvidos (OECD, 2022).

Em conclusão, este estudo mostra que a remuneração executiva nas empresas do PSI entre 2020 e 2024 seguiu uma trajetória de crescimento, diversificação e gradual alinhamento com as recomendações do Código de Governo das Sociedades, reforçando a componente variável e introduzindo mecanismos plurianuais que visam assegurar a criação de valor sustentável. Contudo, a predominância dos bónus anuais e a ausência de instrumentos como *stock options* evidenciam que a convergência com as melhores práticas internacionais está em curso, mas permanece incompleta. Ao colmatar parte da escassez de estudos sobre o tema em Portugal, esta dissertação contribui para a compreensão académica e prática de uma questão central na governação corporativa contemporânea, deixando em aberto novos caminhos de investigação que poderão enriquecer e aprofundar o debate.

Referências

Abreu, M. C., David, F., & Santos, J. (2016). Determinantes da Remuneração dos Administradores nas Empresas Cotadas Portuguesas. Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, 15(3), 34–49.

Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. Academy of Management Review, 28(3), 447-465. https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772

Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. The Academy of Management Annals, 4(1), 485–556. https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495525

Alves, C., & Mendes, V. (2001). Recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e à Performance das Sociedades. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, No 12. CMVM.

Alves, C., & Mendes, V. (2004). Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case. Corporate Governance: An International Review, 12(3), 290–301. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00370.x

Alves, C., & Mendes, P. (2020). Corporate governance and executive pay in Portugal: The role of ownership structure. Journal of Governance and Regulation, 9(2), 56–67. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.006

Arcot, S., & Bruno, V. (2017). In letter but not in spirit: Compliance with corporate governance codes. Journal of Corporate Finance, 45, 243–262. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.819784

Banco Mundial (2000). Global Corporate Governance Forum. https://documents1.worldbank.org/curated/en/810311468739547854/pdf/multi-page.pdf

Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports. Accounting Forum, 28(3), 205–236. https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.07.001

Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. Accounting Forum, 28(3), 205 236. https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.07.001

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2004). Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press. https://ssrn.com/abstract=537783

Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. C. Y. (2011). Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments. Journal of Financial Economics, 103(1), 1–23. http://www.nber.org/papers/w17127

Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. University of Chicago Law Review, 69(3), 751–846. https://doi.org/10.2307/1600632

Becker, G. S. (1964). Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education. University of Chicago Press. https://www.nber.org/books-and-chapters/human-capital-theoretical-and-empirical-analysis-special-reference-education-first-edition

Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? Journal of Corporate Finance, 12(3), 403–423. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005

Bugeja, M., da Silva Rosa, R., & Shan, Y. (2016). CEO Compensation and Gender: Evidence from Australian Public Firms. Accounting & Finance, 56(3), 631–662.

Cadbury, A. (1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.

Clarke, T., & Branson, D. (2012). The SAGE Handbook of Corporate Governance. Sage Publications. https://doi.org/10.4135/9781446200995

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2021). Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal.

Compensation in the United Kingdom. The Economic Journal, 105(430), 704. https://doi.org/10.2307/2235029

Conyon, M. J., & Murphy, K. J. (2000). The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. The Economic Journal, 110(467), F640–F671. https://doi.org/10.1111/1468-0297.00577

Conyon, M. J., Fernandes, N., & Ferreira, M. A. (2019). Executive compensation and governance in Europe. Journal of Corporate Finance, 56, 142–168.

Conyon, M., Gregg, P., & Machin, S. (1995). Taking Care of Business: Executive Compensationin the United Kingdom. https://doi.org/10.2307/2235029

Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2014). Business research methods (12th ed.). McGraw-Hill Education.

Core, J. E., & Guay, W. R. (2010). Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance? Journal of Financial Economics, 103(2), 123–157. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.648648

Core, J. E., Guay, W. R., & Larcker, D. F. (2003). Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. Economic Policy Review, 9(1), 27–50. https://ssrn.com/abstract=794806

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. Journal of Financial Economics, 51(3), 371–406. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0

Custódio, C., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2013). Generalists versus Specialists: Lifetime Work Experience and Chief Executive Officer Pay. Journal of Financial Economics, 108(2), 471–492. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.001

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. Academy of Management Review, 22(1), 20–47. https://doi.org/10.2307/259223

Devers, C. E., Cannella, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. Journal of Management, 33(6), 1016–1072. https://doi.org/10.1177/0149206307308588

Dias, A., Pereira, J., & Martins, R. (2021). ESG Integration in Portugal: Corporate Governance as a Catalyst for Sustainability. Sustainability Journal, 13(4), 1-19.

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. American Sociological Review, 48(2), 147–160. https://doi.org/10.2307/2095101

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. Australian Journal of Management, 16(1), 49–65. https://doi.org/10.1177/031289629101600103

Edmans, A. (2021). Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit. Cambridge University Press. https://doi.org/10.1017/9781108860093

Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence. In Handbook of the Economics of Corporate Governance, Vol. 1, pp. 383–539. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2992287

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. Academy of Management Review, 14(1), 57–74. https://doi.org/10.2307/258191V

Eriksson, T. (1999). Executive Compensation and Tournament Theory: Empirical Tests on Danish Data. Journal of Labor Economics, 17(2), 262–280. https://doi.org/10.1086/209920

Euronext. (2023). PSI – Index description. https://live.euronext.com

European Commission. (2017). Directive (EU) 2017/828 on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement. http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj

European Commission. (2023). Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD): Guidance on ESG-linked Executive Pay. https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-

supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive_en

European Commission. (2023). Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD): Guidance on Executive Remuneration. https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/corporate-sustainability-reporting-directive_en

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics, 26(2), 301–325. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034

Fernandes, N. (2008). Board Compensation and Firm Performance: The Role of Independent Board Members. Journal of Multinational Financial Management, 18(1), 30–44. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.003

Ferrarini, G., & Ungureanu, M. C. (2018). Executive pay and "comply-or-explain" in Europe. Journal of Law and Society, 45(S1), S13–S34.

Few, S. (2012). Show me the numbers: Designing tables and graphs to enlighten (2nd ed.). Analytics Press.

Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO Compensation. Annual Review of Financial Economics, 2, 75–102. https://doi.org/10.1146/annurev-financial-120209-133958

Gabaix, X., & Landier, A. (2008). Why Has CEO Pay Increased So Much? Quarterly Journal of Economics, 123(1), 49–100. https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.49

Gregory-Smith, I., Thompson, S., & Wright, P. (2014). CEO Pay and Appointments: A Panel Data Analysis. The Economic Journal, 124(574), F60–F89.

Hair, J. F., Page, M., & Brunsveld, N. (2019). Essentials of business research methods (4th ed.). Routledge. https://doi.org/10.4324/9780429203374

Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? Quarterly Journal of Economics, 113(3), 653–691. https://doi.org/10.1162/003355398555702

Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2015). Say-on-Pay Votes: The Role of the Media. European Accounting Review, 28(1), 1–25. http://dx.doi.org/10.1080/09638180.2015.1034152

Instituto Português de Corporate Governance (2023). Código de Governo das Sociedades.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, but How. Harvard Business Review, 68(3), 138–153. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1990.tb00207.x

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. Journal of Political Economy, 98(2), 225–264. https://doi.org/10.1086/261677

Kaplan, S. N. (2008). Are U.S. CEOs overpaid? Academy of Management Perspectives, 22(2), 5–20. https://doi.org/10.5465/amp.2008.32739755

Knaflic, C. N. (2015). Storytelling with data: A data visualization guide for business professionals. Wiley.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance, 54(2), 471-517. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115

Lazear, E. P., & Rosen, S. (1981). Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. Journal of Political Economy, 89(5), 841–864. https://doi.org/10.1086/261010

Mahrani, M., & Soewarno, N. (2018). The Effect of Good Corporate Governance and Fraud Prevention on Firm Value. Journal of Accounting Research, 7(1), 1–10.

Main, B. G. M., O'Reilly, C. A., & Wade, J. B. (1993). Top Executive Pay: Tournament or Teamwork? Journal of Labor Economics, 11(4), 606–628. https://doi.org/10.1086/298309

Marôco, J. (2021). Análise estatística com o SPSS Statistics (8.ª ed.). ReportNumber.

Marques, J. P., & Santos, A. (2022). Remuneração dos Executivos nas Empresas Portuguesas Cotadas: Uma Análise Longitudinal. Revista de Contabilidade e Finanças, 33(88), 118–135.

Mendes, V. (2019). Corporate Governance e Desempenho em Portugal: Uma Perspetiva Empírica. Revista Gestão & Tecnologia, 19(1), 45–61.

Morse, A., Nanda, V., & Seru, A. (2011). Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? The Journal of Finance, 66(5), 1779–1821. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01687.x

Murphy, K. J. (2013). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. In Constantinides, G., Harris, M., & Stulz, R. (Eds.), Handbook of the Economics of Finance, Vol. 2, Part A, pp. 211–356. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2041679

OCDE (2023). Os Princípios de Governo das sociedades do G20 e da OCDE. https://doi.org/10.1787/58478f0f-pt.

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. (2022). Executive Remuneration: Aligning Incentives with Long-Term Value Creation. https://doi.org/10.1787/80d6dc04-en

Rodrigues, A. & Cunha, M. (2020). Transparência e Divulgação das Práticas Remuneratórias nas Empresas do PSI-20. Revista de Contabilidade e Finanças Públicas, 13(2), 55–72.

Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal.

Sun, W., Zhao, Y., & Yang, Z. (2021). Executive Compensation, Corporate Governance, and Firm Performance in China. Emerging Markets Finance and Trade, 57(3), 751–770.

Sustentabilidade, risco e inteligência artificial: a revisão de 2023 do Código de Governo das Sociedades do IPCG. Revista Direito das Sociedades em Revista, Vol. 30, Almedina, 2023

Tricker, B. (2019). Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices. Oxford University Press. https://doi.org/10.1093/hebz/9780198809869.001.0001

Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1994). Substance and Symbolism in CEOs' Long-Term Incentive Plans. Administrative Science Quarterly, 39(3), 367–390. https://doi.org/10.2307/2393295