

A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: o Caso Português

Raquel Sofia Pereira do Nascimento*

* Este texto tem por base a minha tese de Mestrado em Ciências Empresariais - especialização em Finanças, pela Faculdade de Economia do Porto, que foi orientada pelo Professor Doutor Jorge Bento Farinha.

I - Introdução

Os escândalos financeiros de empresas como a Enron e a WorldCom e mais recentemente a excessiva tomada de riscos por parte de instituições financeiras na origem da crise financeira internacional têm suscitado nos últimos anos um interesse na realização de estudos sobre a relação entre o nível de remunerações dos executivos de topo e o desempenho das empresas por si geridas.

A delegação de poderes e consequentes problemas oriundos da prossecução de objectivos diferentes por parte de accionistas e gestores (*Jensen e Meckling, 1976*), conduzem à necessidade de encontrar mecanismos que assegurem o alinhamento de interesses destes dois grupos no sentido da maximização do valor da empresa e da riqueza para o Accionista.

Vários são os estudos que focam a temática da remuneração dos executivos das empresas. No entanto, poucos são os realizados para empresas fora dos Estados Unidos da América. São exemplos os estudos de *Brunello e Graziano (2001)* para as empresas italianas e de *Kaplan (1994)* para as empresas norte-americanas e japonesas. Os estudos para Portugal são poucos, conhecendo-se o estudo de *Fernandes (2005)* para 58 empresas portuguesas cotadas.

O interesse pelas questões de *Governance*, bem como a escassez de estudos para a realidade portuguesa, constituíram razões para a realização deste estudo. As elevadas remunerações dos gestores de empresas como a Enron e a WorldCom constituíram um incentivo adicional para a realização do trabalho.

Este estudo analisa a relação existente entre a remuneração dos administradores e o desempenho da empresa. As remunerações são um tema que suscita grande interesse, especialmente quando se refere a lugares de topo, onde a componente variável assume um peso importante.

Este estudo procura analisar todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e averiguar qual o impacto do desempenho da empresa na determinação da remuneração dos membros do Conselho de Administração. O objectivo principal é perceber se, tal como definido e analisado por *Hall e Liebman (1998)*, os administradores são ou não pagos como “burocratas”. O estudo difere dos demais realizados para outros países na medida em que é feita uma análise para o Conselho de Administração como um todo e para os seus administradores executivos e não executivos. A análise não foca a figura do *Chief Executive Officer (CEO)*,

dado que em Portugal, essa figura confunde-se frequentemente com a do *Chairman*, e muitas empresas não individualizam a sua remuneração. O estudo também difere do efectuado por *Fernandes (2005)* na medida em que a análise vai para além do papel dos administradores não executivos como “independentes” na determinação da remuneração, procurando encontrar eventuais respostas que expliquem a determinação da remuneração e que não passam, necessariamente, pela existência de administradores não executivos.

Este trabalho analisa os determinantes da remuneração dos administradores, dividindo esta nas suas componentes fixa e variável. Procura analisar se a dimensão da empresa e o facto da empresa pertencer ao Índice PSI-20 são factores preponderantes na determinação da remuneração. Também o desempenho da empresa, medido tanto pelo retorno da acção da empresa, como pelo retorno anormal da acção foi alvo de análise. Este trabalho procura analisar qual o impacto provocado por estas variáveis na determinação da remuneração (quer fixa, quer variável) dos membros do Conselho de Administração.

Concluiu-se que os gestores tendem a beneficiar da conjuntura bolsista e que a remuneração variável não é,

necessariamente, usada como forma de premiar o bom desempenho.

Seguindo a evidência de *Schleifer e Vishny (1997)*, onde se faz referência ao papel dos grandes accionistas como monitorizadores da conduta dos gestores, procurou-se analisar qual o impacto na remuneração dos administradores da detenção do capital da empresa num grupo de grandes accionistas e concluiu-se que a presença de grandes accionistas parece não permitir um alinhamento de interesses entre accionistas e gestores, que é reflectido na remuneração.

O papel dos administradores não executivos como “árbitros” da conduta dos gestores também foi avaliado, bem como a detenção de capital das empresas por administradores não executivos e administradores executivos. Se, por um lado, a detenção de capital por administradores não executivos não tem qualquer impacto na determinação da remuneração, os resultados parecem evidenciar que, por outro lado, quanto maior a detenção de capital por estes administradores, maior é a remuneração total do Conselho de Administração.

Este estudo não tem a pretensão de responder a todas as questões relacionadas com a determinação da remuneração dos membros do Conselho de Administração de

uma determinada empresa. Pretende sim “abrir as portas” para a realização de estudos futuros sobre as empresas em Portugal, versando uma das questões cruciais de *Corporate Governance*.

Este trabalho está organizado da seguinte forma. No Ponto II é feita a descrição da amostra e no Ponto III a apresentação dos resultados obtidos. O ponto IV analisa a robustez dos resultados e o Ponto V conclui o trabalho.

II - A Amostra

II.1) Recolha dos Dados e Definição das Variáveis

Os dados de base para este estudo foram obtidos directamente nos relatórios e contas das empresas que, a partir de 2001 e respeitando o Regulamento nº7/2001¹ da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), passaram a incluir mais informação relativa ao governo da empresa, como forma de promoção da igualdade e transparência da informação a nível transfronteiriço. Os relatórios e contas alvos da análise foram os das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, para os exercícios compreendidos entre 2002 e 2005. O ano de 2002 foi o escolhido para o início da recolha da informação

¹ Este regulamento foi substituído em 2004 pelo Regulamento nº4/2004.

precisamente porque os relatórios de governo da empresa começaram a fazer parte integrante e obrigatória dos relatórios e contas². É notória uma melhoria qualitativa na informação fornecida pelos relatórios mais recentes.

A amostra consiste em 198 empresas cotadas no período compreendido entre 2002 e 2005. Foram consideradas na análise apenas as empresas que disponibilizaram informação sobre o número de administradores e respectivas remunerações.

Recolheram-se dados que caracterizam os resultados da empresa e o governo societário. Os Conselhos de Administração poderão ser compostos por administradores executivos, que desempenham um papel activo na gestão diária da empresa, e não executivos, que asseguram o acompanhamento e avaliação contínua da gestão da sociedade por parte dos administradores executivos. Assim, a remuneração será dividida entre a remuneração dos administradores executivos e não executivos de forma a conseguir-se uma melhor interpretação da realidade de cada organização. Esta remuneração, especialmente a dos

² O Regulamento nº7/2001 entrou em vigor para o exercício de 2001. No entanto, a informação sobre os Planos de Acções e Opções e sobre as acções detidas pelos membros do órgão de administração só se tornou obrigatória para o exercício de 2002.

administradores executivos, contempla uma parte fixa e outra variável. Segundo os princípios da Teoria da Agência, a componente variável, por estar directamente relacionada com o desempenho da empresa, é uma forma de alinhamento de interesses entre gestores e accionistas (*Jensen e Smith, 1985, Sloan, 1993 e Schleifer e Vishny, 1997*), conduzindo a um comportamento maximizador do valor da empresa e do accionista.

A componente variável da remuneração também pode incluir opções e acções. Neste sentido, procurou-se obter informação detalhada sobre a percentagem de capital da empresa detida pelos gestores, tanto executivos como não executivos. No caso das empresas onde a figura do CEO está presente, também se recolheu informação sobre as acções detidas por parte deste gestor de topo. No entanto, apenas estão disponíveis dados para 4% das empresas que constituem a amostra.

A recolha dos dados centrou-se ainda em aspectos que caracterizam a empresa do ponto de vista operacional e contabilístico e que são susceptíveis de influenciar a remuneração dos gestores. Foi dada especial atenção aos resultados operacionais, rentabilidade dos capitais próprios, capitalização bolsista, volume de negócios, cotação das acções da empresa,

book to market, número de trabalhadores, risco e *dividend yield*.

II.2) Caracterização das Variáveis e Estatísticas Descritivas

II.2.1) Caracterização das Variáveis

Apesar da análise assentar essencialmente em duas variáveis - remuneração e desempenho - foram também escolhidas outras variáveis no sentido de se averiguar que factores contribuem para a remuneração dos gestores. Através das variáveis número de trabalhadores e capitalização bolsista foi analisada a dimensão da empresa, classificando-a como “Pequena”, “Média” ou “Grande”.³ A variável número de trabalhadores foi introduzida como variável de controlo para a dimensão, seguindo o trabalho realizado por *Brunello e Graziano (2001)*.

Seguindo a especificação usada na *Euronext Lisbon*, as empresas foram divididas em grupos distintos consoante o seu sector de actividade - *Industrials, Financials, Consumer Services, Basic Materials, Technology, Consumer Goods, Utilities e Telecommunications*. Trata-se de uma variável nominal usada também como forma de segmentação da amostra.

³ Seguindo o trabalho de *Fernandes (2005)* considerou-se que as empresas no top 20% de capitalização bolsista seriam classificadas de “Grande”, enquanto que as empresas situadas no bottom 20% seriam classificadas de “Pequena”.

O número de membros dos Conselhos de Administração é também analisado (TotAdm), especificando-se qual o número de administradores executivos (AdmExc) e não executivos (AdmNE). Segundo os Regulamentos nºs 7/2001 e 11/2003 da CMVM, de entre os membros não executivos do Conselho de Administração deve existir um número suficiente de membros independentes. Neste estudo com o intuito de se aferir sobre a eventual influência dos membros independentes na remuneração dos órgãos sociais de topo, os administradores não executivos são considerados independentes (na medida em que não interferem activamente na gestão diária da empresa), como forma de simplificação. Assim, foi calculada uma variável rácio, que pretende reflectir a proporção de membros não executivos no total do Conselho de Administração (PropNE_CA).

A variável remuneração (nas suas componentes total, variável e fixa) pode ter uma relação com a dimensão do Conselho de Administração (é de esperar que quanto maior o número de elementos do Conselho de Administração, maior a remuneração total do mesmo), pelo que foi calculada também em termos *per capita*. Estas variáveis foram calculadas em termos logarítmicos⁴. A análise da

remuneração engloba tanto a componente fixa como a variável, utilizada esta última como forma de compensar e premiar o bom desempenho⁵. A remuneração total é a soma destas duas componentes de remuneração.

Três variáveis expressas sob a forma de rácio foram construídas para se aferir sobre a percentagem de capital da empresa detido quer pelos administradores executivos (%CapEX), não executivos (%CapNE) e grandes accionistas (GrdAcc)⁶. *Schleifer e Vishny (1997)* referem que quando a percentagem de capital da empresa detida pelos *blockholders* atinge 50%, os interesses de maximização de valor da empresa são respeitados, na medida em que estes têm poder suficiente

⁵ Os planos de acções e opções não são considerados como componente variável da remuneração pois não é atribuído nenhum valor mensurável para estes planos. Contudo, o impacto da existência ou não destes planos de compensação nas empresas foi avaliado, com o intuito de averiguação da eventual correlação entre as empresas que têm estes planos de compensação e a remuneração dos gestores - as empresas que têm estes planos apresentam coeficientes significativos para a variável retorno quando analisada a remuneração fixa e total dos administradores executivos.

⁶ Esta variável é determinada tendo em conta a informação constante nos Relatórios e Contas que procura responder ao disposto nos Artigos 16º e 20º do Código dos Valores Mobiliários e Artigo 448º do Código das Sociedades Comerciais. Trata-se de uma variável que se refere às pessoas singulares e/ou sociedades que têm uma participação qualificada significativa nos direitos de voto da empresa.

⁴ Seguindo os estudos de Kaplan (1994), Brunello e Graziano (2001), Stammerjohan (2004).

para impor ao gestor uma conduta condizente com os objectivos dos accionistas.

As variáveis volume de vendas (VolVnd) e activo total líquido (ActTot) foram introduzidas com o intuito de representarem uma *proxy* da dimensão da empresa. Estas variáveis foram também convertidas em logaritmos. A variável activo total serviu para o cálculo da variável ROA, que será utilizada como uma das medidas de *performance* da empresa. Esta variável foi calculada mediante o rácio entre o resultado operacional e o activo total. Uma outra *proxy* para se aferir sobre o desempenho da empresa é a variável ROE que, quando não disponível directamente nos relatórios e contas das empresas, foi calculada tendo em conta o resultado líquido do exercício e os capitais próprios totais.

As variáveis risco (desvio padrão dos retornos mensais das empresas no período de análise - 2002 e 2005) e *Book-to-Market* (definido como o rácio entre os capitais próprios e a capitalização bolsista) também foram usadas neste estudo. Por fim, a variável escolhida para reflectir uma outra dimensão do desempenho da empresa é o retorno anual (variável que também foi transformada em termos logarítmicos⁷). O retorno do mercado

(calculado para o período 2002 - 2005) foi introduzido como forma de análise da possibilidade de atribuição de remunerações tendo em conta o desempenho do mercado e não o da própria empresa.

II.2.2) Estatísticas Descritivas

O tecido empresarial português é caracterizado por pequenas e médias empresas⁸ (Tabela 1). 38% das empresas pertence ao sector *Industrials* (sector com maior peso) e apenas 2% pertence ao *Utilities*.

A média de administradores executivos é superior à média de administradores não executivos por Conselho de Administração (Tabela 2). Cerca de 30% das empresas alvo de estudo não tem membros não executivos no Conselho de Administração.

Cerca de 35% dos membros dos Conselhos de Administração das empresas alvo de análise são não executivos. Os membros não executivos podem representar, no máximo, 80% do Conselho de Administração. À medida que a dimensão da empresa aumenta também a proporção de não executivos aumenta, nunca sendo inferior, em média, a 25% dos membros

⁷ Seguindo o estudo de Murphy (1985).

⁸ Esta caracterização mantém-se, quer considerando o número de trabalhadores, quer a capitalização bolsista.

constituintes do Conselho de Administração.

Para a análise da remuneração considerou-se a remuneração auferida quer pelos membros executivos, quer por membros não executivos. Analisando a remuneração total (Tabela 3) constata-se que, em média, um Conselho de Administração de uma empresa cotada em Portugal auferem por ano cerca de 3.034.000 Euros. A média de remuneração total revela uma tendência crescente nos últimos anos, aumentando cerca de 48% de 2002 para 2005 (o aumento é significativo tendo em conta que o número médio de administradores se mantém constante).

As remunerações auferidas nas empresas “Grandes” são superiores às das empresas “Pequenas”, até porque a própria dimensão do Conselho de Administração é superior. No entanto, a proporção de aumento não se mantém, ou seja, enquanto que, a média do número de administradores das empresas “Grandes” é cerca do triplo das empresas ditas “Pequenas”, a remuneração total média é cerca de 20 vezes superior nas empresas de maior dimensão.⁹

⁹ As conclusões são idênticas se analisarmos as remunerações *per capita*, ou seja, as remunerações tendem a aumentar com a dimensão da empresa. Um administrador de uma empresa “Grande” auferem, em média, 740.000 Euros anuais, enquanto que, a

Os administradores executivos do Conselho de Administração auferem cerca de 2.895.000 Euros por ano, em média, valor bastante superior aos 640.000 Euros auferido pelo conjunto dos membros não executivos (Tabela 3), aliás como seria expectável, na medida em que os executivos assumem um papel activo na gestão da empresa. Observando a evolução ao longo do período 2002-2005, constata-se uma tendência ascendente das remunerações, mantendo-se a discrepância entre executivos e não executivos.

Um aspecto potencialmente interessante de analisar diz respeito ao comportamento das componentes de remuneração, fixa e variável (que assumem um papel activo e importante nas decisões de gestão da empresa). Quando se analisa a remuneração dos executivos verifica-se que ambas as componentes de remuneração apresentam, em média, valores próximos (no estudo de *Fernandes 2005*, cerca de 23% da remuneração auferida pelos executivos é variável, enquanto que neste trabalho a componente variável assume um peso superior - 54%). São as empresas de maior dimensão que atribuem maiores remunerações variáveis aos seus administradores executivos. O *gap* é menor

remuneração de um de uma empresa de menor dimensão poderá atingir 98.000 Euros anuais.

entre empresas de dimensão “Pequena” e “Média”, havendo uma discrepância notória entre os valores registados entre as empresas de dimensão “Grande” e as empresas de dimensão “Média” e “Pequena”.

Relativamente à remuneração dos membros não executivos do Conselho de Administração, importa salientar que a sua remuneração é maioritariamente composta por uma componente fixa.

III - Determinantes da Remuneração

Analisam-se de seguida os determinantes da remuneração dos membros do Conselho de Administração, vistos como um todo e quando individualmente analisados. Inicialmente analisa-se o papel do desempenho e da dimensão da empresa na remuneração. Gradualmente são introduzidas outras variáveis de controle, avaliando-se qual o seu impacto na determinação da remuneração.

III.1) Remuneração e Desempenho

A problemática da Teoria da Agência no contexto das Finanças Empresariais foi inicialmente sistematizada por *Jensen e Meckling (1976)*. Os autores observaram que as empresas estariam longe de se comportar segundo o princípio da maximização de valor. A delegação de poderes pode gerar conflitos de interesses, na medida em que o gestor pode

prosseguir objectivos que não passam necessariamente pela maximização do valor da empresa e da riqueza do accionista. Os interesses individuais e objectivos pessoais podem sobrepor-se ao interesse último de maximização do valor da empresa.

Assim, num contexto de informação incompleta como o introduzido por *Holmstrom (1979)*, em que os contratos não são completos e não podem acautelar todas as situações, uma forma de minimizar o risco de agência passa pela introdução de compensação que premeie o desempenho. Seguindo *Kaplan (1994)*, uma medida capaz de avaliar o desempenho da empresa é o retorno da acção. Neste sentido, é analisada a seguinte relação que, de acordo com *Murphy (1985)*, permite a análise da elasticidade da remuneração ao desempenho:

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta \text{LnRet} + \epsilon \quad (1)$$

Segundo *Stammerjohan (2004)*, se as melhores decisões de gestão podem ser alcançadas mediante maiores remunerações, então as empresas que melhor remuneram os seus gestores devem apresentar melhor desempenho do que as empresas que apresentam menores níveis de remuneração dos seus gestores.

Constata-se que, para o Conselho de Administração como um todo, a proporção de variação explicada pelo modelo,

quando positiva, não é significativa e não é superior a 4,1% (considerando a remuneração variável *per capita*) (Tabela 5). Considerando a componente variável da remuneração verifica-se uma relação, estatisticamente significativa, entre a remuneração e o retorno da empresa, sendo o coeficiente de sensibilidade da remuneração ao retorno de 0,21.¹⁰

Os resultados coincidem com os de *Fernandes (2005)*, que conclui que a remuneração total parece não reflectir alterações no retorno da acção. A variável utilizada para reflectir o desempenho da empresa parece não ter qualquer poder explicativo (tal como foi constatado por *Stammerhojan, 2004*). Contrariamente a *Fernandes (2005)*, detecta-se uma relação entre a remuneração variável do Conselho de Administração como um todo e administradores executivos e os retornos das acções da empresa¹¹.

¹⁰ Efectuando a mesma análise, mas considerando somente os administradores executivos, constata-se que os R² ajustados aumentam, ainda que ligeiramente. A variável retorno é estatisticamente significativa quando se considera apenas a componente variável da remuneração. Os resultados obtidos para os administradores não executivos não são significativos.

¹¹ Posteriormente será analisado se esta relação se mantém quando se utilizam outras medidas de desempenho, nomeadamente retornos anormais em vez de retornos simples.

III.2) Relação entre Remuneração e Dimensão da Empresa

Os resultados obtidos após análise das remunerações e dimensão da empresa, nomeadamente os elevados níveis de correlação, parecem indiciar que as empresas de maior dimensão são as que melhor remuneram os seus gestores. Pode interpretar-se este resultado como sendo consistente com a ideia de que as empresas de maior dimensão requerem melhores gestores, com mais competências para lidar com uma complexidade acrescida e, como tal, são melhor remunerados. Todavia, este resultado também pode reflectir problemas de agência, que podem ser mais graves em empresas de maior dimensão. Pela análise da regressão anterior constatou-se que o melhor desempenho (medido pelo retorno da acção da empresa) não se traduz necessariamente em maior remuneração.

Numa primeira fase, analisou-se a relação entre remuneração e dimensão da empresa, medida pelo activo total líquido (de acordo com *Stammerjohan, 2004*).

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta \text{LnActTot}^{12} + \varepsilon \quad (2)$$

É de esperar que empresas de maior dimensão apresentem valores mais elevados de remuneração porque podem,

¹² O uso do Ln permite controlar os efeitos de observações extremas.

por exemplo, contratar gestores mais habilitados e com melhores qualidades (Kostiuk, 1989). Também Baker, Jensen e Murphy (1988) constataram que uma empresa 10% maior remunera o CEO em mais 3%¹³.

Os resultados indicam que à medida que a dimensão aumenta, aumenta também a remuneração (Tabela 5). Estes resultados são consistentes com Fernandes (2005) no que concerne aos membros executivos do Conselho de Administração, sendo cerca de 0,5 o coeficiente estimado para a variável de dimensão quando considerada a remuneração total.

Analisando o Conselho de Administração como um todo, ou isoladamente os membros executivos e não executivos, constata-se que as sensibilidades da remuneração à dimensão se mantêm sensivelmente inalteradas, quer se trate da remuneração total ou da remuneração fixa e variável. A excepção é detectada na remuneração dos membros não executivos (Tabela 5) em que a sensibilidade da remuneração à dimensão, ainda que não estatisticamente significativa, é apenas 0,08 (resultado significativamente diferente do coeficiente de 0,61 obtido por Fernandes, 2005).

¹³ Estes autores utilizam o volume de vendas como medida de dimensão.

Os resultados obtidos sugerem que grande parte do diferencial de remuneração entre empresas de dimensão “Grande” e “Pequena” é explicado pela componente variável da remuneração. Todavia, isto não se verifica no caso dos administradores não executivos. Esta análise não contradiz os resultados de estudos anteriores (ex. Kostiuk, 1989 e Himmelberg e Hubbard, 2000).¹⁴

Pela análise das regressões 1 e 2, prevalece a ideia de que a remuneração aumenta com a dimensão da empresa (e não tanto por alterações no retorno da acção) e que à medida que a dimensão da empresa aumenta, a componente variável também aumenta. Estes resultados vão ao encontro da evidência de Jensen e Murphy (1990a) em que a relação entre remuneração e desempenho da empresa é fraca e que a riqueza do gestor é muito mais sensível à dimensão da empresa do que ao seu valor de mercado.

III.3) Introdução de Novas Variáveis na Análise

Analisaram-se de seguida outras variáveis que poderão afectar a remuneração. Neste sentido e, seguindo o estudo de Fernandes (2005), introduziu-se na análise a variável

¹⁴ Também a remuneração *per capita* foi analisada, obtendo-se resultados sensivelmente iguais, ainda que as sensibilidades da remuneração à dimensão apresentem valores ligeiramente inferiores.

risco. A Teoria da Agência (ex. *Jensen e Smith, 1985* e *Aggarwal e Samwick, 1999*) propõe que gestores mais avessos ao risco tendem a preferir níveis de remuneração mais assentes na componente fixa, enquanto que gestores menos avessos ao risco tendem a “exigir” remuneração com maior peso da componente variável (tida como forma de premiar o bom desempenho da empresa).

A variável *Book-to-Market* (BTM) também é introduzida na análise com o intuito de se controlar o efeito das oportunidades de investimento. Isto porque alegadamente empresas com maior potencial de crescimento necessitam de gestores mais capazes e estão dispostas a remunerá-los melhor. Espera-se assim que quanto maior o rácio BTM, menores sejam as oportunidades de crescimento da empresa e, como tal, menor será o nível de remuneração (*Fernandes, 2005*).

Com o intuito de se simplificar a análise considerou-se que os membros não executivos do Conselho de Administração são membros independentes, com a capacidade de monitorar a conduta dos executivos. Neste sentido, é de esperar que quanto maior a proporção de não executivos no Conselho de Administração, menor será a remuneração do Conselho de Administração como um todo. Assim, analisou-se a seguinte regressão:

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta_1 \text{LnRet} + \beta_2 \text{LnActTot} + \beta_3 \text{Risco} + \beta_4 \text{BTM} + \beta_5 \text{PropNE_CA} + \beta_6 \text{TotAdm} + \varepsilon \quad (3)$$

Tal como na primeira regressão, concluiu-se que a remuneração do Conselho de Administração como um todo não reflecte o desempenho da empresa e que a remuneração dos administradores não executivos não está dependente do retorno da acção da empresa (Tabela 6).

A variável usada como *proxy* da dimensão da empresa (activo total líquido) é significativa na determinação da remuneração, sendo mais relevante no caso da remuneração variável do Conselho de Administração como um todo e administradores executivos. No caso dos administradores não executivos o seu peso é mais significativo na determinação da componente fixa da remuneração, tal como seria de esperar após a regressão (2).

As variáveis risco e BTM apresentam um coeficiente estimado que as torna pouco relevantes na determinação da remuneração. No entanto, e ainda que pouco significativo para a componente variável de remuneração dos administradores, a variável BTM assume o comportamento esperado, ou seja, quanto maior o rácio BTM, menor é a remuneração dos administradores.

A análise da sensibilidade da variável proporção de não executivos no Conselho de Administração parece evidenciar que à medida que a proporção de membros não executivos aumenta, a remuneração dos membros executivos diminui¹⁵. Os administradores não executivos podem assumir, de facto, um papel de independentes e de “árbitros” dos administradores executivos.

A mesma análise para a componente fixa *per capita* dos administradores executivos parece contradizer a literatura da Teoria da Agência, na medida em que o aumento da proporção de administradores não executivos conduz a um aumento da remuneração fixa de cada administrador executivo. Estes resultados são consistentes com os encontrados por *Fernandes (2005)* e com outros estudos anteriores (ainda que focando somente na figura do CEO e não no Conselho de Administração como um todo) de *Core et al. (1999)* e *Cosh e Hughes (1997)* que constataram que Conselhos de Administração com maior proporção de membros não executivos tendem a remunerar melhor o CEO.

À regressão (3) introduziram-se as variáveis relativas ao sector de actividade,

¹⁵ Apesar desta evidência, a variável proporção de não executivos no Conselho de Administração não é significativa para a determinação da remuneração total dos administradores executivos.

com o intuito de controlar qual a influência do sector de actividade na determinação da remuneração.

$$\begin{aligned} \text{LnRem} = & \alpha + \beta_1 \text{LnRet} + \beta_2 \text{LnActTot} \\ & + \beta_3 \text{Risco} + \beta_4 \text{BTM} + \beta_5 \text{PropNE_CA} + \\ & \beta_6 \text{TotAdm} + \beta_7 \text{Sector} + \varepsilon \quad (4) \end{aligned}$$

A introdução dos diferentes sectores de actividade na análise permite constatar que, tal como *Fernandes (2005)*, os coeficientes estimados para as *dummies* sectoriais são pouco significativos na determinação da remuneração (Tabela 6). No entanto a Remuneração Total dos membros do Conselho de Administração parece ser superior nas empresas de *Technology* (coeficiente estimado de 0,176) e nas empresas do sector de *Consumer Services* (coeficiente estimado de 0,132).

A remuneração total dos administradores não executivos tende a ser menor nos sectores *Financials* e *Consumer Goods* (Tabela 6). Apenas o sector *Technology* conhece coeficientes estimados positivos e significativos para um nível de significância de 5%.

III.4) Impacto dos Grandes Accionistas

Schleifer e Vishny (1997) referem que os grandes accionistas podem monitorar a conduta dos gestores. Salientam mesmo que, quando esta participação é superior a 50%, têm poder suficiente para que a

prossecação do objectivo de maximização do valor da empresa seja respeitado. Assim, é de esperar que, em última estância, quanto maior a participação no capital da empresa dos grandes accionistas, maior o retorno da empresa.

A introdução desta variável é feita na regressão seguinte:

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta_1 \text{LnRet} + \beta_2 \text{LnActTot} + \beta_3 \text{Risco} + \beta_4 \text{BTM} + \beta_5 \text{PropNE_CA} + \beta_6 \text{TotAdm} + \beta_7 \text{Sector} + \beta_8 \text{GrdAcc} + \varepsilon \quad (6)$$

Os resultados obtidos para o Conselho de Administração como um todo (Tabela 6) indiciam que estas variáveis explicativas são responsáveis pela variação da remuneração total em cerca de 30% (mediante a análise do R^2 ajustado). A variável activo total líquido indica que quando a dimensão da empresa aumenta a remuneração total do Conselho de Administração aumenta - o que vai ao encontro do resultado alcançado na regressão (2).

Esta regressão revela que a presença de grandes accionistas é estatisticamente significativa para a determinação da remuneração dos membros do Conselho de Administração, quando se analisa a remuneração variável. Curiosamente e, analisando a componente de remuneração variável total do Conselho de Administração, detecta-se que os coeficientes estimados para as variáveis

retorno anual e percentagem de capital detida pelos grandes accionistas são positivos e significativos. Este resultado é contrário ao expectável, sugerindo que a presença de *blockholders* tem um impacto positivo na remuneração.

No entanto, se se analisar a outra componente de remuneração, bem como a remuneração total, os resultados obtidos (Tabela 6) revelam que esta variável não é significativa para a determinação da remuneração. A variável retorno¹⁶ apresenta um coeficiente de sensibilidade negativo, parecendo mostrar que quando o desempenho aumenta a remuneração diminui. Os valores estimados não são, todavia, estatisticamente significativos.

Em suma, os resultados obtidos indiciam que a variável grandes accionistas não tem grande poder explicativo na variável remuneração, sendo apenas significativa quando analisada a componente variável da remuneração, mas com sinal contrário ao esperado no caso dos administradores executivos.

III.5) Impacto dos Administradores Não Executivos

Fama (1980) define os administradores externos como “árbitros profissionais que

¹⁶ No ponto IV) deste trabalho será feita a análise do impacto do retorno anormal na remuneração dos membros do Conselho de Administração.

têm por função acompanhar e vigiar a competição entre gestores de topo. Disciplinam-se mutuamente através do mercado externo que avalia e determina os preços dos seus serviços, de acordo com a sua *performance*.” *Rosenstein e Wyatt (1990)* evidenciam que a inclusão de administradores independentes no Conselho de Administração aumenta o retorno da empresa. Neste sentido e, seguindo *Fernandes (2005)*, estimou-se a regressão (3)¹⁷ para as empresas que não têm membros não executivos no Conselho de Administração e empresas que têm membros não executivos. Será de esperar que as empresas com membros não executivos no Conselho de Administração evidenciem uma maior relação da remuneração com o desempenho da empresa.

O modelo utilizado para analisar o impacto da presença de administradores não executivos na remuneração foi o seguinte:

$$\text{LnRem} = \alpha + \beta_1 \text{LnRet} + \beta_2 \text{LnActTot} + \beta_3 \text{Risco} + \beta_4 \text{BTM} + \beta_5 \text{PropNE_CA} + \beta_6 \text{TotAdm} + \varepsilon \quad (7)$$

A remuneração média destes membros do Conselho de Administração triplicou ao longo dos anos da amostra, sendo

¹⁷ Como o sector de actividade não é preponderante na determinação da remuneração, optou por excluir-se esta variável da análise, seguindo-se fielmente o que foi feito por *Fernandes (2005)*.

amplamente superior em empresas de dimensão “Grande”. A relação entre remuneração e dimensão da empresa é significativa e já foi alvo de análise pormenorizada.

Após a análise do impacto da existência de membros não executivos no Conselho de Administração, constatou-se que nas empresas em que o Conselho de Administração não tem membros não executivos e para a componente variável, a remuneração está relacionada (ainda que pouco significativamente) com o retorno (Tabela 7). Considerando a remuneração total, pode dizer-se que as variáveis explicativas usadas explicam em cerca de 20% a variação ocorrida na variável dependente - a remuneração.¹⁸

Apesar do R² ajustado ser superior quando a análise recai sobre os Conselhos de Administração que têm membros não executivos, o coeficiente estimado do retorno não é estatisticamente significativo, sugerindo que a presença de membros não executivos não parece ter impacto nas remunerações (Tabela 7).

Os resultados obtidos, tal como em *Fernandes (2005)*, são pouco claros quanto

¹⁸ Para o Painel B a variável independente proporção de administradores não executivos no Conselho de Administração (PropNE_CA) foi excluída da análise por não apresentar relação com a variável dependente.

ao papel de monitorização dos membros não executivos no Conselho de Administração. Esta conclusão pode estar relacionada com o facto dos administradores não executivos nas empresas alvo de análise não serem necessariamente independentes. Estes administradores, ainda que sem um papel activo na gestão diária da empresa, podem pertencer ao Conselho de Administração de uma empresa com influência dominante. *Fernandes (2005)* avançou com a possibilidade de falta de um mercado de administradores não executivos para explicar a ausência de monitorização por parte destes membros do Conselho de Administração. Se o mercado para os não executivos for ineficiente ou inexistente, então a sua reputação como defensores dos interesses dos accionistas não é uma preocupação, havendo pouco incentivo para actuarem como guardiões dos interesses dos accionistas.

IV - Análise de Robustez dos Resultados

Neste capítulo analisa-se a robustez dos resultados obtidos nas regressões anteriores, averiguando se estes se mantêm caso se alterem as variáveis independentes. Nas análises anteriores constatou-se que a remuneração não está directamente dependente do desempenho da empresa, pelo que se torna difícil avaliar o desempenho e a qualidade do gestor. Supostamente, melhores gestores

conduzirão a sua empresa a melhores níveis de *performance* e, como tal, merecem ser melhor remunerados. A remuneração está sobretudo directamente relacionada com a dimensão da empresa. No entanto, procurou-se analisar se a remuneração está dependente do desempenho da empresa ou do mercado como um todo. Para tal, foi incluída uma variável que pretende captar o retorno anormal e averiguar o seu impacto na determinação da remuneração.

Os resultados obtidos vão ao encontro dos já encontrados ao longo deste estudo - o desempenho da empresa não tem impacto consistentemente positivo na determinação da remuneração dos administradores, contrariamente à dimensão. Para a realidade portuguesa, o desempenho da empresa e do mercado não são factores preponderantes na determinação da remuneração. Considerando outras variáveis como *proxys* do desempenho da empresa (ROE e ROA) constatamos que os resultados obtidos são similares aos anteriormente obtidos, pelo que o desempenho da empresa parece não ser o factor que melhor explica as variações ocorridas na remuneração dos membros do Conselho de Administração.

Considerando o volume de vendas como *proxy* da dimensão da empresa, constata-se que esta variável explica a remuneração, mas numa proporção

inferior à explicada pelo activo total líquido. O R^2 ajustado na regressão que considera o volume de vendas é inferior em cerca de 5% em relação ao da regressão que considera o activo total líquido (a diferença é menor quando se analisa somente os administradores não executivos). Apesar desta variável ser menos explicativa da remuneração do que o activo total líquido, os resultados mantêm-se no essencial: a remuneração dos membros do Conselho de Administração aumenta com a dimensão da empresa. Ao considerarmos em simultâneo as variáveis volume de vendas (*proxy* da dimensão) e ROA e ROE (*proxys* do desempenho), concluímos que estas variáveis são menos significativas que as variáveis retorno da empresa e activo total líquido.

Com o intuito de averiguar a robustez dos resultados foi incluída uma variável *dummy* referente ao ano. A inclusão desta variável não produz efeitos significativos. Contudo, os resultados parecem indicar que ao longo dos anos da amostra tem sido dada mais importância à componente variável de remuneração como forma de premiar bom desempenho. O impacto na remuneração dos administradores do Conselho de Administração pelo facto das empresas pertencerem ao PSI-20 também foi analisado. Os resultados obtidos vão ao encontro do expectável, ou seja, empresas

que pertencem ao PSI-20 tendem a ser de dimensão superior e, como tal, o factor dimensão acaba por ser preponderante na determinação da remuneração.

V) Conclusão

Este trabalho procura contribuir para a melhor compreensão das circunstâncias que determinam a remuneração dos administradores das empresas cotadas em Portugal na *Euronext Lisbon*. Os resultados obtidos neste estudo são em parte consistentes com os de *Jensen e Murphy (1990a)*. Não se detectou evidência empírica de que em Portugal a remuneração total dos administradores seja determinada em função do desempenho da empresa. Esta variável é, todavia, significativa na determinação da componente variável de remuneração. A remuneração dos administradores em Portugal é amplamente influenciada pela dimensão da empresa. Os resultados demonstram que, quanto maior a dimensão da empresa (à qual se alia o facto da empresa pertencer ao Índice PSI-20), maior a remuneração dos seus administradores. Estes resultados são consistentes com a ideia de que empresas de maior dimensão possuem uma especial complexidade e requerem administradores mais hábeis e mais capazes e, como tal, que exigem maiores remunerações.

Nas empresas que não têm administradores não executivos parece existir uma relação mais forte, ainda que estatisticamente pouco significativa, entre remuneração e retorno da acção da empresa. Neste sentido, a evidência parece mostrar que a existência de administradores não executivos num Conselho de Administração não actua como um mecanismo disciplinador da conduta dos gestores.

A presença de grandes accionistas apenas é determinante na remuneração variável, enquanto que a detenção de capital por parte dos administradores executivos é preponderante na determinação da remuneração total e da componente variável. A percentagem de capital detida pelos administradores não executivos não parece influenciar a remuneração.

Neste estudo procurou averiguar-se se os gestores, na sua componente variável de remuneração, são remunerados pelo desempenho da empresa ou, ao invés, pelo

desempenho do mercado. Os resultados obtidos revelam que o impacto do retorno da acção da empresa na remuneração variável é superior ao impacto provocado pelo retorno anormal. Neste sentido, os resultados parecem apoiar a ideia de que os gestores são remunerados pelo comportamento geral do mercado, o que pode permitir comportamentos *free-rider*.

Concluimos que o factor preponderante para a determinação da remuneração não passa necessariamente pelo desempenho da empresa, mas sim pela dimensão da mesma. Se assim é, e se os administradores estão conscientes desta realidade, poderão enveredar por projectos de aumento da dimensão pela dimensão, descurando as necessidades da empresa que gerem. Se as empresas definirem um plano de incentivos poderão evitar-se políticas de *empire-building* destruidoras de valor, promovendo-se um melhor alinhamento de interesses.

Referências

Aggarwal, R. K. e A. A. Samwick (1999), “The Other Side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation”, *Journal of Political Economy*, vol. 107, pp. 65-105.

Baker, George P., Michael C. Jensen e Kevin J. Murphy (1988), “Compensation and Incentives: Practice Vs Theory”, *Journal of Finance*, vol. XLIII, nº 3, pp. 593-616.

Brunello, Giorgio, Clara Graziano (2001), “Executive Compensation and Firm Performance in Italy”, *International Journal of Industrial Organization*, Janeiro, vol. 19, issue ½, pp. 133-162.

Core, John E., R. W. Holthausen e D. F. Larcker (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371-406.

Cosh, A. e A. Hughes (1997), “Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholdings”, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 15, pp. 469-493.

Fama, E. (1980), “Agency Problems and The Theory of The Firm”, *Journal of Political Economy*, pp. 288-307.

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

Hall, Brian J. e Jeffrey B. Liebman (1998), “Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?”, *Quarterly Journal of Economics*, 103, pp. 653-691.

Himmelberg, Charles P. e R. Glenn Hubbard (2000), “Incentive Pay and The Market for CEOs: An Analysis of Pay-For-Performance Sensitivity”, Columbia University Working Paper.

Holmstrom, Bengt (1979), “Moral Hazard and Observability”, *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 74-91.

Jensen, Michael C. e Kevin J. Murphy (1990a), “Performance Pay and Top-Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, nº2, pp. 225-264.

Jensen, Michael C. e Smith (1985), “Stockholders, Managers and Creditor Interests: Applications of Agency Theory”, recent advances in corporate finance.

Jensen, Michael C. e William H. Meckling (1976), “Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

Kaplan, Steven N. (1994), “Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and The U.S.”, *Journal of Political Economy*, 102, pp. 510-546.

Kostiuk, Peter F. (1989), “Firm Size and Executive Compensation”, *The Journal of Human Resources*, vol. XXV, pp. 90-105.

Murphy, Kevin J. (1985), “Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1-3, pp. 11-42.

Rosenstein, S. e J. Wyatt (1990), “Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pp. 175-191.

Schleifer, Andrei e Robert W. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.

Stammerjohan, William (2004), “CEO Compensation and Subsequent Firm Performance: An Empirical Investigation”, *Corporate Ownership & Control*, vol. 2, issue 1.

Tabela 1**Distribuição das Empresas da Amostra por Dimensão e Sector de Actividade**

Esta tabela apresenta a divisão das empresas da amostra consoante a sua dimensão e sector de actividade.

O Pannel A foca a divisão das empresas por dimensão. DIMTRAB é a dimensão em função do número de trabalhadores e DIMCB é a dimensão em função da capitalização bolsista. O Pannel B foca a divisão por sector de actividade.

Pannel A: Divisão das Empresas por Dimensão

	DIMTRAB	DIMCB
Pequena	20,70%	20,70%
Nº Obs	41	41
Média	60,10%	59,60%
Nº Obs	119	118
Grande	19,20%	19,70%
Nº Obs	38	39
Total	100,00%	100,00%
Nº Obs	198	198

Pannel B: Divisão das Empresas por Sector de Actividade

SECTOR	%	Nº Obs.
Industrials	37,90%	75
Financials	12,60%	25
Consumer Services	19,20%	38
Basic Materials	10,10%	20
Technology	8,10%	16
Consumer Goods	6,10%	12
Utilities	2,00%	4
Telecommunications	4,00%	8
Total	100,00%	198

Tabela 2**Média para a Composição do Conselho de Administração**

Esta tabela apresenta um resumo da média para o número de membros do Conselho de Administração, bem como para a sua composição entre Administradores Executivos e Não Executivos, tendo em conta a Dimensão da Empresa.

Média	Total	Executivos	Não Executivos
Total Amostra	8,58	4,88	3,7
Dim Pequena	4,91	3,38	1,53
Dim Média	7,16	4,76	2,39
Dim Grande	15,95	6,54	9,41

Tabela 3

Estatísticas Descritivas para a Remuneração Total do Conselho de Administração

Esta tabela apresenta a Média para a Remuneração Total do Conselho de Administração, tendo em conta a Dimensão da Empresa e o Ano.

O Pannel A foca a Remuneração Total e Total Per Capita (em m€) do Conselho de Administração. O Pannel B foca a Remuneração Total e Total Per Capita (em m€) dos Administradores Executivos e Não Executivos do Conselho de Administração.

Pannel A: Média da Remuneração Total e Total Per Capita do Conselho de Administração (em m€)

	Rem Total				Rem Total			
	Grande	Média	Pequena		Per Capita	Grande	Média	Pequena
2005	3.950	9.966	2.989	626	402	758	373	126
2004	2.889	8.878	1.665	459	295	669	224	115
2003	2.730	9.189	1.564	411	287	675	237	85
2002	2.666	10.115	1.050	324	270	871	146	63
TOTAL	3.034	9.515	1.814	455	313	740	245	98

Pannel B: Média da Remuneração Total e Total Per Capita dos Administradores Executivos e Não Executivos Conselho de Administração (em m€)

	Rem Total	RemTot Não	Rem Tot Exec	Rem Tot Não
	Executivos	Executivos	Per Capita	Exec Per Capita
2005	3.342	1.049	607	244
2004	2.804	553	516	108
2003	2.547	543	458	79
2002	2.909	336	479	56
TOTAL	2.894	640	516	127

Tabela 4

Estatísticas Descritivas para a Remuneração Fixa e Variável dos Administradores Executivos

Esta tabela apresenta a Média para a Remuneração Fixa e Variável dos Administradores Executivos do Conselho de Administração, tendo em conta a Dimensão da Empresa e o Ano.

O Pannel A foca a Remuneração Fixa e Fixa Per Capita dos Administradores Executivos do Conselho de Administração (em m€). O Pannel B foca a Remuneração Variável e Variável Per Capita dos Administradores Executivos do Conselho de Administração (em m€).

Pannel A: Média da Remuneração Fixa e Fixa Per Capita dos Administradores Executivos (em m€)

	Rem Fixa Executivos				Rem Fixa Per Capita Exec			
	Grande	Média	Pequena		Grande	Média	Pequena	
2005	1.453	3.245	1.034	574	279	520	224	158
2004	1.370	3.237	953	550	285	529	229	173
2003	1.309	3.105	975	434	261	525	217	111
2002	1.108	2.610	800	291	213	458	153	89
TOTAL	1.318	3.059	950	458	262	509	210	134

Pannel B: Média da Remuneração Variável e Variável Per Capita dos Administradores Executivos (em m€)

	Rem Var Executivos				Rem Var Per Capita Exec			
	Grande	Média	Pequena		Grande	Média	Pequena	
2005	1.848	5.408	1.061	52	321	759	250	13
2004	1.433	4.886	548	0	232	696	120	0
2003	1.294	4.886	463	0	206	694	101	0
2002	1.711	6.899	288	0	246	959	54	0
TOTAL	1.566	5.484	602	13	251	772	134	3

Tabela 5

A Remuneração do Conselho de Administração, o Desempenho e a Dimensão da Empresa

Esta tabela apresenta os resultados do impacto do Desempenho e da Dimensão da Empresa na Remuneração do Conselho de Administração.

RemTOT significa a Remuneração Total; FixaTOT significa a Remuneração Fixa Total; VarTOT significa a Remuneração Variável Total; RTOTPC significa a Remuneração Total Per Capita; FixaTOT_PC significa a Remuneração Fixa Total Per Capita; VarTOT_PC significa a Remuneração Variável Total Per Capita e Ret significa o Retorno Anual da Ação da Empresa.

*, ** e *** indicam que o coeficiente é significativo a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

		Regressão (1)						Regressão (2)					
		RemTOT	FixaTOT	VarTOT	RTOTPC	FixaTOT_PC	VarTOT_PC	RemTOT	FixaTOT	VarTOT	RTOTPC	FixaTOT_PC	VarTOT_PC
Constant	B	13,764	13,610	9,061	11,807	11,617	7,586	3,049	5,649	-27,434	4,816	7,047	-22,074
	t	81,012	86,493	19,337	82,875	89,492	19,314	2,667	4,476	-8,492	4,22	6,389	-7,96
	Sig	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
LNRet	B	-0,005	0,050	0,210	0,005	0,065	0,216						
	t	-0,074	0,662	2,853	0,070	0,859	2,944						
	Sig		***			***							
LNActTot	B							0,504	0,435	0,65	0,405	0,302	0,63
	t							8,155	6,349	11,389	6,166	4,172	10,785
	Sig							***	***	***	***	***	***
Adj R2		-0,005	-0,003	0,039	-0,005	-0,002	0,041	0,250	0,184	0,420	0,405	0,086	0,393

		Regressão (1)						Regressão (2)					
		RemTOTEx	FixaTOTEx	VarTOTEx	RemTOTNE	FixaTOTNE	VarTOTNE	RemTOTEx	FixaTOTEx	VarTOTEx	RemTOTNE	FixaTOTNE	VarTOTNE
Constant	B	13,799	13,428	9,093	10,232	10,178	2,134	3,824	5,84	-27,646	-9,198	-9,253	-1,343
	t	82,132	86,958	19,502	22,533	22,530	4,710	2,952	4,683	-8,692	-2,568	-2,6	-0,322
	Sig	***	***	***	***	***	***	***	***	***	**	**	
LNRet	B	0,071	0,055	0,220	0,019	0,017	-0,009						
	t	0,935	0,719	2,995	0,204	0,186	-0,093						
	Sig		***										
LNActTot	B							0,507	0,422	0,66	0,454	0,456	0,084
	t							7,753	6,125	11,644	5,459	5,495	0,839
	Sig							***	***	***	***	***	***
Adj R2		-0,001	-0,003	0,043	-0,008	-0,008	-0,010	0,252	0,173	0,432	0,199	0,201	-0,003

Tabela 6

A Remuneração do Conselho de Administração e o Desempenho da Empresa - Análise Multivariada

Esta tabela apresenta os resultados da regressão multivariada do impacto do Desempenho da Empresa na Remuneração do Conselho de Administração.

RemTOT significa a Remuneração Total; FixaTOT significa a Remuneração Fixa Total; VarTOT significa a Remuneração Variável Total; RTOTPC significa a Remuneração Total Per Capita; FixaTOT_PC significa a Remuneração Fixa Total Per Capita; VarTOT_PC significa a Remuneração Variável Total Per Capita; Ret significa o Retorno Anual da Acção da Empresa; ActTot significa o Activo Total Líquido; Risco significa o desvio padrão dos Retornos Mensais da Acção da Empresa; BTM é o rácio Book-to-Market; PropNE_CA significa a Proporção de Administradores Não Executivos no total dos Administradores do Conselho de Administração; TotAdm significa o número Total de Administradores do Conselho de Administração; Financials significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Financials; ConServ significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Consumer Services; BasMat significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Basic Materials; Tech significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Technology; ConsGoods significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Consumer Goods, Utilit significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Utilities e Telecom significa as empresas que pertencem ao Sector de Actividade Telecommunications e GrdAcc significa a percentagem de capital da empresa detida por Grandes Accionistas.

*, ** e *** indicam que o coeficiente é significativo a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

		RemTOT	FixaTOT	VarTOT	RemTOTEx	FixaTOTEx	VarTOTEx	RTOTPC	FixaTOT_PC	VarTOT_PC	RemTOTNE	FixaTOTNE	VarTOTNE
Constant	B	3,535	6,764	-25,652	4,452	6,909	-26,305	3,784	6,246	-24,024	-13,214	-13,317	-3,280
	t	2,294	4,900	-6,256	3,122	5,055	-6,542	2,927	5,067	-6,752	-2,297	-2,332	-0,500
	Sig	**	***	***	***	***	***	***	***	***	**	**	
LNRet	B	-0,079	0,004	0,177	0,012	0,003	0,189	0,026	0,018	0,194	-0,009	-0,010	-0,079
	t	-1,243	0,058	3,086	0,180	0,043	3,348	0,386	0,247	3,416	-0,096	-0,097	-0,679
	Sig		**				***		***				
LNActTot	B	0,530	0,410	0,625	0,539	0,408	0,644	0,575	0,421	0,664	0,519	0,520	0,199
	t	5,957	4,269	7,695	5,043	4,205	8,020	6,063	4,140	8,240	3,668	3,687	1,182
	Sig	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	
Risco	B	0,003	-0,008	0,011	0,001	-0,010	0,014	0,015	0,004	0,018	0,076	0,080	-0,087
	t	0,043	-0,118	0,186	0,013	-0,147	0,240	0,225	0,058	0,312	0,725	0,766	-0,723
	Sig												
BTM	B	0,003	-0,009	-0,089	-0,011	-0,002	-0,094	0,011	0,024	-0,098	-0,027	-0,028	-0,011
	t	0,051	-0,124	-1,529	-0,164	-0,029	-1,641	0,162	0,326	-1,708	0,273	-0,282	-0,106
	Sig								*				
PropNE-CA	B	0,042	0,019	0,004	-0,072	-0,070	0,017	0,143	0,171	0,061	0,080	0,084	-0,083
	t	0,591	0,250	0,063	-0,980	-0,896	0,269	1,865	2,102	0,945	0,803	0,846	-0,681
	Sig						*	**					
TotAdm	B	0,030	0,130	0,001	0,080	0,145	-0,018	-0,134	-0,084	-0,073	-0,081	-0,080	-0,137
	t	0,309	1,249	0,015	0,810	1,374	-0,209	-1,295	-0,762	-0,827	-0,551	-0,543	-0,756
	Sig												
Financials	Adj R2	0,290	0,243	0,445	0,318	0,227	0,463	0,254	0,152	0,458	0,177	0,180	-0,025
	B	-0,019	-0,092	-0,060	-0,034	-0,074	-0,060	0,007	-0,034	-0,060	-0,260	-0,255	-0,251
	t	-0,206	-0,934	-0,720	-0,363	-0,744	-0,732	0,076	-0,325	-0,738	-1,739	-1,710	-1,547
ConServ	B	0,132	0,103	0,052	0,130	0,127	0,076	0,134	0,130	0,079	0,051	0,058	-0,229
	t	1,839	1,352	0,806	1,793	1,640	1,189	1,765	1,600	1,243	0,512	0,586	-1,982
	Sig	*		*			*					*	
BasMat	B	0,022	0,068	-0,061	0,058	0,096	-0,062	0,043	0,085	-0,071	0,011	0,014	-0,199
	t	0,300	0,855	-0,918	0,771	1,196	-0,940	0,549	1,006	-1,086	0,109	0,138	-1,661
	Sig												*
Tech	B	0,176	0,176	0,016	0,165	0,170	0,021	0,158	0,160	0,022	0,098	0,105	-0,215
	t	2,481	2,332	0,248	2,320	2,228	0,336	2,113	1,996	0,354	0,952	1,022	-1,776
	Sig	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**	*
ConsGoods	B	0,052	0,085	-0,035	0,023	0,050	-0,032	0,011	0,040	-0,039	-0,171	-0,167	-0,199
	t	0,776	1,161	-0,563	0,326	0,671	-0,521	0,147	0,517	-0,645	-1,746	-1,709	-1,582
	Sig									*	*	*	*
Utilit	B	-0,033	-0,008	-0,049	-0,035	0,004	-0,052	-0,041	0,004	-0,058	-0,054	-0,053	-0,083
	t	-0,494	-0,109	-0,803	-0,515	0,049	-0,861	-0,575	0,046	-0,963	-0,570	-0,557	-0,749
	Sig												
Telecom	B	0,051	0,027	0,066	0,068	0,040	0,065	0,087	0,056	0,072	0,002	0,002	0,132
	t	0,733	0,364	1,039	0,096	0,531	1,041	1,173	0,707	1,159	0,015	0,016	1,102
	Sig												
%CapGrdAcc	Adj R2	0,299	0,248	0,442	0,325	0,230	0,465	0,260	0,148	0,465	0,192	0,196	0,069
	B	0,048	-0,045	0,132	-0,024	-0,041	0,135	-0,062	-0,087	0,129	-0,049	-0,042	-0,225
	t	0,620	-0,536	1,882	-0,299	-0,480	1,967	-0,744	-0,974	1,880	-0,399	-0,346	-1,629
Adj R2	Sig		*			*		*	*				
		0,291	0,235	0,453	0,313	0,219	0,478	0,246	0,138	0,476	0,179	0,182	0,081

Tabela 7
A Remuneração do Conselho de Administração e o Desempenho da Empresa
- Impacto dos Administradores Não Executivos

Esta tabela apresenta os resultados da regressão multivariada do impacto dos Administradores Não Executivos na Remuneração do Conselho de Administração.

RemTOT significa a Remuneração Total; FixaTOT significa a Remuneração Fixa Total; VarTOT significa a Remuneração Variável Total; RTOTPC significa a Remuneração Total Per Capita; FixaTOT_PC significa a Remuneração Fixa Total Per Capita; VarTOT_PC significa a Remuneração Variável Total Per Capita; Ret significa o Retorno Anual da Acção da Empresa; ActTot significa o Activo Total Líquido; Risco significa o des-vio padrão dos Retornos Mensais da Acção da Empresa; BTM é o rácio Book-to-Market; PropNE_CA significa a Proporção de Administradores Não Executivos no total dos Administradores do Conselho de Administração e TotAdm significa o número Total de Administradores do Conselho de Administração.

*, ** e *** indicam que o coeficiente é significativo a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

		Tem NE						Não Tem NE					
		RemTOT	FixaTOT	VarTOT	RemTOTEx	FixaTOTEx	VarTOTEx	RemTOT	FixaTOT	VarTOT	RemTOTEx	FixaTOTEx	VarTOTEx
Constant	B	5,872	6,445	-24,506	4,997	6,769	-26,038	0,902	6,508	-25,957	3,006	6,508	-25,957
	t	3,529	3,601	-4,315	2,713	3,856	-4,725	0,266	2,516	-3,971	1,131	2,516	-3,971
	Sig	***	***	***	***	***	***	**	***		**	***	***
LNRet	B	0,051	0,027	0,151	0,062	0,029	0,180	-0,152	0,026	0,178	0,018	0,026	0,178
	t	0,617	0,294	1,932	0,719	0,312	2,343	-1,255	0,199	1,747	0,147	0,199	1,747
	Sig			*			**			*			*
LNActTot	B	0,516	0,488	0,673	0,575	0,480	0,710	0,444	0,289	0,519	0,439	0,289	0,519
	t	4,416	3,726	5,984	4,647	3,648	6,431	3,230	1,960	4,511	3,246	1,960	4,511
	Sig	***	***	***	***	***	***	***	*	***	***	*	***
Risco	B	0,034	0,030	-0,038	0,056	0,038	-0,017	0,026	0,006	0,057	0,039	0,006	0,057
	t	0,396	0,308	-0,456	0,615	0,388	-0,210	0,208	0,045	0,541	0,314	0,045	0,541
	Sig												
BTM	B	-0,057	-0,046	-0,021	-0,050	-0,038	-0,037	0,030	0,103	-0,210	0,055	0,103	-0,210
	t	-0,697	-0,499	-0,260	-0,576	-0,408	-0,481	0,246	0,776	-2,018	0,451	0,776	-2,018
	Sig									*			**
PropNE-CA	B	-0,003	0,006	-0,074	-0,073	-0,069	-0,062						
	t	-0,039	0,067	-0,929	-0,826	-0,745	-0,791						
	Sig												
TotAdm	B	0,121	0,098	-0,024	0,081	0,130	-0,059	0,107	0,243	0,185	0,234	0,243	0,185
	t	1,000	0,716	-0,204	0,626	0,943	-0,508	0,770	1,624	1,589	1,704	1,624	1,589
	Sig										*		
Adj R2		0,361	0,292	0,456	0,357	0,285	0,483	0,203	0,114	0,450	0,254	0,114	0,450