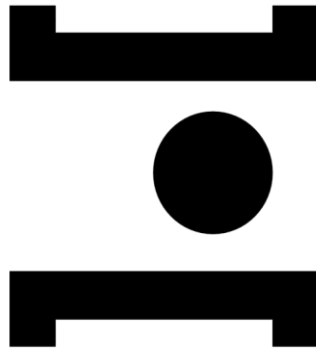


INSTITUTO POLITÉCNICO DE SANTARÉM
Escola Superior de Gestão e Tecnologia de Santarém



**POLITÉCNICO
DE SANTARÉM**

**O IMPACTO DA REMUNERAÇÃO DO CEO NA PERFORMANCE
DAS EMPRESAS COTADAS**

Dissertação
Mestrado em Contabilidade e Finanças

Micaela Leonor Silva Araújo

Orientação:
João Paulo Correia Teodósio

Dezembro, 2023

Aos meus amores, Sebastião e Luís.

“A experiência é o nome que damos aos nossos erros.”

Oscar Wilde

Agradecimentos

A persistência é o caminho do êxito e, por isso, a presente dissertação é o resultado de uma caminhada repleta de dedicação, esforço e superação. Tudo isto só seria possível com o apoio incondicional de todos aqueles que deixaram a sua marca, porque mais importante do que escolher o nosso caminho, é escolher com quem o seguir!

Começo por agradecer ao meu orientador, Professor Adjunto Doutor João Teodósio, que me acompanhou ao longo de todo este trajeto. Nos momentos após o nascimento do meu filho, o professor foi compreensivo, ajudando-me a encontrar o caminho para que pudesse atingir o sucesso. Agradeço pelo seu excepcional profissionalismo e dedicação, pela sua disponibilidade, ensinamentos, orientações, desafios e conselhos dados, bem como por toda a sua compreensão e incentivo até ao último momento, contribuindo de forma decisiva para conclusão deste trabalho. Aproveito também para agradecer aos restantes docentes que me acompanharam no meu percurso académico por todo o conhecimento que me deram.

Um agradecimento muito especial ao meu filho Sebastião, que me acompanhou ao longo de todo este trabalho, tanto dentro como fora da barriga, é por ti que faço tudo isto!

Ao meu namorado Luís, um enorme obrigada por ser o meu porto seguro, por estar sempre aqui para mim e para o nosso filho. Por ter sempre uma palavra para me motivar e por me fazer acreditar que sou capaz.

Agradecer também à minha família, em especial aos meus pais, irmãos, cunhados e sobrinhos. O apoio e motivação de cada um foi essencial para a realização deste trabalho. Obrigada por estarem sempre presentes.

Ao meu sobrinho Vicente agradeço pelo tempo que passou a observar o meu estudo fazendo-me parecer muito inteligente porque não compreendia como eu conseguia analisar os valores obtidos.

Por último, agradecer à Escola Superior de Gestão e Tecnologia de Santarém, por estes anos repletos de conhecimento e, aos meus colegas de mestrado com quem tive o prazer de conviver ao longo do tempo de aulas.

Acrónimos/Siglas

AFL-CIO – *American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations*

AG – Assembleia Geral

CA – Conselho de Administração

CAE – Conselho de Administração Executivo

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CEO – *Chief Executive Officer*

CF – Conselho Fiscal

CGS – Código do Governo das Sociedades

CGS – Conselho Geral e de Supervisão

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

EPS – *Earnings Per Share*

EUA – Estados Unidos da América

FU – Fiscal Único

IAS – *International Accounting Standards*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PSI – Portugal *Stock Index*

ROA – *Return on Assets*

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – *Return on Equity*

ROI – *Return over Investmen*

TSR – *Total Shareholder Return*

UE – União Europeia

Resumo

Nesta dissertação investiga-se o impacto da remuneração do *Chief Executive Officer* (CEO) na performance das empresas através de modelos de regressão linear dos mínimos quadrados ordinários.

A amostra é composta por empresas não financeiras e não desportivas cotadas em Portugal, no PSI All Share, no período de 2012 a 2021. Como variáveis dependentes foram utilizadas o *Return on Assets* (ROA), o *Return on Equity* (ROE) e o Q de Tobin e, como variável independente, a variação da remuneração total do CEO.

Os resultados demonstram que a variação da remuneração do CEO influencia positiva e significativamente o desempenho de mercado das empresas medido pelo Q de Tobin, mas não impacta no desempenho contabilístico medido pelo ROA e ROE.

De acordo com a revisão de literatura efetuada, a utilização da variação da remuneração total do CEO, como variável independente, apresenta-se como a principal contribuição desta investigação.

Palavras-chave: Governo das sociedades, remuneração do CEO, performance, Euronext Lisbon, PSI All Share

Abstract

This dissertation investigates the impact of Chief Executive Officer (CEO) remuneration on company performance using ordinary least squares linear regression models.

The sample comprises non-financial and non-sporting companies listed in Portugal on the PSI All Share from 2012 to 2021. Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Tobin's Q were used as dependent variables and, as an independent variable, the variation in the CEO's total compensation.

The results demonstrate that the variation in the CEO's remuneration positively and significantly influences the market performance of companies measured by Tobin's Q but does not impact the accounting performance measured by ROA and ROE.

According to the conducted literature review, using the variation in the CEO's total remuneration as an independent variable is the main contribution of this investigation.

Keywords: *Corporate governance, CEO compensation, performance, Euronext Lisbon, PSI All Share*

Índice

Dedicatória	i
Agradecimentos	ii
Acrónimos/Siglas	iii
Resumo	iv
Abstract	v
Índice	vi
Índice de figuras	viii
Índice de tabelas	ix
Índice de gráficos	x
Introdução	1
1. Revisão de Literatura	3
1.1. <i>Corporate Governance</i> e a remuneração dos gestores.....	3
1.1.1. Enquadramento	3
1.1.2. Conceito	3
1.1.3. <i>Corporate Governance</i> em Portugal	5
1.1.4. Sistemas genéricos de governo societário.....	6
1.1.4.1. Sistema Anglo-Saxónico.....	7
1.1.4.2. Sistema Continental.....	8
1.1.4.3. Principais diferenças dos sistemas Anglo-Saxónico e Continental....	9
1.1.5. Modelos de governo societário em Portugal	11
1.1.5.1. Modelo Clássico (ou Monista).....	12
1.1.5.2. Modelo Anglo-Saxónico	13
1.1.5.3. Modelo Germânico (ou Dualista)	14
1.1.6. A remuneração dos administradores e a <i>corporate governance</i>	15
1.1.7. Relação entre a remuneração do CEO e a performance da empresas..	18
1.1.7.1. Estudos no contexto português	22
2. Metodologia	25
2.1. Objetivo do estudo.....	25
2.2. Definição de hipóteses	25
2.3. Descrição das variáveis	26
2.3.1. Variáveis Dependentes – Performance.....	27
2.3.1.1. <i>Return On Assets</i> – ROA.....	27

2.3.1.2.	<i>Return On Equity</i> – ROE	28
2.3.1.3.	Q de Tobin.....	29
2.3.2.	Variável Independente ou Explicativa	30
2.3.2.1.	Remuneração Total do CEO.....	30
2.3.3.	Variáveis de Controlo	30
2.3.3.1.	Características do CEO	31
2.3.3.1.1.	Idade e Antiguidade	31
2.3.3.1.2.	Formação	31
2.3.3.1.3.	Género.....	32
2.3.3.2.	Características da Empresa.....	32
2.3.3.2.1.	Dimensão	32
2.3.3.2.2.	Índice de dívida sobre ativos e <i>Dividend Yield</i>	32
2.3.3.3.	Características do Conselho de Administração.....	33
2.3.3.3.1.	Dualidade CEO/Chairman.....	33
2.3.3.3.2.	Dimensão	33
2.3.3.3.3.	Independência	34
2.3.3.3.4.	Diversidade de género.....	34
2.3.4.	Variável contextual	35
2.3.4.1.	Troika	35
2.4.	Metodologia utilizada	37
2.5.	Definição da amostra e processo de recolha dos dados	38
3.	Análise e discussão de resultados.....	40
3.1.	Estatísticas descritivas.....	40
3.1.1.	Estatística descritiva para a amostra total.....	40
3.2.	Resultados Empíricos	44
3.3.	Discussão dos Resultados.....	47
4.	Conclusão	53
	Referências Bibliográficas	54

Índice de figuras

Figura 1 - Estrutura de órgãos do Sistema Anglo-Saxónico.....	7
Figura 2 - Modelo Clássico	13
Figura 3 - Modelo Anglo-Saxónico.....	14
Figura 4 - Modelo Germânico	14
Figura 5 - Modelo esquemático do teste empírico.....	26

Índice de tabelas

Tabela 1 - Variáveis do estudo - Dependentes, Independente, de Controlo e Contextual	36
Tabela 2 - Amostra utilizada no estudo	38
Tabela 3 - Estatística descritiva	40
Tabela 4 - Matriz de Correlações entre Variáveis	42
Tabela 5 - <i>Variance Inflation Factor</i> (Multicolinearidade)	44
Tabela 6 - Testes OLS	45
Tabela 7 - Análise de hipóteses	46

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Empresas por setor de atividade	39
---	----

Introdução

Os escândalos financeiros constantes e o papel dos executivos permitiram que se desse um maior destaque à relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das sociedades. Tornou-se evidente a necessidade de uma *corporate governance* mais transparente, democrática e eficaz para o desenvolvimento sustentável das organizações.

Tendo em conta que o principal foco do *Chief executive Officer* (CEO) é alcançar os objetivos de curto e longo prazo definidos pelos acionistas, é natural que a sua remuneração tenha uma forte ligação aos resultados da empresa. Será expectável que quanto maior for o desempenho da empresa, maior será a remuneração do CEO. Contudo também se pode afirmar a relação contrária, isto é, um CEO com uma maior remuneração irá, à partida, fazer uma melhor gestão da empresa alcançando assim melhores resultados (Smirnova & Zavertiaeva, 2017).

O sistema de remuneração dos CEO pretende atenuar os conflitos de agência, originados pela divergência de interesses entre o gestor, os acionistas e outros *stakeholders* (Jensen & Meckling, 1976). Os custos de agência surgem no contexto das sociedades cotadas, pois é aqui que, o bem-estar e a salvaguarda dos interesses dos acionistas dependem, em grande medida, da atuação da administração da empresa. Um clássico exemplo deste tipo de conflitos surge quando a administração age em interesse próprio distanciando-se do interesse da empresa e dos seus acionistas, levando a práticas remuneratórias desadequadas e incentivadoras de comportamentos que poderão revelar-se comprometedores de um crescimento sustentável.

De acordo com Teodósio (2021), os estudos existentes em Portugal sobre o tema da remuneração de executivos são poucos. Na sua revisão de literatura, apenas 10% dos artigos publicados em *corporate governance* neste milénio abordam o tema da remuneração dos diretores executivos. A importância da análise da remuneração do CEO, não incide apenas na sua remuneração global, mas essencialmente nas dimensões que esta integra, por exemplo: a remuneração de curto prazo que pode conter simultaneamente uma componente fixa e uma componente variável (salário e bónus) e os incentivos de longo prazo que podem igualmente incorporar componentes fixas e variáveis (*stock options*).

Neste sentido, esta dissertação pretende colmatar uma lacuna de investigação em Portugal relacionada com o estudo do impacto da remuneração do CEO no desempenho das empresas cotadas, utilizando para isso indicadores de performance em termos operacionais, financeiros e de mercado, uma análise temporal mais longa e atual (10 anos) do que a dos estudos publicados, e ainda, a utilização de uma variável independente de remuneração que, de acordo com o que nos foi possível apurar, não está explorada pela literatura.

O objetivo desta investigação consiste no estudo do impacto da remuneração do CEO na performance das empresas cotadas no PSI All Share no período de 2012 a 2021. Para compreender este impacto serão utilizadas como variáveis dependentes, três indicadores de performance (ROA, ROE e Q de Tobin) e como variável independente a variação da remuneração total do CEO.

Os resultados obtidos refletem que a variação da remuneração do CEO apenas causa impacto na performance através do Q de Tobin, sendo esse impacto positivo. Já nas variáveis de controlo e contextual, a idade do CEO, a antiguidade do CEO, a formação do CEO, o género do CEO, a dimensão da empresa, o índice de dívida sobre ativos, a dualidade CEO Chairman, a dimensão do Conselho de Administração, a percentagem de independentes no Conselho de Administração e a Troika, influenciam a performance. No entanto, o tipo de impacto é diferente consoante a variável de performance utilizada.

A estrutura da restante dissertação está organizada em quatro capítulos. No capítulo 1, é apresentada uma revisão de literatura sobre o tema, onde são abordadas teorias relacionadas com o mesmo, contribuições para a literatura e conclusões retiradas de outros estudos. No capítulo 2, descreve-se a metodologia adotada, nomeadamente em termos de objetivo, definição de hipóteses e descrição de variáveis, modelos econométricos utilizados, amostra e processo de recolha de dados. No capítulo 3, analisam-se e discutem-se os resultados e, no capítulo 4, são apresentadas as conclusões, as limitações do estudo, e ainda algumas propostas para investigação futura.

1. Revisão de Literatura

1.1. *Corporate Governance* e a remuneração dos gestores

1.1.1. Enquadramento

Devido à complexidade e abrangência do conceito de *corporate governance*, têm sido desenvolvidas várias teorias que têm como objetivo enquadrar este tema. Aquela que surge com maior frequência, e a partir da qual grande parte dos modelos e processos de *corporate governance* têm sido abordados, é a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) que se foca na identificação e resolução de conflitos criados pela separação de poderes entre a propriedade da empresa (acionistas) e os administradores executivos (gestores). De acordo com a teoria, os “agents” são os administradores executivos que, em nome dos acionistas “principals”, gerem a empresa. A incerteza e a assimetria de informação colocam problemas de conflitos de interesses nas relações estabelecidas na estrutura organizacional que vão afetar as funções básicas das organizações e o seu potencial de criação de valor. Surge então a necessidade de introduzir mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar as atuações desses agentes, em particular entre os dois grupos com marcado protagonismo sobre a atividade económica de uma empresa: proprietários e gestores. Neste sentido, esta teoria defende a contratação de diretores independentes para controlar e monitorizar o comportamento dos gestores executivos e, simultaneamente, defender os interesses dos acionistas minoritários.

Em termos de *corporate governance*, Portugal dispõe de um quadro normativo moderno, em linha com os mecanismos previstos a nível europeu e internacional. Para além do quadro normativo, Portugal tem um Código do Governo das Sociedades publicado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) em 2018, e revisto em 2020.

1.1.2. Conceito

São várias as definições alternativas de governo das sociedades, todas elas igualmente aceitáveis, dadas as várias perspetivas sobre este assunto. Para Shleifer e Vishny (1997, p. 737), “o governo das sociedades lida com as formas pelas quais os fornecedores de capital para as Organizações garantem, a eles próprios, a obtenção de retorno do seu investimento”.

É oferecida por Sir Adrian Cadbury ('Global Corporate Governance Forum', Banco Mundial, 2000) uma definição muito mais abrangente: “a *corporate governance* preocupa-se em obter um balanço entre os objectivos económicos e sociais e os objectivos individuais e da sociedade. A matriz da *corporate governance* existe para encorajar o uso eficiente de recursos e igualmente para exigir a responsabilização pelo modo como os mesmos são usados. O objetivo é alinhar o mais próximo possível os interesses dos indivíduos, das corporações e da sociedade”.

Para a OCDE (2004, p. 11) “envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz”.

Para a CMVM (2005, p.1) o governo das sociedades é definido como “o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

A *corporate governance* ou o governo das sociedades na definição dada pelo Instituto Português de *Corporate Governance* é “o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência” (Silva et al., 2006, p.12).

É de relevar que o alcance da expressão do governo das sociedades não se limita a abranger o conjunto de estruturas de decisão e fiscalização das organizações (mecanismos de controlo interno). Neste conceito podem também ser incluídas todas as imposições externas, designadamente aquelas que se referem ao escrutínio e ao juízo de valor que é feito pelos diversos intervenientes do mercado de capitais. É possível ainda salientar que nem todos os mecanismos de governo internos à empresa

são resultado da sua livre escolha, uma vez que alguns são impostos pela legislação em vigor.

1.1.3. *Corporate Governance* em Portugal

Com a aprovação da Comissão do Mercado de Valores de Mobiliários (CMVM) de recomendações sobre as práticas de governo para as sociedades, surge em Portugal, em 1999, a grande preocupação com o *Corporate Governance*. De acordo com as recomendações e regulamentos publicados desde 1999, a CMVM segue uma política através da qual o seu objetivo é a obrigatoriedade de as empresas divulgarem em que medida cumprem as recomendações que lhes são feitas, ou caso não o façam, que expliquem o motivo (Alves & Mendes, 2001).

As referidas recomendações têm como principais temas a divulgação da informação, o direito ao voto e representação de acionistas, a estrutura e funcionamento do conselho de administração e a remuneração de membros.

De acordo com a CMVM (2007, p.3), o objetivo das recomendações é “contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e de contribuir para uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas. Além disso, é também objetivo do presente documento que seja prosseguida uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades cotadas. Estas recomendações pretendem, pois, apresentar-se como um exercício tendente à definição das melhores práticas capazes de fomentar a eficiência das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários.”

Sendo a CMVM a entidade responsável pela supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários, tem conseguido desempenhar um papel importante na elaboração e aprovação de recomendações bem como na consolidação das bases do governo das sociedades (Luís, 2018, p.10).

Uma primeira versão do Código do Governo das Sociedades (CGS) publicado em 2012 pelo Instituto Português de *Corporate Governance*, foi elaborado como alternativa ao código da CMVM, sendo um código “de adesão voluntária e a sua observância assenta na regra *comply or explain*.” (IPCG, 2018, p.36). Tendo em conta que este código foi adaptado às realidades bastante diferentes das empresas alvo, o mesmo admite que, a

sociedade possa ajustar algumas recomendações consoante a dimensão ou regulamento interno.

Posteriormente em 2016, após a CMVM assumir a falta de autorregulação sobre o governo das sociedades, o IPCG publicou um novo Código de Governo das Sociedades por forma a “encontrar um ponto de equilíbrio que permitisse evitar a duplicidade recomendatória que estava a gerar-se” (IPCG, 2018, p.35).

Por fim, em 2018, o IPCG publicou um novo código que “procura induzir nas sociedades práticas que se revelem conformes com as orientações que, no plano nacional e internacional, são reconhecidas como de bom governo: neste sentido, o Código constitui, por um lado, um complemento à ordem jurídica e, por outro, um guia de bom governo societário” (IPCG, 2018, p.36). Este último passou a ser o único código em vigor em Portugal e foi revisto em 2020.

Os instrumentos de governo das sociedades existentes têm como função a concretização dos objetivos da empresa. Contudo, consoante o enquadramento legal e institucional, pode variar a tomada de decisão e fiscalização (Campos, 2015). Assim, de seguida, serão apresentadas as características de cada um dos sistemas de governo societário.

1.1.4. Sistemas genéricos de governo societário

De acordo com Weimer e Pape (1999), mundialmente são identificados quatro sistemas de *Corporate Governance*: “Anglo-Saxon”, “Germanic”, “Latin” e “Japan”. De acordo com as características de cada país são então adotados os sistemas de *Corporate Governance*. Para La Porta et al. (1997), Sternberg (2004), Jeffers (2005) e Silva et al. (2006), citados por Pereira (2013), os principais sistemas de *Corporate Governance* são dois: o sistema Anglo-Saxónico (sistema de controlo interno) e o sistema Continental (sistema de controlo externo).

Para Babić e Nikolić (2016) o objetivo destes sistemas é a redução de custos resultantes da separação de propriedade e controlo e, ao mesmo tempo, alinhar os interesses dos proprietários com os dos gestores através dos mecanismos estabelecidos que possibilitam o controlo da atividade do gestor.

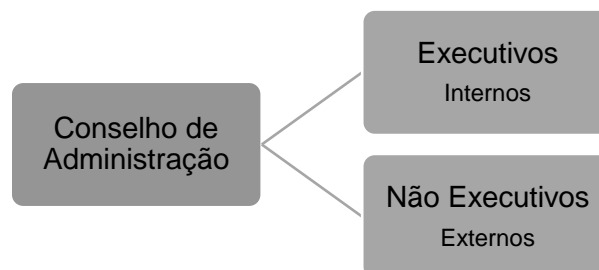
1.1.4.1. Sistema Anglo-Saxónico

Este tipo de sistema é adotado principalmente pelos EUA, Reino Unido, Canadá e outros países de influência anglo-saxónica (Ashcroft, 2009).

Como principais características deste sistema pode-se destacar a dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de gestão (Barca & Becht, 2001). A sua orientação é para os princípios da “criação de riqueza para os seus acionistas”, onde a remuneração dos gestores varia em função dos resultados ou da cotação da empresa, criando assim um alinhamento de interesses entre acionistas e gestores da empresa. De acordo com Silva et al. (2006), predomina ainda neste sistema a ampla divulgação de informação ao mercado de capitais e a existência de auditoria externa dessa mesma informação.

Sendo um elemento essencial deste tipo de sistema, a estrutura dos órgãos do Conselho de Administração sugere dois tipos de administradores: os administradores executivos (internos) e os administradores não executivos (externos). A principal diferença entre os dois é que os administradores executivos (*insiders*) estão relacionados com a empresa enquanto os administradores não executivos (*outsiders*) não têm uma relação direta com a estrutura da empresa, sendo normalmente independentes dos administradores executivos. De acordo com Coombs e Watson (2001) e Silva et al. (2006) os administradores não executivos possuem como principais funções a tomada de decisões estratégicas, aconselhamento, fiscalização e avaliação das atividades dos administradores executivos.

Figura 1 - Estrutura de órgãos do Sistema Anglo-Saxónico



Fonte: Adaptado de Pereira (2013)

É ainda incorporado na estrutura deste modelo uma comissão de auditoria composta pelos administradores não executivos. É da competência desta comissão a função de nomear um auditor externo que colabore no processo de fiscalização da empresa. Segundo Silva et al. (2006) é fulcral que a comissão de auditoria seja independente.

Outra comissão comum neste tipo de sistema é a comissão de vencimentos que diz respeito à determinação das remunerações dos administradores executivos e ainda à análise do desempenho dos mesmos.

Por último, outra comissão característica deste tipo de sistema é a comissão de nomeações, tendo como principal função a nomeação de novos administradores, na medida em que esta se refere a uma nova sucessão ou substituição dos administradores executivos por baixo nível de desempenho demonstrado (Silva et al., 2006).

1.1.4.2. Sistema Continental

O sistema Continental (também conhecido como sistema latino) é característico fundamentalmente nos países da Europa continental, mais propriamente Alemanha, Bélgica, França e Portugal, e ainda no Japão, China e Coreia (Ribeiro, 2014).

De acordo com Babić e Nikolić (2016), este sistema surge associado ao direito civil, aos países em harmonia com as diretivas da União Europeia (UE), que se governam pelas recomendações da OCDE e ainda que têm os seus próprios regulamentos no que diz respeito ao governo das sociedades. Neste sistema predomina a teoria da empresa na perspectiva do acionista tendo em conta que o elemento essencial do mesmo é o controlo dos gestores pelos acionistas maioritários. No processo da tomada de decisões na empresa, são os principais acionistas quem têm a parte mais ativa.

Este sistema pode ainda ser caracterizado por não ter apenas foco nos interesses dos acionistas, refletindo assim uma maior necessidade de alinhar os interesses entre gestores e acionistas. Para Silva et al. (2006), as remunerações fixas deste sistema representam um valor considerável da remuneração total, permitindo assim afirmar que as remunerações variáveis têm um peso menor em comparação com as empresas que adotam o sistema Anglo-Saxónico.

A estrutura dos órgãos de administração neste sistema pode ser dividida em dois: o modelo Dualista (caraterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa) e o modelo Monista (caraterizado por um único órgão de administração da empresa).

O modelo Dualista é predominante em países como a Alemanha, a Áustria, a Dinamarca, a Holanda e a Suíça. Já o modelo Monista é predominante em países como Portugal, Espanha, Itália e França (Weimer & Pape, 1999; Silva et al., 2006).

1.1.4.3. Principais diferenças dos sistemas Anglo-Saxónico e Continental

Normalmente o sistema Anglo-Saxónico é adotado por empresas de grande dimensão em que uma grande parte do capital das mesmas é representado por uma grande percentagem de ações detidas. Este sistema reflete um tipo de propriedade bastante disperso, uma vez que a estrutura acionista da mesma é basicamente constituída por empresas e particulares. Ao passo que no sistema Continental uma elevada percentagem dos acionistas detém mais de metade do capital da empresa (La Porta et al., 1999), ou seja, neste sistema o acionista é maioritário.

As diferenças evidenciadas entre os países anglo-saxónicos e os países continentais que influenciam a escolha do modelo a adotar está também ligada com o mercado bolsista, tendo em consideração que nos países anglo-saxónicos a maioria das empresas são cotadas em bolsa (criando uma maior distância entre acionistas e gestores) e que nos países continentais é menor o número de empresa cotadas (criando uma relação mais próxima entre acionistas e gestores).

É possível também diferenciar os conselhos dos órgãos de gestão: o modelo dualista apresenta-nos um conselho de gestão do tipo *two tier*, pois apresenta dois órgãos principais: o Conselho de Administração e o Conselho Geral/Supervisão (Rehman et al., 2021), já o modelo monista e o modelo anglo-saxónico são do tipo *one tier*. No modelo dualista existe total autonomia de responsabilidades executivas e supervisão (sendo esta constituída por membros não executivos), já no modelo monista e no modelo anglo-saxónico os órgãos executivos e não executivos trabalham de forma integrada.

Posto isto, a eficiência dos sistemas não é colocada em causa, no entanto também não existe um modelo considerado perfeito. Foi evidenciado pela OCDE, em 1999, a não existência de um modelo único de boas práticas de governo societário, mas sim a existência de princípios básicos gerais de governo societário, como por exemplo a transparência na prestação de contas, o comportamento ético e responsabilidade por parte dos gestores, permitindo assim a promoção da eficiência e a competitividade das empresas.

Para que se possa definir melhor o fim e a natureza do governo das sociedades, é também importante compreender que existem vários modelos de *corporate governance* que refletem diferentes concepções e perspetivas societárias. Existem as sociedades com capital mais disperso, que têm (ou podem ter) imensos acionistas e onde nenhum deles assume um papel de destaque. A gestão quotidiana da sociedade é entregue aos administradores executivos, que são escolhidos pelos seus atributos profissionais e não pela titularidade de ações da sociedade, ou seja, existe total separação entre propriedade e gestão. Pode ser destacado, como vantagem deste tipo de empresas, a acentuada diminuição do risco e uma elevada obtenção de capital que, por sua vez, vai promover o desenvolvimento do mercado de capitais através da redução do custo do capital.

Contudo, existem também problemas associados a estas empresas, salientando-se o facto de a administração usufruir de grande liberdade, dificultando o controlo por parte dos acionistas em resultado da elevada dispersão do capital. Este problema dá origem a “custos de agência” que resultam da circunstância de os gestores disporem de muito mais informação do que qualquer outra pessoa, agindo por vezes em proveito próprio em detrimento dos interesses da sociedade e dos seus acionistas. Neste modelo é imperativo os mecanismos de fiscalização e controlo de administração e a sua eficácia depende da confiança dos investidores e, por consequência, o custo e a disponibilidade de financiamento. Aqui enquadra-se o modelo anglo-saxónico, no qual existe um papel determinante pertencente aos investidores institucionais e onde os mercados têm maior dimensão e dispõem de maior liquidez. O principal problema, face aos amplos poderes dos gestores, consiste na proteção dos acionistas. Os acionistas são confrontados com os gestores cujos poderes estão fortalecidos, tendo o governo societário que se concentrar nestes poderes contrapostos, num independente controlo e supervisão, e

numa avaliação crítica dos contratos dos gestores, tendo em conta que o sistema de remunerações variáveis desempenha um papel decisivo no alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas (Murphy, 2002).

Existem também as sociedades com acionistas majoritários (outras empresas, famílias, estado, entre outros) que apresentam o seu capital mais concentrado, ou seja, as equipas de gestão são integradas por esses acionistas ou por pessoas da sua confiança que detenham um poder efetivo, levando a que o risco de expropriação daqueles acionistas seja muito reduzido. De acordo com Pinto (2014) é de salientar que o principal problema reside na relação entre acionistas majoritários e minoritários e na eventual exploração dos mesmos, particularmente, através do cruzamento de participações das várias classes de ações ou de cláusulas estatutárias (limitação dos direitos de voto). Neste caso, a preocupação fulcral do governo societário consiste na proteção dos minoritários (que dispõem de menos informação), utilizando para isso mecanismos de fiscalização e de controlo da atuação dos majoritários. Neste tipo de estrutura predomina o modelo europeu continental (e Japão), onde o capital está concentrado em bancos, empresas e famílias e, onde os mercados têm menor dimensão e dispõem de menor liquidez.

1.1.5. 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 monista e o modelo dualista, ambos referentes ao sistema continental. Por 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 através da publicação do decreto-lei nº 76-A/2006 de 29 de março, propôs a introdução de mais um modelo, sendo ele o modelo anglo-saxónico, típico do sistema anglo-saxónico.

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, de um modelo de matriz Anglo-Saxónica e de um modelo Dualista”.

Em Portugal, como consequência da Reforma de 2006, e de acordo com o artigo 278º, nº1 do Código das Sociedades Comerciais, as sociedades anónimas podem adotar uma de três estruturas de governo societário:

- i. Modelo Clássico (ou monista) – este inclui um conselho de administração que pode confiar a função executiva em um ou mais administradores e um conselho fiscal;
- ii. Modelo Anglo-Saxónico – inclui um conselho de administração, incluindo uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas;
- iii. Modelo Germânico (ou dualista) – inclui um conselho de administração executivo, um conselho geral e de supervisão e um revisor oficial de contas.

As empresas portuguesas podem adotar o modelo que mais se adequar ao desenvolvimento da sua atividade e à sua estrutura de capitais. De acordo com a CMVM o modelo clássico é utilizado pelo maior número de empresas (cerca de ¾) e o modelo anglo-saxónico encontra-se presente nas maiores sociedades abertas (com o seu capital mais disperso) o que permite uma representação de maioria em termos de capitalização bolsista.

Segundo Cunha (2010), a Reforma de 2006, para além das alterações ao nível dos modelos de governo a adotar, impactou em outros temas de *corporate governance*, tais como a obrigatoriedade dos órgãos de fiscalização serem compostos por membros independentes e o reforço dos deveres fiduciários dos órgãos sociais.

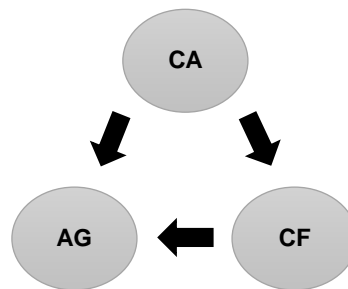
1.1.5.1. Modelo Clássico (ou Monista)

Este modelo caracteriza-se pela existência de um único órgão de administração. Pautase por uma separação da gestão das decisões de administração estratégica, existindo para isso uma comissão executiva no Conselho de Administração. É da competência da Assembleia Geral a eleição de todos os membros do Conselho de Administração, este último, nomeia os administradores executivos. Para Silva et al. (2006) e Franco e Viçoso (2011), neste modelo denota-se uma firmeza na tomada de decisões devido à existência de uma Comissão Executiva, onde o Conselho de Administração deve supervisionar e controlar a mesma.

A estrutura deste modelo é constituída por três órgãos: Assembleia Geral (AG), Conselho de Administração (CA) e Conselho Fiscal (CF) ou Fiscal Único (FU). O Conselho de Administração é constituído por membros executivos e não executivos, já o Conselho Fiscal é maioritariamente constituído por membros independentes (que não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação suscetível de afetar a sua isenção).

Ainda neste modelo, o *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração) e o CEO (Presidente da Comissão Executiva ou Presidente da Direção) podem, ou não, ser a mesma pessoa.

Figura 2 - Modelo Clássico



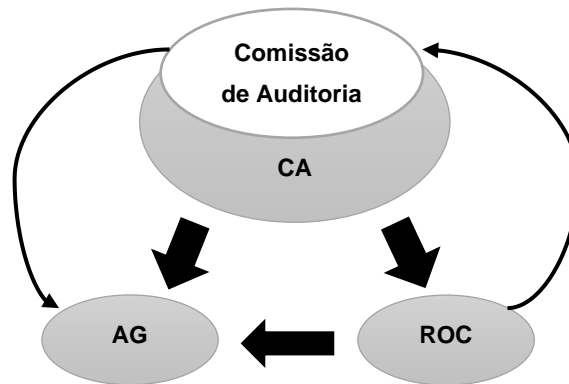
Fonte: Adaptado de Franco e Viçoso (2011)

1.1.5.2. Modelo Anglo-Saxónico

De acordo com Franco e Viçoso (2011), a estrutura deste modelo é constituída pela Assembleia Geral (AG) e pelo Conselho de Administração (CA), neste último existe ainda uma Comissão de Auditoria que é composta por administradores não executivos. É da competência da Comissão de Auditoria e do Revisor Oficial de Contas (ROC) a fiscalização da sociedade.

Em 2006, no projeto de alteração ao Código das Sociedades Comerciais, a CMVM refere que na estrutura Anglo-Saxónica, o Conselho de Administração é composto por, no mínimo, cinco membros. Destes membros, três pertencem à Comissão de Auditoria e não exercem funções executivas. E, pelo menos um dos administradores do Conselho de Administração tem de ser independente.

Figura 3 - Modelo Anglo-Saxónico



Fonte: Adaptado de Franco e Viçoso (2011)

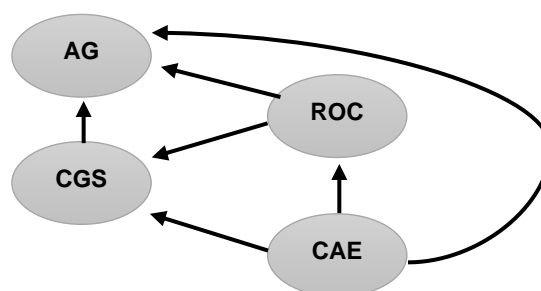
1.1.5.3. Modelo Germânico (ou Dualista)

Para Silva et al. (2006), este modelo caracteriza-se pela existência de dois órgãos de administração: o “Supervisory Board” e o “Management Board”.

A sua estrutura é constituída por quatro órgãos: Assembleia Geral (AG), Conselho Geral e de Supervisão (CGS), Conselho de Administração Executivo (CAE) e Revisor Oficial de Contas (ROC). A Assembleia Geral elege os membros que compõe o Conselho Geral, sendo que estes podem ou não ser acionistas. Uma das funções do Conselho Geral e de Supervisão é fiscalizar e controlar os administradores executivos, bem como avaliar o desempenho dos membros do Conselho Executivo. A Assembleia Geral elege os membros que vão compor o Conselho Executivo.

De acordo com Silva et al. (2006) e Franco e Viçoso (2011), nesta estrutura o *Chairman* e o CEO são duas pessoas distintas.

Figura 4 - Modelo Germânico



Fonte: Adaptado de Franco e Viçoso (2011)

1.1.6. A remuneração dos administradores e a *corporate governance*

Uma das formas de alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas é através da sua remuneração. Edmans et al. (2017) defendem que para existir esse alinhamento é necessário associar as remunerações ao desempenho.

Para Goergen e Renneboog (2011), é bastante comum a divisão entre remuneração de curto prazo e de longo prazo, onde a remuneração de curto prazo inclui o salário acrescido do bônus relacionado com o desempenho do último ano e a remuneração de longo prazo que agrupa as opções sobre ações, ações restritas e planos de incentivos de longo prazo. O salário é fixado pelas comissões de remuneração/vencimentos onde são consideradas as tarefas específicas e os desafios a que os CEO estão sujeitos, a duração do seu mandato, bem como a experiência e a remuneração dos seus concorrentes em funções homólogas. O bônus é geralmente determinado com base nos seguintes aspetos: os indicadores e padrões de desempenho, e a sensibilidade da relação pagamento/desempenho. Relativamente às opções sobre ações, as mesmas fazem parte da remuneração dos executivos desde 1950, tendo ganho uma maior importância a partir de 1990. O seu principal objetivo é combater a aversão ao risco dos executivos e incentivá-los a seguir por investimentos mais arriscados, permitindo a maximização do valor para o acionista.

Para alguns autores é simplesmente feita a distinção entre remuneração fixa e variável, para outros, como por exemplo Tsao et al. (2015), é sugerido que se veja a remuneração total como a soma da remuneração baseada em dinheiro (esta inclui a remuneração base e o bônus dependente do cumprimento dos objetivos de desempenho) e baseada em capital (inclui as ações restritas, as opções sobre ações, os planos de incentivos de longo prazo e outras remunerações).

Esta última definição é bastante semelhante à defendida por Goergen e Renneboog (2011), sendo que a remuneração baseada em dinheiro substitui a remuneração de curto prazo e a remuneração baseada em capital substitui a remuneração de longo prazo.

Miller et al. (2002) definiram a variável remuneração total do CEO como a que inclui todas as formas de remuneração, como a remuneração base, bônus, opções sobre

ações, ações restritas e outras remunerações. De forma semelhante, Hoi et al. (2019), entendem por remuneração do CEO, o total de valores recebidos na qualidade de vencimento, bonificações, remuneração através de ações, gratificações e outros benefícios pessoais.

No presente estudo, a variável remuneração do CEO é mensurada de acordo com as definições de Miller et al. (2002) e Hoi et al. (2019), remuneração total do CEO. Esta variável inclui todas as formas de remuneração referidas anteriormente e corresponde à soma das remunerações fixa e variável de divulgação obrigatória pelas empresas cotadas em Portugal (constituintes da amostra do estudo). Esta divulgação está prevista no § 77 do ponto IV, Secção D, Parte I, do modelo de relatório de governo societário, anexo ao Regulamento n.º 4/2013, sobre o governo das sociedades, emitido pela CMVM, atualmente em vigor, que determina que possua a “indicação do montante anual da remuneração auferida, de forma agregada e individual, pelos membros dos órgãos de administração da sociedade, proveniente da sociedade, incluindo remuneração fixa e variável e, relativamente a esta, menção às diferentes componentes que lhe deram origem.”.

Assim sendo, por norma, a remuneração dos CEO pode ser dividida em dois componentes:

- a. uma remuneração fixa (salário);
- b. uma remuneração variável (bónus associado ao desempenho das empresas ou associação a um plano de ações (opção de compra de ações da empresa a um preço previamente estipulado) designado por *stock options*).

De acordo com Bender (2007), a política geral de vencimentos e os pacotes remuneratórios individuais de cada executivo constituem as tarefas principais da comissão de remunerações que deve, no mínimo, ser responsável por decidir a remuneração do presidente da comissão executiva e respetivos diretores executivos e do presidente do conselho de administração.

Um dos aspetos que mais interessa analisar na remuneração dos gestores e diretores, é se a mesma está realmente alinhada com os interesses dos acionistas, tendo por base o previsto pela “teoria de agência”. Nas organizações sujeitas a fiscalização por parte

de um grande acionista, ou seja, com uma estrutura de acionistas com capital mais concentrado, é possível assistir a um controlo mais apertado por parte do mesmo, atenuando aqui os conflitos indicados por aquela teoria. Já em empresas com capital mais disperso, sendo observável uma menor força individual dos acionistas, este controlo é feito pela assembleia geral de acionistas consoante propostas da comissão de remunerações.

O alinhamento dos interesses dos diversos *stakeholders* com os interesses dos gestores é promovido pelo desenho de um sistema de remuneração baseado no desempenho, pois permite diminuir o conflito entre a gestão e os investidores. Nesta ótica, os gestores vão ficar mais empenhados em criar valor, uma vez que, desta maneira, vão estar a aumentar as suas compensações remuneratórias. É notório que uma forte relação entre o desempenho e a remuneração total, irá levar a uma seleção e retenção dos gestores mais capacitados e motivados.

Duffhues e Kabir (2008) defendem que apesar das vantagens apresentadas deste tipo de pacotes de remuneração, é de entendimento cada vez menos comum, que a componente variável da remuneração dos gestores esteja isenta de perigos e desvantagens para a própria sociedade. Ou seja, gestores menos escrupulosos podem manipular os resultados e correr riscos elevados e escusados na tentativa de obter uma maior compensação. No entanto, uma remuneração com uma componente maioritariamente fixa, poderá levar a comportamentos negligentes e falta de interesse por parte da gestão, por falta de incentivo ou a atração de gestores com menores competências.

Jensen e Murphy (1990) e Core e Guay (2001) referem que, nos sistemas de remuneração baseados no desempenho, é comum verificarem-se as seguintes componentes da remuneração total:

- a. participação nos lucros;
- b. opção de compra de ações a um preço pré-estabelecido;
- c. um plano, de longo prazo, de atribuição de ações e as compensações fixas (que não se relacionam com o desempenho da empresa) de que são exemplo o salário base, planos de reforma e outros emolumentos;

- d. o salário base e as participações nos lucros são os designados pagamentos em cash (dinheiro imediatamente disponível);
- e. todos os outros elementos da compensação são designados como pagamentos diferidos (contribuem para manter a estratégia de crescimento da empresa levada a cabo pelos seus gestores de topo).

Após todos estes dados, é compreensível que a análise dos modelos de remuneração e o papel da comissão de remunerações, constitua um aspeto de extrema importância prática na vida das sociedades, quer no que diz respeito à sua sustentabilidade, quer quanto à sua imagem no meio social em que se insere.

1.1.7. Relação entre a remuneração do CEO e a performance da empresas

É admitido por Richard et al. (2009) que a definição de performance da empresa continua em aberto dada a sua complexidade pois engloba várias áreas. Este conceito compreende o desempenho financeiro (onde se inclui lucros, retorno sobre ativos e retorno sobre investimento) assim como também o desempenho de mercado do produto e retorno para o acionista. São ainda apologistas de que o desempenho da empresa é fundamental para que os negócios modernos sobrevivam e tenham sucesso, sendo por isso, um objetivo de extrema importância para as empresas.

Para que se possa executar um diagnóstico económico e financeiro de uma empresa é necessário ter presente uma série de instrumentos, especialmente relacionados com o risco (liquidez, rentabilidade e endividamento), pois, é daqui que derivam informações essenciais para que os gestores tomem decisões racionais (Brandão, 2014).

Veen-Dirks e Wijn (2002) defendem a necessidade de constante análise e avaliação do desempenho estratégico, assim como a realização de ajustamentos às estratégias competitivas da organização para que as mesmas sejam bem-sucedidas e possam contribuir para a criação de valor da empresa. Kotane e Merlino (2012) referem ainda que a utilização de indicadores de desempenho, desde que escolhidos de forma correta, permitem o fornecimento de uma perspetiva absoluta da performance da empresa.

De acordo com Rodrigues (2009), é necessário desenvolver novos indicadores que não incluam apenas a perspetiva financeira e que possam refletir os interesses de todos os *stakeholders* a médio/longo prazo. O desenvolvimento destes indicadores fortalece a

ideia de que diferentes variáveis interagem de forma positiva num processo dinâmico, contribuindo assim para a criação de valor para a empresa.

Os indicadores contabilísticos, bem como os indicadores de mercado, são designados como medidas objetivas da performance da empresa e, de acordo com Richard et al. (2009) são também a forma mais simples de mensuração. Ou seja, nesta dimensão podemos incluir diversas medidas, tais como: *Earnings before interest and taxes* (EBIT), cotação de mercado, margem de lucro, *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE) e *Return on Investment* (ROI).

Na literatura dedicada ao estudo do impacto da remuneração do CEO na performance das empresas, é comum utilizar-se o ROA e o ROE como medidas de performance contabilística. O ROA reflete a capacidade da empresa em criar lucros a partir dos seus ativos e o ROE permite mensurar quanto é que a empresa consegue gerar para os seus proprietários.

Relativamente à performance financeira de mercado, a literatura apresenta uma diversidade de indicadores, como sejam, o coeficiente beta (risco sistemático) do *capital asset pricing model* (CAPM), *earnings per share* (EPS), valor de mercado, preço das ações e *total shareholders return* (TSR). Para Richard et al. (2009, p. 728) estes indicadores são considerados “o instrumento preferido para caracterizar a performance organizacional”. Contudo, também estes indicadores têm as suas limitações, sendo destacado o facto de avaliar a organização como um todo.

É ainda possível mensurar o desempenho de uma empresa em termos qualitativos ou quantitativos, uma vez que, o valor da empresa é a representação do valor económico da mesma. Sendo citado por Nuhu e Ahmad (2017) e defendido pelo autor Ngulumbu (2013), a mensuração do desempenho é considerada como um método para medir a evolução feita na direção de alcançar determinadas metas de desempenho. É possível mensurar o valor da empresa através do Q de Tobin, sendo que este tem ganho cada vez mais aceitação na literatura mais recente, como a medida que melhor ajuda a explicar os distintos fenómenos económicos. Para Singh et al. (2019), o Q de Tobin é considerado uma das melhores formas de mensurar o valor da empresa por duas razões: a primeira é ter em consideração a contabilização do risco e, a segunda é por refletir as expectativas do mercado na aquisição de ganhos futuros.

Para que se possa proceder ao estudo da ligação entre a remuneração do CEO e a performance, é fundamental não esquecer a causalidade (sendo que este tem vindo a ser apontado como um lapso em alguns dos estudos anteriormente desenvolvidos). Apesar de ser previsto pela teoria da agência que a performance da empresa é um determinante fundamental da remuneração do CEO, é reiterado por Sanders e Carpenter (1998) que o desempenho da empresa pode ser uma consequência ao invés de um determinante.

Para Smirnova e Zaveriaeva (2017) a remuneração do CEO pode ser influenciada pelo desempenho da empresa e esta, por sua vez, pode também afetar o desempenho da empresa. Estes realizaram um estudo, em empresas europeias entre 2009 e 2013, da causalidade da relação nos dois sentidos possíveis e confirmaram que a remuneração do CEO é determinada e influencia o desempenho da empresa, simultaneamente.

São muitos os estudos que evidenciam o crescimento desajustado das remunerações dos executivos ao longo das últimas três décadas. De acordo com Bebchuk e Grinstein (2005), no seu estudo com base nas empresas americanas cotadas, as remunerações cresceram muito mais do que o desempenho ou o valor das empresas, no período de 1993 a 2003. Tendo por base os valores que tinham no início do período em observação, se este crescimento tivesse mantido a relação com os mesmos indicadores, as remunerações médias dos executivos seriam metade do que eram no final daquele período.

Há ainda o alerta para o facto de que no início do período de observação, o rácio entre a remuneração agregada dos cinco gestores de topo e o lucro agregado da empresa, ser de 5% e, no final ter aumentado para 10%. Observaram igualmente que, face ao crescimento da remuneração variável baseada no desempenho do capital próprio, o mesmo não foi acompanhado do efeito de substituição da remuneração fixa. Com base nos dados apresentados neste estudo, é possível confirmar que as remunerações totais dos gestores de topo cresceram três vezes.

De acordo com Garner e Kim (2010), nos EUA, a relação da média das remunerações dos CEO com o salário médio desse país era de 400 vezes mais; e segundo um relatório da AFL-CIO de 2009, mesmo durante a grande crise financeira aquelas remunerações cresceram 4,5%. Noutros países esta relação é bem mais modesta: Reino Unido 22,

Canadá 20 e Japão 11. Contudo, os EUA sempre evitaram adotar medidas drásticas decidindo apoiar mais os mecanismos reguladores do mercado. Passou a existir a exigência de divulgação da informação sobre a matéria que sempre se manteve firme em todas as subseqüentes reformas dos regulamentos. De salientar que a partir de 1992, a administração Clinton começou a aplicar uma taxa às remunerações superiores a 1 milhão de dólares que não estivessem correlacionadas com o desempenho da empresa em causa.

Em tempos de crise como esta que o mundo atual tem vindo a atravessar desde 2008, os debates e discussões sobre as remunerações dos administradores das empresas têm surgido de forma mais acesa. Já em 1934, o Senador Burton Wheeler, citado por Dittmann et al. (2011), refere que aquando da Grande Depressão dos anos 30 do século XX, a opinião pública exigia controlo e contenção nos vencimentos dos executivos contestando as suas compensações escandalosas.

Com base num estudo de empresa indianas que estão presentes na *National Stock Exchange*, foi evidenciado por Manna et al. (2016), uma associação expressivamente positiva entre a remuneração auferida pelo CEO e a variável de mercado Q de Tobin. Já Elsayed e Elbardan (2018), com base em dados de empresas presentes na *Financial Times and Stock Exchange*, conseguiram encontrar fortes evidências que permitem comprovar a existência de uma relação positivamente significativa entre a remuneração recebida pelos órgãos executivos e o desempenho das empresas. É ainda referido que os resultados estão alinhados com a teoria da agência, já que o CEO e os restantes membros executivos são compensados consoante a sua intenção de agir em prol dos proprietários da empresa. Salientam ainda que, a longo prazo, o CEO e os administradores executivos apresentam um desempenho superior, proveniente da estrutura remuneratória antecedente.

Recentemente foi analisada a relação entre as práticas remuneratórias de 860 empresas não financeiras e o seu desempenho, tendo sido concluído por Rehman et al. (2021) que a remuneração do órgão executivo apresenta uma relação significativamente positiva com a performance da empresa da qual faz parte.

Carter et al. (2016) contrariam estes resultados, uma vez que, no seu estudo foi possível concluir que remunerações bastante elevadas indicam problemas de agência no seio

da empresa e conferem um desempenho inferior à mesma. Na mesma linha, Marimuthu e Kwenda (2019) estudaram 33 empresas estatais comerciais da África do Sul e encontraram uma relação inversa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro.

O estudo de Smirnova e Zavertiaeva (2017) mostra que a remuneração do CEO está relacionada e influencia o desempenho da empresa. A amostra utilizada nesse estudo foi de 330 empresas de vários países europeus (Grã-Bretanha, Alemanha, França, Suíça, Itália, Espanha e Países Baixos). Contudo, é demonstrado que somente as bonificações obtidas pelo CEO permitem o aumento do desempenho económico (mensurado através da variável económica ROA), destacando que os bónus dados como remuneração variável fornecem um incentivo especificamente bom para melhorar os resultados da empresa. Por outro lado, tendo em conta a relação negativa entre a variável remuneração total obtida e a variável dependente Q de Tobin, os resultados sugerem que os membros executivos com salários relativamente altos não estão suficientemente motivados para aumentar o desempenho de mercado.

1.1.7.1. Estudos no contexto português

De acordo com a CMVM (2007), a remuneração dos gestores permite alinhar os interesses da sociedade com os membros do conselho de administração, e esta, por sua vez, pode influenciar a performance na medida em que motiva e empenha os gestores na criação de valor da empresa.

A remuneração dos gestores pode ser estudada de várias formas: Marques (2015) no seu estudo utilizou o logaritmo do total de remuneração anual variável sobre o número total de administradores executivos; Já Cunha (2005) decidiu analisar a remuneração através de uma variável *dummy* que assumiria o valor 1 se a remuneração dependesse do resultado da empresa.

Através de uma análise ao impacto do governo das sociedades no desempenho das mesmas nas empresas portuguesas para o período de 2001 a 2003, o autor Cunha (2005) conclui que, quando a remuneração dos diretores executivos está associada aos resultados da sociedade, o desempenho das empresas é superior. Neste estudo, foi ainda possível, a verificação de uma relação significativa entre a independência do

conselho de administração e o desempenho das empresas. No sentido oposto à hipótese de pesquisa, para o caso de empresas cotadas, este estudo refere que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração apresentam um desempenho mais fraco.

Com o objetivo de analisar a relação existente entre os mecanismos do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* entre 2001 e 2003, o estudo de Cunha e Martins (2007) apresentou evidência estatística para uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos diretores executivos ligada aos resultados da sociedade e à performance. Comprovaram ainda uma relação inversa entre a dimensão do conselho de administração e a performance.

Para o período compreendido entre 2010 e 2013, Marques (2015) analisou a relação entre algumas das características do governo das sociedades e a performance financeira das sociedades cotadas de Portugal e Espanha. Os resultados do estudo permitiram evidenciar um impacto positivo entre algumas variáveis de governo societário, sendo elas: a dimensão do conselho de administração, o número de membros independentes do conselho de administração e a remuneração indexada aos resultados, e à performance. O autor concluiu que quanto maiores os valores das variáveis, maior será a performance. Contudo, foi também evidenciado neste estudo um impacto negativo na relação entre a concentração de propriedade e a performance.

No estudo realizado por Fernandes (2008) é estudada a ligação entre o desempenho da empresa, a estrutura do conselho e a remuneração dos altos executivos. A amostra final é constituída por 51 empresas cotadas na *Euronext Lisbon* de 2002 a 2004. Os resultados sugerem algumas dúvidas sobre a eficácia dos conselheiros independentes, uma vez que, as empresas com mais conselheiros não executivos pagam remunerações mais altas aos seus conselheiros executivos. Foi ainda possível constatar neste estudo que as empresas que não têm membros não executivos no conselho, têm menos problemas de agência e conseguem um melhor alinhamento dos interesses dos acionistas e dos gestores.

Com o objetivo de estudar os determinantes da remuneração variável dos CEO, Pereira e Esperança (2015) basearam-se em dados de 101 empresas recolhidos através de um

questionário enviado por e-mail aos administradores de Recursos Humanos das 500 maiores e melhores empresas portuguesas de acordo com a Exame. Com este estudo foi possível descobrir que as empresas cotadas e de capital aberto pagam níveis mais altos de remuneração variável. Foi também possível constatar que quanto maior o nível de escolaridade, maior a propensão para receber um valor salarial mais elevado na forma de remuneração variável. Em oposto ao previsto, foi também verificado que as empresas com níveis de produtividade mais baixos, pagam níveis salariais mais elevados sob a forma de remuneração variável.

Alves et al. (2016) no seu estudo analisam a relação entre as práticas de *corporate governance* e a remuneração do CEO, numa amostra de empresas portuguesas cotadas, para o período de 2002 a 2011. Constatou-se que os fatores específicos da empresa representam a maior parte da variação da remuneração total do CEO, já o desempenho da empresa representa menos de 5%. Foi ainda possível perceber que as características do CEO, a estrutura do conselho de administração e as características dos acionistas estão relacionadas com a remuneração do CEO.

2. Metodologia

O objetivo deste capítulo é (i) especificar o objetivo do estudo; (ii) definir as hipóteses e descrever as variáveis; (iii) definir a metodologia a adotar para a realização do estudo; e (iv) descrever a amostra e processo de recolha dos dados da mesma.

2.1. Objetivo do estudo

Pretende-se estudar a relação entre a remuneração do CEO na performance das empresas cotadas no PSI All Share, entre 2012 e 2021, ou seja, se a variação da remuneração dos CEO apresenta uma relação significativa com o desempenho da empresa.

2.2. Definição de hipóteses

Com base na revisão da literatura foi possível elaborar as seguintes hipóteses:

H0.1 – A remuneração do CEO não está relacionada com a performance das empresas medida pelo ROA.

H0.2 – A remuneração do CEO não está relacionada com a performance das empresas medida pelo ROE.

H0.3 – A remuneração do CEO não está relacionada com a performance das empresas medida pelo Q de Tobin.

H1.1 – A remuneração do CEO tem uma relação positiva com a performance das empresas medida pelo ROA.

H1.2 – A remuneração do CEO tem uma relação positiva com a performance das empresas medida pelo ROE.

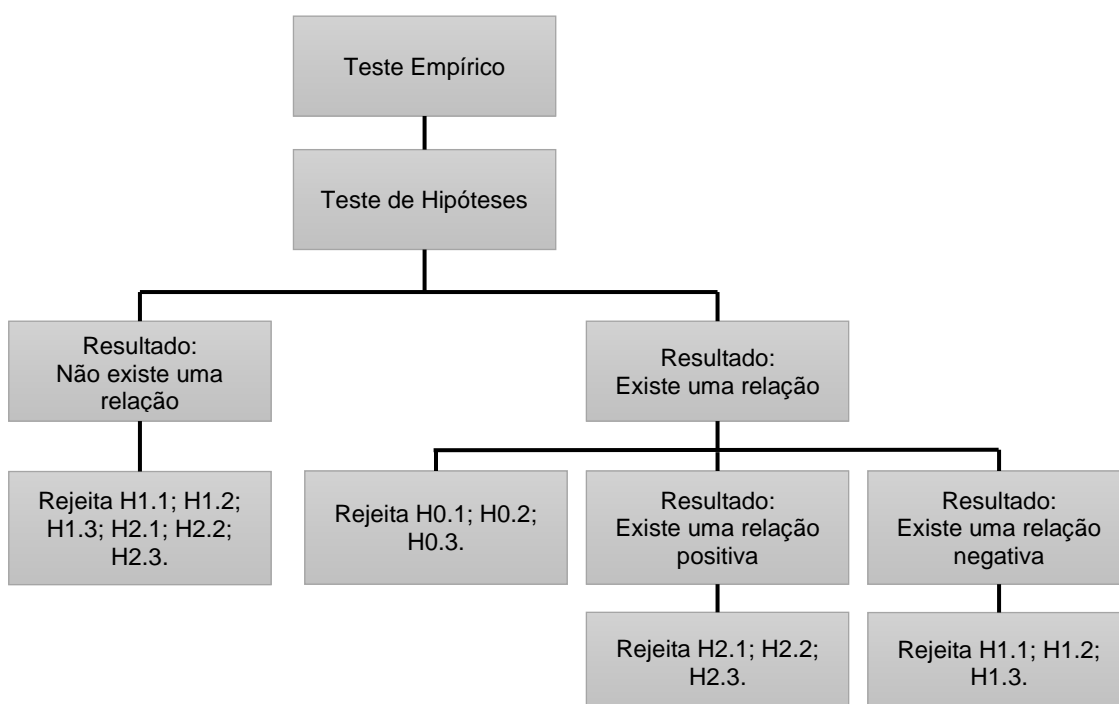
H1.3 – A remuneração do CEO tem uma relação positiva com a performance das empresas medida pelo Q de Tobin.

H2.1 – A remuneração do CEO tem uma relação negativa com a performance das empresas medida pelo ROA.

H2.2 – A remuneração do CEO tem uma relação negativa com a performance das empresas medida pelo ROE.

H2.3 – A remuneração do CEO tem uma relação negativa com a performance das empresas medida pelo Q de Tobin.

Figura 5 - Modelo esquemático do teste empírico



Fonte: Adaptado de Casaca (2020)

2.3. Descrição das variáveis

Para este estudo foram consideradas três variáveis dependentes (ROA, ROE e Q de Tobin), foi ainda definida a variável independente, que consiste na variação da remuneração total do CEO (Var%RemTotal), simultaneamente com um conjunto de variáveis de controlo, quatro relacionadas com o CEO (Idade, Antiguidade, Formação e Género), três relacionadas com a Empresa (Dimensão, Índice de dívida sobre ativos e *Dividend Yield*), quatro relacionadas com o Conselho de Administração (Dualidade CEO/Chairman, Dimensão do Conselho de Administração, % de independentes e % de mulheres) e ainda uma variável contextual (Troika).

2.3.1. Variáveis Dependentes – Performance

As variáveis dependentes, ou de performance, representam todas aquelas que são utilizadas para determinar o valor da empresa. Estas são calculadas com base na informação contabilística e de mercado das empresas.

Neste estudo serão utilizadas três variáveis dependentes para apurar o desempenho das empresas, sendo que em termos operacionais, a variável em estudo será o *Return On Assets* (ROA). Em termos financeiros será utilizada a variável *Return on Equity* (ROE) e, por último, em termos de mercado será utilizada a variável Q de Tobin. Estas variáveis serão descritas de seguida.

2.3.1.1. Return On Assets – ROA

De acordo com Alareeni e Hamdan (2020) e Fernandes et al. (2016), o ROA avalia o desempenho dos capitais investidos na empresa, ou seja, é um rácio que indica qual a eficiência que uma empresa tem tido no uso dos seus ativos para gerar lucro. Para Cho et al. (2019) esta é uma variável bastante utilizada para avaliar a rentabilidade das empresas.

Por outras palavras, este indicador avalia o retorno obtido, em termos operacionais, isto é, é a taxa de retorno que resulta da aplicação do ativo de uma empresa. Ou seja, quanto maior o valor deste indicador, maior a propensão para o investimento. Com base em Fernandes et al. (2018), citado por Casaca (2020), é possível interpretar o retorno obtido, em termos operacionais, por cada unidade monetária vendida.

Para Walsh (1996), o indicador ROA é a segunda grande medida de performance das empresas.

A utilização do ROA pode proporcionar alguns benefícios, entre eles:

- a. Compreender como a margem de lucro aumenta ou se deteriora;
- b. Permite medir a eficiência dos ativos permanentes em gerar vendas;
- c. Permite avaliar a gestão do capital por intermédio de indicadores mensurados em dias;

- d. Auxilia no estabelecimento de medidas que auferem a aptidão do gestor para controlar custos e despesas em função do volume de vendas;
- e. Harmoniza a comparação das medidas de eficiência anteriormente referidas e estabelece o limiar máximo de custo de captação de recursos que a empresa consegue suportar.

Este indicador é calculado através do rácio entre o Resultado Operacional e o Ativo Total:

$$ROA = \frac{\textit{Resultado Operacional}}{\textit{Ativo Total}} \quad (1)$$

Este indicador foi utilizado como medida de performance operacional da empresa nos estudos de Barber e Lyon (1996), Walsh (1996), Beiner et al. (2004), Krivogorsky (2006), Pathan et al. (2007), Bhagat e Bolton (2008), Adams et al. (2009), Jackling e Johl (2009), Rodrigues (2012), Liu et al. (2015), Fuzi et al. (2016) e Cavaco et al. (2017).

2.3.1.2. Return On Equity – ROE

Segundo Walsh (1996), o ROE é um dos rácios mais importantes para medir a rentabilidade das empresas pois este mede o retorno do capital aplicado pelos acionistas, isto é, mede a rentabilidade que a empresa obtém com o capital dos seus acionistas. Ou seja, em princípio, quanto maior for o ROE maior será a riqueza.

De acordo com Fernandes et al. (2016), o ROE é um rácio de rentabilidade que tem como objetivo avaliar o retorno do investimento proporcionado aos acionistas.

Para Alareeni e Hamdan (2020), este rácio consiste na divisão entre o Resultado Líquido da empresa e os seus Capitais Próprios:

$$ROE = \frac{\textit{Resultado Líquido}}{\textit{Capital Próprio}} \quad (2)$$

Este indicador foi utilizado como medida de performance financeira da empresa nos estudos de Core et al. (1998), Silveira (2002), Bauer et al., (2004), Krivogorsky (2006), Pathan et al. (2007), Shukeri et al. (2012), Liu et al. (2015) e Cavaco et al. (2017).

2.3.1.3. Q de Tobin

O indicador Q de Tobin foi desenvolvido em 1969 por Tobin. De acordo com Tobin (1969), o indicador mede a razão entre o valor de mercado dos ativos da empresa e o seu valor a custo de reposição.

Para Sá et al. (2017), este rácio revela a oportunidade de investimento de uma empresa, permitindo compreender se o valor da mesma se encontra subavaliado ou sobreavaliado. Isto é, quando este apresenta valores maiores que um, indica que as empresas se sentem motivadas e reúnem as condições necessárias para investir.

De acordo com Minutolo et al. (2019) e Yoo e Managi (2022), este é um dos rácios financeiros mais comuns e completos para avaliar o desempenho de uma empresa, especialmente a longo prazo. Segundo Minutolo et al. (2019), quando existe uma boa gestão dos recursos e das capacidades da empresa, o mesmo terá um valor associado superior e os seus ativos terão um valor maior do que o seu custo de substituição.

Para Li et al. (2018), este indicador é dado pela razão entre o valor de mercado da empresa e o seu ativo total:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}} \quad (3)$$

Tal como os rácios anteriores, este rácio será apresentado em percentagem. Um valor superior a 100% significa que a empresa vale mais do que os seus ativos, já um valor inferior a 100% significa o contrário. Jackling et al. (2009) mencionam que este indicador é o ideal para analisar a performance da empresa ao nível do *Corporate Governance*.

Este indicador foi utilizado como medida de performance de mercado da empresa nos estudos de Lang et al. (1989), Hermalin e Weisbach (1991), Agrawal e Knober (1996), Yermack (1996), Barnhart e Rosenstein (1998), Himmelberg et al. (1999), Demsetz e Vialonga (2001), Bhagat e Black (2002), Harvey et al. (2003), Beiner et al. (2004), Bauer et al. (2004), Krivogorsky (2006), Bhagat e Bolton (2008), Sarkar e Sarkar (2008), Adams et al. (2009), Jackling et al. (2009) e Fuzi et al. (2016).

2.3.2. Variável Independente ou Explicativa

A variável independente deste estudo é a variação da remuneração total do CEO, que consiste na soma da remuneração fixa e da remuneração variável.

2.3.2.1. Remuneração Total do CEO

Conforme já foi referido, uma das formas de alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas é através da remuneração e esta, por sua vez, deve ser associada ao desempenho. Posto isto, o objetivo desta dissertação é verificar qual o impacto da remuneração do CEO na performance das empresas cotadas em Portugal.

A remuneração total do CEO é calculada da seguinte forma:

$$\text{Remuneração Total CEO} = \text{Remuneração Fixa} + \text{Remuneração Variável} \quad (4)$$

A variação da remuneração total é calculada com a seguinte expressão:

$$\text{Var}\% \text{RemTotal} = \frac{\text{remuneração total}_{\text{ano } x}}{\text{remuneração total}_{\text{ano } x-1}} - 1 \quad (5)$$

A variação percentual da remuneração total do CEO apresenta-se como uma contribuição desta investigação, uma vez que não foi possível identificar qualquer estudo que a tenha utilizado.

2.3.3. Variáveis de Controlo

Como em todos os estudos, é essencial incluir um conjunto de variáveis de controlo por forma a isolar os efeitos a que estão sujeitas as variáveis dependentes, para que se possa elevar a capacidade explicativa do modelo, bem como a robustez dos resultados. A seleção destas variáveis de controlo foi efetuada como base na possível influência que as mesmas podem exercer quer sobre as variáveis dependentes, quer sobre as variáveis independentes. Deste modo, serão incluídas variáveis relacionadas com as características do CEO, da empresa e do Conselho de Administração.

2.3.3.1. Características do CEO

2.3.3.1.1. Idade e Antiguidade

De acordo com Alves et al. (2016) são várias as características específicas do CEO que têm surgido na literatura como tendo impacto na remuneração do mesmo. Duas dessas características são a idade e a antiguidade do CEO pois, é defendido que estas aumentam o nível de conhecimento específico da empresa (experiência), tornando mais difícil a substituição do mesmo. Ou seja, qualquer característica do CEO que aumente a sua experiência no seio da empresa poderá ter influência tanto no excesso de remuneração deste, como na performance da empresa.

Para que se possa perceber a influência na performance da empresa, através de características do CEO que aumentem a sua experiência, será utilizada a variável Idade do CEO (idade em anos do CEO no final do exercício, informação retirada dos relatórios das empresas) e a variável Antiguidade do CEO (número de anos que o CEO ocupa o cargo na empresa até ao final do ano, informação retirada dos relatórios das empresas), para ambas as variáveis será calculado o seu logaritmo, sendo esse o formato final das mesmas.

2.3.3.1.2. Formação

De acordo com Alves et al. (2016), outra característica específica do CEO que tem recebido, recentemente, alguma atenção por parte da literatura de *corporate governance* é a formação do CEO. Para Becker (1962), baseando-se na teoria do capital humano, os executivos com níveis de escolaridade mais elevados, devem corresponder a gestores com mais habilidades e, por consequência, representam empresas com melhor desempenho.

A variável Formação do CEO será uma variável ordinária que assume o valor 1 se o CEO não possuir nenhum diploma universitário; o valor 2 se for licenciado; o valor 3 se for detentor de uma licenciatura e uma ou mais pós-graduações; o valor 4 se for mestre; e o valor 5 se for doutorado (esta informação foi retirada dos relatórios das empresas e, na falta de informação completa, através de pesquisa no LinkedIn e/ou nos websites das empresas).

2.3.3.1.3. Género

De acordo com Rodrigues (2020), a presença de mulheres em cargos executivos tem vindo a ser um tema com crescente interesse social e com uma maior abordagem nos estudos desenvolvidos no contexto empresarial. A diversidade de abordagens e regulamentações que foram surgindo para promover a equidade entre géneros, quer ao nível da representatividade, quer ao nível da remuneração, levam à importância crescente do tema.

A variável Género do CEO torna-se assim importante para compreender o impacto que o mesmo tem na performance. Esta variável será uma variável *dummy* que assume o valor 0 se o CEO for do género masculino e o valor 1 se o CEO for do género feminino (esta informação foi retirada dos relatórios das empresas e, na falta de informação completa, através de pesquisa no LinkedIn e/ou nos websites das empresas).

2.3.3.2. Características da Empresa

2.3.3.2.1. Dimensão

É fundamental analisar qual o impacto que a dimensão da empresa tem sobre a performance das empresas. De acordo com Bhagat et al. (2008), a dimensão da empresa é utilizada em modelos explicativos do desempenho das empresas.

Esta variável de controlo será calculada com base no logaritmo natural do Ativo, conforme considerado por Rodrigues et al. (2008), García et al. (2014) e Adams et al. (2016).

$$\ln Ativo = \ln (Ativo Total) \quad (6)$$

2.3.3.2.2. Índice de dívida sobre ativos e *Dividend Yield*

Jensen e Meckling (1976) defendem que o índice de dívida tem um impacto positivo na performance pois este faz com que os gestores tenham uma maior disciplina, conduzindo assim à maximização do desempenho da empresa.

É sugerido por Neves (2014) que, na existência de um alto grau de concentração de propriedade pelo acionista maioritário, em conjunto com a existência de um segundo

acionista, a sensibilidade do investidor impacta positivamente o pagamento de dividendos e, por consequência, a performance das empresas.

O índice de dívida sobre ativos será calculado da seguinte forma:

$$\text{Índice de dívida sobre ativos} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}} \quad (7)$$

A *Dividend Yield* será calculada da seguinte forma:

$$DY = \frac{\text{Dividendos anuais pagos por ação}}{\text{Valor unitário da ação}} \quad (8)$$

2.3.3.3. Características do Conselho de Administração

2.3.3.3.1. Dualidade CEO/Chairman

De acordo com Alves et al. (2016), é frequentemente sugerido pela literatura que estuda as estruturas do conselho de administração que, quando o CEO é também o Presidente do Conselho (dualidade CEO/Chairman), este tem um maior poder sobre o conselho.

Pretende-se determinar com esta variável a existência de algum tipo de impacto aquando da referida dualidade, tal como nos estudos de Yermack (1996), Shukeri et al. (2012) e Morais (2012). Neste estudo pretende-se perceber se esse impacto surge ao nível da performance da empresa.

Esta variável será uma variável *dummy* que assume o valor 1 se o CEO da empresa for também o Presidente do Conselho e 0 caso contrário, esta informação foi recolhida dos relatórios das empresas.

2.3.3.3.2. Dimensão

Alves et al. (2016) diz-nos que relativamente à dimensão do conselho não existe consenso na literatura. Para Yermack (1996), o processo de tomada de decisão quando os conselhos são maiores é potencialmente menos competente, o que compromete a monitorização do conselho.

Esta variável permite-nos verificar a associação existente entre a dimensão do conselho e a performance da empresa e, é obtida pelo número total de membros do conselho de administração, tendo sido a informação recolhida dos relatórios das empresas. Foi calculado o logaritmo natural da variável, sendo esse o seu formato final.

2.3.3.3.3. Independência

Com base em Fama e Jensen (1983) e, de acordo com o Código do Governo das Sociedades português, os conselheiros independentes são incumbidos de supervisionar os administradores executivos para garantir que estes trabalham em prol dos interesses dos acionistas. Ou seja, os conselheiros independentes impactam positivamente a performance das empresas porque são considerados um mecanismo de controlo de boas práticas de governo das sociedades, permitindo equilibrar poderes, aumentar a responsabilização e melhorar a capacidade do conselho em tomar decisões de forma independente face aos gestores (OCDE, 2004).

A forma aplicada para o cálculo da percentagem de conselheiros independentes é:

$$\% \text{ independentes} = \frac{N^{\circ} \text{ Independentes do CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}} \quad (9)$$

2.3.3.3.4. Diversidade de género

Para Hoel (2008), é reconhecido por todos os códigos de *corporate governance* em todo o mundo, que a existência de mulheres no conselho é benéfica para a promoção do comportamento ético. Com base na pesquisa teórica de Terjesen et al. (2009) sobre a existência de mulheres num conselho de administração, é argumentado que um conselho de administração com um maior equilíbrio de género melhora o *corporate governance*.

Adams et al. (2009) indicam que a diversificação de género nas empresas cria mais incentivos ao desempenho. Defendem ainda que empresas com maior diversidade nos diretores têm mais reuniões do conselho, mostrando uma relação positiva entre medidas de desempenho das empresas e a diversidade de género.

A forma aplicada para o cálculo da percentagem de mulheres é:

$$\% \text{ mulheres} = \frac{N^{\circ} \text{ Mulheres do CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}} \quad (10)$$

2.3.4. Variável contextual

2.3.4.1. Troika

Em meados de 2007, início de 2008, surge o grande impacto nos mercados financeiros dos EUA e mundiais com origem no setor do crédito hipotecário de alto risco (subprime). Como seria de esperar, a Europa e de forma inevitável também Portugal, acabaria por ser atingido e sofrer consequências resultantes desta crise. O impacto da mesma na economia portuguesa, é também comprovado pelo acumular de dívida externa do país, que não se limitava apenas às dívidas criadas pelo Estado, mas também pelas famílias, empresas e setor bancário que durante imenso tempo se endividaram numa dimensão grande e insuportável.

Dada a perturbação dos mercados mundiais e da globalização, e incapaz de sair sozinho da crise em que estava envolvido, em 2011, Portugal vê-se na necessidade de recorrer a ajuda externa por parte da Troika, designação atribuída à equipa constituída pela Comissão Europeia (CE), o Banco Central Europeu (BCE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), que teve como objetivo a estabilização das contas públicas nacionais.

Perante isto, Portugal e os seus setores de atividade tiveram de suportar constantes mudanças políticas e financeiras, colocando à prova as suas resistências.

Com esta variável pretende-se analisar as implicações nas empresas em estudo tendo em conta as medidas a que Portugal ficou sujeito com a presença da Troika. Esta variável é uma variável *dummy* que assume o valor 1 nos anos em que a Troika esteve em Portugal (2012 a 2014, dado o nosso período em estudo) e 0 nos restantes anos.

A tabela seguinte apresenta as variáveis consideradas neste estudo, bem como a sua descrição e forma de cálculo.

Tabela 1 - Variáveis do estudo - Dependentes, Independente, de Controlo e Contextual

Variáveis		Fórmula
Variáveis Dependentes		
Return On Assets – ROA	ROA	$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}}$
Return On Equity – ROE	ROE	$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$
Q de Tobin	Q de Tobin	$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}}$
Variável Independente		
Varição da remuneração total	Var%RemTotal	$Var\%RemTotal = \frac{\text{remuneração total}_{ano\ x}}{\text{remuneração total}_{ano\ x-1}} - 1$
Variáveis de Controlo		
Características do CEO		
Idade do CEO	In_IdadeCEO	$IdadeCEO = Ln(\text{idade do CEO})$
Antiguidade do CEO	In_AntigCEO	$AntigCEO = Ln(n^{\circ} \text{ anos no cargo})$
Formação do CEO	FormCEO	Variável ordinária que assume o valor 1 se o CEO não possuir nenhum diploma universitário; o valor 2 se for licenciado; o valor 3 se for detentor de uma licenciatura e uma ou mais pós-graduações; o valor 4 se for mestre; e o valor 5 se for doutorado.
Género do CEO	GenCEO	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 0 se o CEO for do género masculino e o valor 1 se o CEO for do género feminino.
Características da empresa		
Dimensão da Empresa	In_DimEmp	$DimEmp = Ln(\text{Ativo Total})$
Índice de dívida sobre ativos	IndDiv	$IndDiv = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$
Dividend Yield	DY	$DY = \frac{\text{Dividendos anuais pagos por ação}}{\text{Valor unitário da ação}}$
Características do Conselho de Administração		
Dualidade CEO/Chairman	CEO_Chairman	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o CEO da empresa for também o Presidente do Conselho e 0 caso contrário
Dimensão do Conselho de Administração	In_DimCA	$DimCA = Ln(N^{\circ} \text{ total de membros do CA})$
Percentagem de independentes no Conselho de Administração	% ICA	$\% \text{ independentes} = \frac{N^{\circ} \text{ Independentes do CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}}$
Percentagem de mulheres no Conselho de Administração	% MCA	$\% \text{ mulheres} = \frac{N^{\circ} \text{ Mulheres do CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}}$
Variável Contextual		
Troika	Troika	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 nos anos em que a Troika esteve presente em Portugal (2012, 2013 e 2014) e o valor 0 nos restantes anos.

2.4. Metodologia utilizada

Tendo por base dados em painel, foram estimados modelos de regressão lineares através do software econométrico STATA.

Os dados em painel estão organizados de forma cronológica, de acordo com o horizonte temporal previamente definido (dez anos) e, considerando uma amostra específica de empresas cotadas no PSI All Share durante o período.

Dada a natureza dos dados em painel é sugerido a utilização de modelos lineares que permitem incorporar, simultaneamente, a informação das empresas constantes na amostra e dez anos de horizonte temporal. É defendido por Baltagi (2001) e citado por Casaca (2020) as vantagens na utilização de dados em painel, sendo algumas delas: possibilidade de controlar a heterogeneidade individual, retirar dos dados mais informação, mais variabilidade e mais eficiência.

O modelo utilizado no estudo foi o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS). Estudos semelhantes como os de Fernandes (2008), Le et al. (2013), Harjoto et al. (2019), Abdelbadie et al. (2019), Casaca (2020), entre outros, utilizaram este modelo.

Para analisarmos a relação existente entre a remuneração do CEO e a performance das empresas, será utilizado o seguinte modelo:

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Var\%RemTotal_{i,t} + \beta_2 IdadeCEO_{i,t} + \beta_3 AntigCEO_{i,t} + \\
 & \beta_4 FormCEO_{i,t} + \beta_5 GenCEO_{i,t} + \beta_6 DimEmp_{i,t} + \beta_7 IndDiv_{i,t} + \beta_8 DY_{i,t} + \\
 & \beta_9 CEO_Chairman_{i,t} + \beta_{10} DimCA_{i,t} + \beta_{11} \%ICA_{i,t} + \beta_{12} \%MCA_{i,t} + \\
 & \beta_{13} Troika_{i,t} + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{11}$$

Onde $Y_{i,t}$ representa ROA, ROE e Q de Tobin.

Tal como já foi referido e com base na literatura apresentada, neste estudo serão utilizadas três medidas de performance (ROA, ROE e Q de Tobin), por forma a que seja possível verificar a existência de consistência nos resultados obtidos.

Após análise da literatura existente, foi possível constatar que os modelos utilizados pelos diversos autores são bastante semelhantes, sobretudo ao nível das variáveis

escolhidas. Dessa forma, e para garantir uma possível diferenciação nos resultados, optamos por utilizar apenas algumas das variáveis mais escolhidas e utilizar outras variáveis menos frequentes. Na regressão, a contante β_0 representa o valor médio que a variável dependente regista quando a variável independente assume o valor zero. Os β (betas) representam os coeficientes de regressão, onde se verifica uma alteração direta no valor médio da variável dependente por variação unitária da variável independente respetiva. Por último, o $\mu_{i,t}$ representa o termo residual ou erro, sendo que o i e o t representam, respetivamente, a empresa e o ano.

2.5. Definição da amostra e processo de recolha dos dados

A amostra do estudo é composta por empresas cotadas em Portugal, num período compreendido entre 2012 e 2021.

São consideradas as empresas cotadas no mercado de ações português, PSI All Share. A amostra é constituída por 30 empresas com observações anuais, a 31 de dezembro. Da amostra total de empresas pertencentes ao PSI All Share (37 empresas), foram consideradas apenas 30 empresas pois há uma empresa que só entrou recentemente neste mercado de ações, outra que apresenta valores discrepantes e os bancos, os fundos imobiliários e os clubes de futebol que têm tratamentos contabilísticos e processos regulatórios diferentes. Assim, as empresas excluídas foram: Greenvolt – Energias Renováveis, S.A., Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, S.A., Banco Comercial Português, S.A., Flexdeal, SIMFE, S.A., Sport Lisboa e Benfica - Futebol, Futebol Clube do Porto – Futebol SAD e Sporting Clube de Portugal - Futebol.

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

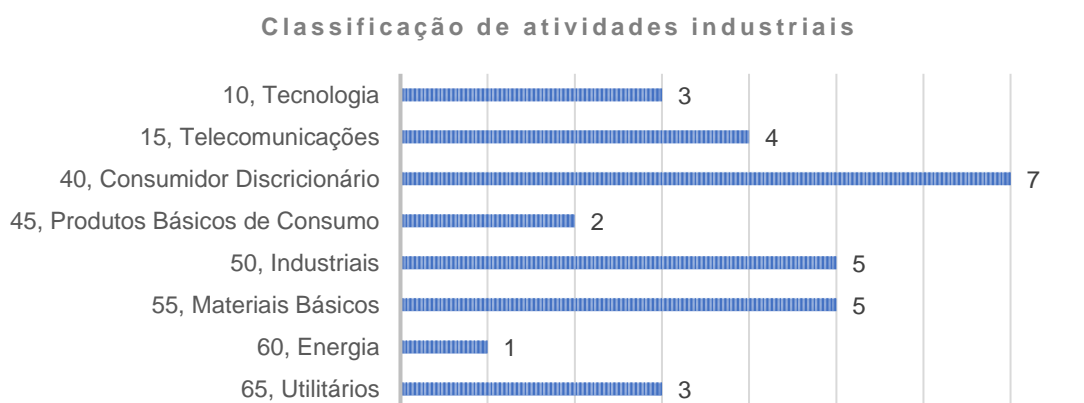
Tabela 2 - Amostra utilizada no estudo

<i>Lista de empresas pertencentes à amostra final</i>
Altri, SGPS, S.A.
Cofina, SGPS, S.A.
Corticeira Amorim, SGPS, S.A.
CTT – Correios de Portugal, S.A.
EDP – Energias de Portugal, S.A.
EDP Renováveis, S.A.
Estoril Sol, SGPS, S.A.
Galp Energia – SGPS, S.A.

Glintt – Global Intelligent Technologies, S.A.
 Ibersol – SGPS, S.A.
 Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.
 Impresa – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.
 Inapa
 Jerónimo Martins, SGPS, S.A.
 Martifer SGPS, S.A.
 Grupo Média Capital, SGPS, S.A.
 Mota Engil, SGPS, S.A.
 NOS, SGPS, S.A.
 Novabase SGPS, S.A.
 Pharol, SGPS, S.A.
 Ramada Investimentos e Indústria, S.A.
 Reditus SGPS, S.A.
 REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.
 Semapa – Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A.
 Sonae – SGPS, S.A.
 Sonaecom – SGPS, S.A.
 Teixeira Duarte, S.A.
 The Navigator Company
 Toyota Caetano Portugal, S.A.
 VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.

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

Gráfico 1 - Empresas 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. Análise e discussão de resultados

3.1. Estatísticas descritivas

3.1.1. Estatística descritiva para a amostra total

São apresentadas na Tabela 3 as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, que reflete a média, o desvio padrão, o mínimo e o máximo de todas as variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 3 - Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Variáveis Dependentes				
ROA	0,043	0,045	-0,200	0,156
ROE	0,032	0,595	-8,907	1,579
Q de Tobin	0,449	0,389	0,000	1,925
Variável Independente				
Var%RemTotal	0,052	0,251	-0,732	1,000
Variáveis de Controlo				
Características do CEO				
In_IdadeCEO	4,018	0,141	3,584	4,511
In_AntigCEO	1,630	0,939	0,000	3,970
FormCEO	2,713	0,841	1,000	5,000
GenCEO	0,063	0,244	0,000	1,000
Características da empresa				
In_DimEmp	13,800	1,712	10,540	17,750
IndDiv	0,640	0,208	0,027	1,430
DY	0,442	0,735	-1,646	9,167
Características do Cons. de Administração				
CEO_Chairman	0,550	0,498	0,000	1,000
In_DimCA	2,128	0,498	1,099	3,178
%ICA	0,187	0,209	0,000	0,778
%MCA	0,168	0,133	0,000	0,500
Variável Contextual				
Troika	0,300	0,459	0,000	1,000

Nota: A descrição das variáveis é apresentada na Tabela 1.

Os valores médios das variáveis dependentes da regressão, ROA, ROE e Q de Tobin são de 4,3%, 3,2% e 44,9%, respetivamente. Em relação ao desvio padrão é possível

concluir que é a variável ROE que apresenta um desvio mais elevado e, por sua vez, a variável ROA apresenta um desvio menor.

Importa ainda salientar que, em média, as empresas cotadas no PSI All Share apresentam uma variação da remuneração total do CEO na ordem dos 5,2%.

Na tabela seguinte são apresentadas as correlações entre todas as variáveis utilizadas no estudo (variáveis dependentes, independente e de controlo):

Tabela 4 - Matriz de Correlações entre Variáveis

Variáveis	ROA	ROE	Q de Tobin	Var% RemTotal	In_Idade CEO	In_Antig CEO	FormCEO	GenCEO	In_DimEmp	IndDiv	DY	CEO_Chairman	In_DimCA	%ICA	%MCA	Troika
ROA	1,0000															
ROE	0,3830	1,0000														
Q de Tobin	0,3380	0,022**	1,0000													
Var%RemTotal	0,0624*	0,1240	0,0682*	1,0000												
In_IdadeCEO	-0,0326**	-0,0506*	-0,0016***	-0,0212**	1,0000											
In_AntigCEO	0,2220	0,2360	0,0345**	0,0348**	0,3170	1,0000										
FormCEO	0,0831*	0,0495**	-0,1100	-0,0447**	-0,2760	-0,0901*	1,0000									
GenCEO	0,1710	0,0193**	-0,0391**	-0,0397**	-0,0089***	-0,0895*	0,2920	1,0000								
In_DimEmp	0,1600	0,1370	0,1500	0,0889*	0,0657*	-0,0309**	-0,2700	-0,1820	1,0000							
IndDiv	0,1090	0,2860	-0,3970	0,1310	-0,0984*	-0,0453**	-0,0207**	-0,1350	0,1440	1,0000						
DY	0,2500	0,1510	0,3260	-0,0178**	0,0213**	-0,1110	-0,1420	0,0099***	0,3830	-0,0585*	1,0000					
CEO_Chairman	0,0119**	-0,0332**	0,1290	0,054*	0,4670	0,4590	-0,3420	-0,2450	-0,0172**	-0,1240	-0,0335**	1,0000				
In_DimCA	0,1090	-0,0222**	0,1490	0,0219**	-0,1650	-0,4010	-0,0115**	0,0502*	0,4460	0,1380	0,2670	-0,5310	1,0000			
%ICA	-0,0774*	-0,0736*	0,0178**	0,0883*	-0,1250	-0,1580	-0,1500	0,0368**	0,2110	0,0713*	-0,0231**	-0,1210	0,3460	1,0000		
%MCA	0,0675*	0,0716*	0,1920	0,0582*	-0,0996*	0,1130	-0,0088***	0,0276**	-0,012**	-0,1560	0,0996*	0,1130	-0,0518*	0,1140	1,0000	
Troika	0,0201**	0,0307**	-0,077*	-0,1040	-0,0538*	-0,0847*	-0,0853*	-0,0057***	-0,0071***	0,0029***	-0,0455**	-0,0437**	0,063*	-0,0839*	-0,2700	1,0000

Nota: A descrição das variáveis é apresentada na Tabela 1.

Legenda:

*** significância a 1%; ** significância a 5%; * significância a 10%.

A variável de interesse do estudo, a variação da remuneração total do CEO, apresenta uma correlação positiva com as variáveis dependentes ROA e Q de Tobin.

Tendo em conta que no cálculo das variáveis dependentes são utilizados diferentes elementos das demonstrações financeiras, é possível verificar pelos resultados do coeficiente de correlação de Pearson, que as variáveis dependentes não apresentam entre elas correlações elevadas ou moderadas. No entanto, podemos referir que existe uma relação ínfima positiva entre o ROE e o Q de Tobin.

A variável dependente ROA apresenta correlação positiva com as variáveis de controlo FormCEO e %MCA e, apresenta uma correlação negativa com a variável de controlo %ICA. A variável dependente ROE apresenta correlação positiva com a variável de controlo %MCA e, apresenta correlação negativa com as variáveis de controlo In_IdadeCEO e %ICA. A variável dependente Q de Tobin apresenta uma correlação negativa com a variável contextual Troika.

A variável independente Var%RemTotal apresenta correlação positiva com as variáveis de controlo In_DimEmp, CEO_Chairman, %ICA e %MCA.

Ao nível das variáveis de controlo, existem algumas correlações positivas, sendo elas: In_IdadeCEO e In_DimEmp, GenCEO e In_DimCA, IndDiv e %ICA e DY e %MCA. E existem também algumas correlações negativas, sendo elas: In_IdadeCEO e IndDiv, In_IdadeCEO e %MCA, In_AntigCEO e FormCEO, In_AntigCEO e GenCEO, IndDiv e DY e In_DimCA e %MCA.

Ao nível da variável contextual Troika, a mesma apresenta uma correlação positiva com a variável de controlo In_DimCA. Apresenta ainda correlações negativas com as seguintes variáveis de controlo: In_IdadeCEO, In_AntigCEO, FormCEO e %ICA.

Na Tabela 5 são apresentados os valores de multicolinearidade, utilizando-se como recurso a *Variance Inflation Factor* (VIF), que nos permite perceber que todos os valores são bons, ou seja, não há questões de multicolinearidade/autocorrelação com as variáveis. Após análise destes valores foi perceptível que não havia necessidade de retirar nenhuma variável do modelo em estudo, pois foi rejeitada a hipótese de existência de relações lineares entre as variáveis, ou seja, rejeitou-se a possibilidade de existência de multicolinearidade.

Tabela 5 - Variance Inflation Factor (Multicolinearidade)

Variáveis	VIF
Var%RemTotal	1,05
In_IdadeCEO	1,50
In_AntigCEO	1,41
FormCEO	1,41
GenCEO	1,23
In_DimEmp	1,64
IndDiv	1,12
DY	1,30
CEO_Chairman	2,29
In_DimCA	2,25
%ICA	1,29
%MCA	1,21
Troika	1,14
Média	1,45

Nota: A descrição das variáveis é apresentada na Tabela 1.

3.2. Resultados Empíricos

Neste estudo foi verificado o impacto da remuneração do CEO na performance das empresas cotadas no PSI All Share, no período de 2012 a 2021.

Tendo por base estudos anteriores, esta pesquisa inicia-se com a análise da regressão considerando a estimação pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), garantindo que, ao longo dos anos em análise, as variáveis se mantêm constantes.

A Tabela 6 apresenta as estatísticas de regressão utilizando o OLS, para cada uma das variáveis dependentes: ROA, ROE e Q de Tobin.

Após realização dos testes de heterocedasticidade e de Hausman foi possível verificar os seguintes aspetos:

- a. Na variável ROA, não existem problemas de heterocedasticidade na regressão e a análise será feita com base nos efeitos fixos;
- b. Na variável ROE, existem problemas de heterocedasticidade na regressão pelo que deverá ser aplicado a robustez do modelo e a análise será feita com base nos efeitos fixos;

- c. Na variável Q de Tobin, existem problemas de heterocedasticidade na regressão pelo que deverá ser aplicado a robustez do modelo e a análise será feita com base nos efeitos aleatórios.

Tabela 6 - Testes OLS

<i>Variáveis</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>Q de Tobin</i>
Variável Independente			
Var%RemTotal	-0,004 (0,009)	0,109 (0,099)	0,147*** (0,054)
Variáveis de Controlo			
Características do CEO			
In_IdadeCEO	-0,091** (0,041)	0,186 (0,328)	-0,177 (0,195)
In_AntigCEO	0,019*** (0,004)	0,106*** (0,036)	-0,025 (0,021)
FormCEO	0,010 (0,006)	0,045 (0,038)	-0,045* (0,026)
GenCEO	0,102*** (0,017)	0,087** (0,042)	-0,113 (0,076)
Características da empresa			
In_DimEmp	-0,008 (0,008)	0,105** (0,042)	-0,026 (0,031)
IndDiv	-0,038 (0,027)	0,194 (0,392)	-0,742*** (0,143)
DY	0,005 (0,005)	0,045 (0,032)	0,033 (0,023)
Características do Cons. de Administração			
CEO_Chairman	-0,001 (0,009)	-0,084 (0,093)	0,113** (0,057)
In_DimCA	0,005 (0,014)	-0,141 (0,137)	0,148** (0,067)
%ICA	-0,003 (0,023)	0,161 (0,224)	-0,226* (0,123)
%MCA	0,000 (0,024)	0,090 (0,297)	-0,173 (0,121)
Variável Contextual			
Troika	0,009 (0,006)	0,103 (0,073)	-0,104*** (0,035)
Constante	0,461** (0,194)	-2,312 (1,550)	1,877** (0,883)
Nº Obs	230	230	230

Nota: A descrição das variáveis é apresentada na Tabela 1.

Legenda: *** significância a 1%; ** significância a 5%; * significância a 10%.

Com a aplicação destes modelos pode-se verificar que a variável independente apresenta um coeficiente positivo com as variáveis dependentes ROE e Q de Tobin,

contrariamente à variável dependente ROA onde apresenta um coeficiente negativo. Estes dados sugerem que o impacto da variação da remuneração total do CEO é maioritariamente positivo, no entanto, apenas a variável dependente Q de Tobin apresenta significância estatística.

É ainda possível destacar que em todos os modelos, pelo menos metade das variáveis, com significância estatística, apresentam um coeficiente positivo.

Com base no modelo de regressão linear em estudo podemos prever os principais resultados tendo em conta as hipóteses elaboradas no capítulo anterior. Através desta análise é possível perceber se as variáveis dependentes são influenciadas pela variável independente, a variação da remuneração total do CEO.

Tabela 7 - Análise de hipóteses

Hipótese	Análise
H0.1 – A remuneração do CEO não está relacionada com a performance das empresas medida pelo ROA.	Não rejeitado
H0.2 – A remuneração do CEO não está relacionada com a performance das empresas medida pelo ROE.	Não rejeitado
H0.3 – A remuneração do CEO não está relacionada com a performance das empresas medida pelo Q de Tobin.	Rejeitado
H1.1 – A remuneração do CEO tem uma relação positiva com a performance das empresas medida pelo ROA.	Rejeitado
H1.2 – A remuneração do CEO tem uma relação positiva com a performance das empresas medida pelo ROE.	Rejeitado
H1.3 – A remuneração do CEO tem uma relação positiva com a performance das empresas medida pelo Q de Tobin.	Não rejeitado
H2.1 – A remuneração do CEO tem uma relação negativa com a performance das empresas medida pelo ROA.	Rejeitado
H2.2 – A remuneração do CEO tem uma relação negativa com a performance das empresas medida pelo ROE.	Rejeitado
H2.3 – A remuneração do CEO tem uma relação negativa com a performance das empresas medida pelo Q de Tobin.	Rejeitado

Através da Tabela 7, as hipóteses que se verificam como verdadeiras para o período em análise são H0.1, H0.2 e H1.3, uma vez que estas não foram rejeitadas.

3.3. Discussão dos Resultados

De acordo com a literatura, a relação positiva entre a remuneração do CEO e a performance das empresas, não só está de acordo com Rasoava (2019) que afirma que grande parte da literatura propõe uma associação positiva entre a remuneração do CEO e a performance da empresa, mas também de acordo com Cunha (2005), Cunha e Martins (2007), Marques (2015), Edmans et al. (2017), Smirnova e Zaveritiaeva (2017) e Rehman et al. (2021).

Após a análise das Tabelas 6 e 7, verifica-se a existência de um coeficiente negativo no ROA e um coeficiente positivo no ROE, no entanto, ambos sem significância estatística. Já quando a performance das empresas é medida pelo Q de Tobin, o coeficiente da variável independente é positivo e estatisticamente significativo. Este resultado permite corroborar os resultados obtidos por Manna et al. (2016) e Elsayed e Elbardan (2018). O resultado pode ainda sugerir que o mercado perceciona a compensação do CEO como uma forma de reconhecimento e incentivo para que este possa conseguir resultados superiores no futuro.

Neste caso, a variação da remuneração do CEO em 1% provoca uma variação de performance medida pelo Q de Tobin de 0,147%. Ou seja, a remuneração do CEO tem impacto positivo na performance das empresas.

A performance da empresa através do ROA é influenciada positivamente por duas variáveis de controlo, antiguidade do CEO e género do CEO, e influenciada negativamente por uma variável de controlo, idade do CEO. A performance através do ROE é influenciada positivamente por três variáveis de controlo, antiguidade do CEO, género do CEO e dimensão da empresa. A performance através do Q de Tobin, para além de ser influenciada positivamente pela variável independente em estudo, é influenciada positivamente por duas variáveis de controlo, dualidade do CEO e dimensão do Conselho de Administração, e influenciada negativamente por quatro variáveis de controlo, formação do CEO, índice de dívida sobre ativos, percentagem de independentes no Conselho de Administração e Troika.

Relativamente às variáveis de controlo é possível retirar algumas conclusões, pois, com base nos resultados obtidos é possível verificar uma clara distinção entre as variáveis relacionadas com a performance contabilística das empresas, ROA e ROE, e a variável de performance de mercado, Q de Tobin. Uma vez que, esta última, é influenciada por um número mais elevado de variáveis de controlo bem como pela variável contextual.

Ou seja, é possível agrupar os resultados de várias formas distintas, sendo eles: a variável *ln_IdadeCEO* tem impacto negativo no desempenho pelo ROA e pelo Q de Tobin, tendo apenas significância estatística pelo ROA. No entanto, quando o desempenho é pelo ROE, esse impacto é positivo, mas sem significância. O mesmo acontece com as variáveis *ln_DimEmp* (tendo apenas significância estatística pelo ROE), *ln_Div* (tendo apenas significância estatística pelo Q de Tobin) e *%ICA* (tendo apenas significância estatística pelo Q de Tobin).

A variável *ln_AntigCEO* tem impacto positivo no desempenho pelo ROA e pelo ROE, ambos com significância estatística. No entanto, quando o desempenho é pelo Q de Tobin, esse impacto é negativo e sem significância. O mesmo acontece para as variáveis *FormCEO* (tendo apenas significância estatística pelo Q de Tobin), *GenCEO* (tendo significância estatística pelo ROA e pelo ROE), *%MCA* (sem significância estatística) e *Troika* (tendo apenas significância estatística pelo Q de Tobin). A variável *DY* tem impacto positivo no desempenho pelo ROA, pelo ROE e pelo Q de Tobin, todavia, sem significância estatística. A variável *CEO_Chairman* tem impacto negativo no desempenho pelo ROA e pelo ROE, contudo, sem significância estatística. No entanto, quando o desempenho é pelo Q de Tobin, esse impacto é positivo e significativo. A variável *ln_DimCa* tem impacto positivo no desempenho pelo ROA e pelo Q de Tobin, tendo significância apenas no segundo. No entanto, quando o desempenho é pelo ROE, esse impacto é negativo e sem significância.

Ao nível das variáveis de controlo podemos destacar a idade do CEO (*ln_IdadeCEO*), que apresenta um resultado com significância estatística, provocando um impacto negativo na performance pelo ROA. Este resultado é contrário ao esperado, uma vez que, é apontado pela literatura existente, nomeadamente Alves et al. (2016), Florackis et al. (2009), Ryan et al. (2001) e Santos (2021), que quanto maior for a idade do CEO, maior é a sua experiência e conhecimento, levando ao conseqüente aumento de desempenho da empresa. Em consonância com a variável anterior temos também a

antiguidade do CEO ($\ln_AntigCEO$), esta, no entanto, já apresenta resultados estatisticamente significativos com impacto positivo na performance pelo ROA e pelo ROE. Podemos concluir que, quanto maior a antiguidade do CEO, maior é o seu nível de conhecimento da empresa, levando assim ao aumento de desempenho da mesma. De certa forma estes resultados permitem apoiar Denis et al. (1997), Lausten (2002), Chen et al. (2013) e González et al. (2015) que defendem que quanto maior for o número de anos ocupados na posição de presidente executivo, maior é o conhecimento e o poder do CEO, conhecimento esse que permite tomar melhores decisões para a empresa, aumentando assim a performance da mesma.

A formação do CEO ($FormCEO$) surge com um resultado contrário ao esperado, uma vez que, o impacto provocado na performance pelo Q de Tobin é negativo. Esta variável tem recebido mais atenção por parte da literatura de *corporate governance*, pois, de acordo com a teoria do capital humano (Becker, 1962), os CEO com níveis de escolaridade mais elevados, deveriam corresponder a gestores com maiores habilidades e, por consequência, empresas com uma maior performance.

Podemos também referir o género do CEO ($GenCEO$), que apresenta resultados com significância estatística no desempenho pelo ROA e pelo ROE, sendo estes positivos. A literatura sobre este tema é disseminada, uma vez que, os resultados apurados são um pouco dispersos. Por exemplo, Erhardt et al. (2003), Carter et al. (2003), Campbell e Mínguez-Vera (2008) e Adams e Ferreira (2009), mostram uma relação positiva entre a presença de mulheres e o desempenho contabilístico e pelo Q de Tobin. No caso de Erhardt et al. (2003) e Adams e Ferreira (2009), influencia o desempenho pelo ROA, comprovado também através dos nossos resultados. Já Shrader et al. (1997), por outro lado, mostram uma relação negativa entre a presença de mulheres e o desempenho contabilístico (ROA e ROE). Farrell e Hersch (2005) e Rose (2007) não encontram nenhuma relação significativa entre a presença de mulheres e o desempenho.

A dimensão da empresa (\ln_DimEmp), apresenta um resultado estatisticamente significativo e positivo no desempenho pelo ROE. Este resultado permite apoiar os estudos de Pedersen e Thomsen (1999) e Salim e Yadav (2012). Pedersen e Thomsen (1999) que demonstraram que a dimensão das empresas cria um efeito positivo na performance, fundamentalmente através de economias de escala, sinergias e redução de custos de produção e distribuição. Para Salim e Yadav (2012), a dimensão da

empresa pode influenciar o seu desempenho financeiro pois, quanto maior a sua dimensão, maiores serão as competências de gestão. De acordo com a generalidade dos estudos, é expectável uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a sua performance, tal como demonstramos para o ROE.

Relativamente ao índice de dívida sobre ativos (IndDiv), verifica-se uma relação negativa e significativa com o desempenho medido pelo Q de Tobin. Estes resultados insinuam que as empresas com maior endividamento, apresentam uma menor performance económica, através da ótica do gestor. E, são ainda congruentes com Serrasqueiro e Nunes (2008), Miralles-Marcelo et al. (2014), Javed et al. (2015), Pais e Gama (2015), Zeitun e Saleh (2015) e Vieira et al. (2019). Este resultado demonstra que quanto mais elevada é a dívida, maiores são os compromissos assumidos com terceiros, levando a menores resultados e, por consequência, uma menor performance.

Na variável *Dividend Yield* (DY) verifica-se uma relação positiva, no entanto sem significância, com todas as variáveis de desempenho. Estes resultados poderiam insinuar que empresas que pagam mais dividendos, têm também uma maior performance. Este resultado iria ao encontro de Neves (2014), que nos indica que a maneira como os investidores avaliam o pagamento de dividendos depende muito do grau de concentração de propriedade, aliado à possibilidade de objeção ou conluio entre os maiores e os segundos maiores acionistas. O autor sugere que quando existe um alto grau de concentração de propriedade pelo acionista maioritário, juntamente com a presença de um segundo acionista, o sentimento do investidor impacta positivamente o índice de pagamento de dividendos e consequentemente a performance da empresa.

A dualidade CEO/Chairman (CEO_Chairman) surge com significância estatística, influenciando a performance pelo Q de Tobin de forma positiva. De acordo com a literatura, esta variável é complexa e incerta quanto aos resultados esperados, uma vez que, as várias teorias existentes admitem que se espere relações tanto positivas como negativas entre a dualidade e a performance. Para Donaldson e Davis (1991), a dualidade transmite uma maior autoridade ao CEO, tornando possível a implementação mais eficiente de projetos que criem elevada rentabilidade para a empresa, levando a um consequente aumento de desempenho.

Podemos ainda destacar o valor obtido para a dimensão do Conselho de Administração (In_DimCA), no desempenho pelo Q de Tobin, pois esta apresenta resultado positivo e com significância estatística. Isto é, a dimensão do Conselho de Administração influencia positivamente o desempenho das empresas. Este resultado corrobora os resultados obtidos por Kalsie e Shrivastav (2016), Manna et al. (2016), Pekovic e Vogt (2020) e Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020). Para Santos (2021), este resultado vai também ao encontro da Teoria da Agência pois, um aumento no número de membros do conselho de administração leva à divisão de poderes na tomada de decisão, potenciando uma melhor gestão da empresa e, melhorando assim a imagem da mesma perante o mercado.

A percentagem de diretores independentes no Conselho de Administração (%ICA), demonstra um impacto negativo e com significância no desempenho pelo Q de Tobin. Seria de esperar um impacto positivo uma vez que, de acordo com a OCDE (2004), estes são considerados um mecanismo de controlo de boas práticas de governo das sociedades. No entanto, o nosso resultado vai ao encontro de Agrawal e Knoeber (1996) e Yermack (1996) que defendem que esta variável pode impactar negativamente a performance, pois os membros independentes às vezes estão ligados ao Conselho de Administração.

A percentagem de mulheres no Conselho de Administração (%MCA) demonstra ter um impacto positivo no desempenho pelo ROE e negativo no desempenho pelo Q de Tobin, em ambos os casos a relação não é significativa. Este resultado vai ao encontro de Singh et al. (2019) que concluíram que a presença de mulheres no Conselho de Administração não tem qualquer influência na performance da empresa.

Relativamente à variável Troika, esta apresenta um resultado negativo com significância, no desempenho pelo Q de Tobin. Tal como seria de esperar, tendo em conta que esta variável pretendia analisar as implicações nas empresas aquando da presença da Troika em Portugal, e todas as medidas adjacentes a que o país e as empresas ficaram sujeitos, esta variável permite perceber que o impacto na performance das empresas foi negativo, ou seja, durante esse período, o desempenho das empresas foi prejudicado. Conforme citado por Oliveira (2021), este resultado vai de encontro a Padgett e Shabbir (2005) e Tan et al. (2011), que argumentam que

atravessar uma crise económica e financeira afeta negativamente as empresas e o seu desempenho.

Este estudo demonstra que os determinantes da performance das empresas variam consoante a variável usada para medir o desempenho das mesmas, indo ao encontro dos resultados obtidos por Vieira et al. (2019).

4. Conclusão

O presente estudo teve como principal objetivo averiguar se a remuneração do CEO afeta a performance das empresas cotadas no PSI All Share. Para o efeito, considerou-se uma amostra de 30 empresas não financeiras e não desportivas cotadas em Portugal, no período compreendido entre 2012 e 2021.

Os resultados desta investigação permitem concluir que uma maior variação da remuneração do CEO leva a um aumento da performance das empresas medida pelo Q de Tobin. Para as restantes variáveis dependentes (ROA e ROE) esta relação não é estatisticamente significativa. Assim, o efeito da variação da remuneração do CEO na performance das empresas depende da variável de medição. No caso concreto, pode referir-se que a medida de desempenho de mercado utilizada é mais sensível à variação da remuneração do CEO do que as variáveis de desempenho contabilístico.

À semelhança de qualquer estudo, esta investigação apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, a reduzida dimensão da amostra e, em segundo lugar, a não realização de testes de robustez, podem enviesar os resultados apresentados e as respetivas conclusões.

Tendo em conta as limitações apontadas e considerando a pertinência do tema em estudo, seria apropriado continuar com investigações futuras. Para o futuro, seria relevante aumentar o número de empresas da amostra, assim como a utilização de variáveis independentes e de controlo alternativas para efeitos de robustez das relações encontradas.

Esta investigação contribui para a literatura existente a dois níveis. Ao nível nacional, por analisar um período temporal mais longo e mais atual do que os estudos publicados. Ao nível internacional, pela utilização de uma variável independente de remuneração que, de acordo com o que nos foi possível apurar, não foi ainda explorada.

Referências Bibliográficas

- Abdelbadie, R. A., & Salama, A. (2019). Corporate governance and financial stability in US banks: Do indirect interlocks matter? *Journal of Business Research*, 104, 85-105. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.06.047>
- Adams, M., & Jiang, W. (2016). Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 64, 36-51. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.11.018>
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- AFL-CIO (2009). *Trends in CEO Pay, 2008*. Disponível em <http://www.aflcio.org/corporatewatch/paywatch>.
- Agrawal, A. & Knober, C. R. (1996). Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397. <https://doi.org/10.2307/2331397>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- 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. Disponível em https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/98c74f2bdb5546fb9b3ea5be8a342e82rec_cmvm_corporate_governance.pdf
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Executive pay and performance in Portuguese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 37, 184–195. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.006>

- Ashcroft, J. (2009). Defined-Contribution (DC) Arrangements in Anglo-Saxon Countries. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, Vol. 35, OECD publishing. <https://doi.org/10.1787/224843410213>
- Babić, V., & Nikolić, J. (2016). Key Factors of Corporate Governance Model Development in Transition Economies. University of Kragujevac, Faculty of Economics, Kragujevac, 747-761.
- Banco Mundial (2000). *Global Corporate Governance Forum*. Disponível em <https://cgov.pt/o-ipcog/339-redir>
- Barber, B. M. & Lyon, J. D. (1996). Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*, 41, 359–399. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)84701-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)84701-5)
- Barca, F. & Becht, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press.
- Barnhart, S. W. & Rosenstein, S. N. (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review*, 33, 1–16. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01393.x>
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91–104. <https://doi.org/10.2139/ssrn.444543>
- Bebchuk, L. (2005). The Growth of Executive Pay. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283–303. <https://doi.org/10.1093/oxrep/qri017>
- Becker, G. (1962). Investment in human capital: a theoretical analysis. *Journal of Political Economy*, 70, 9-49. <http://dx.doi.org/10.1086/258724>
- Beiner, S., Drobetz W., Schmid M. M., & Zimmerman H. (2004). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland. *ECGI Working Paper Series*. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00318.x>

- Bender, R. (2007). Onwards and Upwards: why companies change their executive remuneration schemes, and why this leads to increases in pay. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 709–723. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00609.x>
- Bhagat, S. & Black, B. (2002). The non-correlation between board composition and firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–273. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.133808>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Brandão, E. (2014). *Finanças*. 8ª Edição. Lisboa: Publidisa
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Campos, L. (2015). *Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*. [Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Bragança].
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38, 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Carter, M. E., Li, L., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2016). Excess pay and deficient performance. *Review of Financial Economics*, 30(1), 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.08.003>
- Casaca, S. (2020). *O Impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20*. [Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Santarém – Escola Superior de Gestão e Tecnologia de Santarém].

- Cavaco, S., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2017). Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members? *Journal of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004>
- Chen, X., Cheng, Q., & Dai, Z. (2013). Family ownership and CEO turnovers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 1166-1190. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01185.x>
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the relationship between CSR and financial performance. *Sustainability*, 11(2), 1–26. <https://doi.org/10.3390/su11020343>
- CMVM (2005). Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Disponível em https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/2005_completo.aspx
- CMVM (2006). Governo das Sociedades Anónimas: Proposta de Alteração ao Código das Sociedades Comercias. Processo de Consulta Pública n.º 1/2006. Disponível em https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/386be55a90fb4af5b225d6d5aedb32d4proposta_alter_csc.pdf
- CMVM (2007). Código de Governo das Sociedades, 3. Disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/f6bac7142a7447fa89b0e8f3d91bea0bCodigoGS15022008_2_.pdf
- CMVM (2013). Regulamento da CMVM n.º 4/2013, de 18 de julho. Governo das sociedades. Disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Documents/Regulamento%20CMVM%20n%C2%BA%204-2013%20Governo%20das%20Sociedades.pdf>
- Coombs, P. & Watson, M. (2001). Corporate reform in the developing world. *McKinsey Quarterly*, 4, 89–92.

- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D. (1998). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371–406. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Core, J., & Guay, W. (2001). Stock option plans for non-executive employees. *Journal of Financial Economics*, 61(2), 253-287. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00062-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00062-9)
- Cunha, P. (2010). *Direito das Sociedades Comerciais*. 4ª edição. Coimbra: Almedina.
- Cunha, V. (2005). *O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas*. [Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Administração. Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho].
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67–92.
- Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março. *Diário da República n.º 63/2006 – I Série A*. Lisboa: Ministério das Finanças e Justiça e da Administração Pública e da Justiça
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209–233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193-221. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00016-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00016-0)
- Dittmann, I., Maug, E., & Zhang, D. (2011). Restricting CEO pay. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1200–1220. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.007>
- 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>

- Duffhues, P., & Kabir, R. (2008). Is the pay–performance relationship always positive? *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 45–60. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.004>
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. In B. Hermalin, & M. Weisbach (Eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance (Volume 1)*, (pp. 383-539). North-Holland.
- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance. *Journal of Applied Accounting Research*. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2015-0027>
- Erhardt, N., Werbel, J., & Shrader, C. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102–111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26, 301–325. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: The effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11, 85–106. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.12.001>
- Fernandes, C., Peguinho, C., Neiva, J., & Vieira, E. (2016). *Análise Financeira – Teoria e Prática*. 4ª edição. Lisboa: Edições Sílabo.
- Fernandes, N. (2008). EC: 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>
- Florackis, C. & Ozkan, A., 2009. The impact of managerial entrenchment on agency costs: an empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, . 15(3), 497–528. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00418.x>
- Franco, J. M. M. & Viçoso, M. (2011). Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas. Instituto Português de Corporate Governance. Cadernos do

- IPCG sobre Corporate Governance. 1º Fascículo. Disponível em <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/prefcio.pdf>
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30152-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30152-6)
- García, R., & García-Olalla, M. (2014). Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach. *Journal of Management & Organization*, 20(3), 313-332. <https://doi.org/10.1017/jmo.2014.23>
- Garner, J. L., & Kim, W. Y. (2010). Does a Salary Cap Really Work? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1546783>
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068-1077. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002>
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2015). The role of family involvement on CEO turnover: Evidence from Colombian family firms. *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 266-284. <https://doi.org/10.1111/corg.12083>
- Harjoto, M. A., & Rossi, F. (2019). Religiosity, female directors, and corporate social responsibility for Italian listed companies. *Journal of Business Research*, 95, 338-346. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.013>
- Harvey, C. R., Lins, K. V. & Roper A. H. (2003). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74, 3–30. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.003>
- Hermalin, B. & Weisbach (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, 20, 101–112. <https://doi.org/10.2307/3665716>
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. & Palia D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal*

of *Financial Economics*, 53, 353–384. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00025-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00025-2)

Hoel, M. (2008). The quota story: five years of change in Norway'. *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*, 79–87. <https://doi.org/10.4337/9781848445192.00016>

Hoi, C., Wu, Q., & Zhang, H. (2019). Does social capital mitigate agency problems? Evidence from Chief Executive Officer (CEO) compensation. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 498-519. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.02.009>

IPCG (2018). Código de Governo das Sociedades, 1–38. Disponível em https://cam.cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao_codigo_pt_2018_ebook-05.11.2020.pdf

Jackling, B. & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>

Javed, Z. H., Rao, H. H., Akram, B., & Nazir, M. F. (2015). Effect Of Financial Leverage On Performance Of The Firms: Empirical Evidence From Pakistan. *Spoudai-Journal Of Economics And Business*, 65(1-2), 87-95. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/169169/1/832371289.pdf>

Jeffers E. (2005). Corporate Governance: Toward Converging Models? *Global Finance*, Vol. 16, pp. 221–232. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2005.06.003>

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>

Jensen, M. & Meckling, W. (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](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis Of Board Size And Firm Performance: Evidence From Nse Companies Using Panel Data Approach. *Indian Journal Of Corporate Governance*, 9(2), 148-172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>
- Kotane, I., & Kuzmina-Merlino, I. (2012). Assessment Of Financial Indicators For Evaluation Of Business Performance. *European Integration Studies*, 216–224. <https://doi.org/10.5755/j01.eis.0.6.1554>
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41, 176–197. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.04.002>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1999). Investor Protection and Corporate Valuation. *Harvard Institute of Economics Research Paper* N° 1882. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.192549>
- Lang, L. H., Walkling, R. A., & Stulz, R. M. (1989). Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Finance*, 24, 137-154. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90075-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90075-5)
- Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: Empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20(3), 391-414. [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(00\)00083-7](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(00)00083-7)
- Le, S. A., Kroll, M. J., & Walters, B. A. (2013). Outside directors' experience, TMT firm-specific human capital, and firm performance in entrepreneurial IPO firms. *Journal of Business Research*, 66(4), 533-539. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.01.001>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *British Accounting Review*, 50(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>

- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>
- Luís, I. (2018). *O Impacto do Governo das Sociedades na Performance Financeira das Empresas Cotadas em Bolsa em Portugal*. [Dissertação de Mestrado em Controlo de Gestão. Instituto Politécnico de Leiria, Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Leiria].
- Manna, A., Sahu, T., & Gupta, A. (2016). Impact of ownership structure and board composition on corporate performance in Indian companies. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(1), 44-66. <https://doi.org/10.1177/0974686216635787>
- Marimuthu, F., & Kwenda, F. (2019). The relationship between executive remuneration and financial performance in South African State-owned entities. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-18. Disponível em <https://www.abacademies.org/articles/the-relationship-between-executive-remuneration-and-financial-performance-in-south-african-stateowned-entities-8495.html>
- Marques, P. (2015). *O Impacto do Governo das Sociedades na Performance das Sociedades Cotadas de Portugal e Espanha*. [Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Santarém, Escola Superior de Gestão e Tecnologia de Santarém].
- Miller, J., Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal*, 45(4), 745-756. <https://doi.org/10.2307/3069308>
- Minutolo, M. C., Kristjanpoller, W. D., & Stakeley, J. (2019). Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 28(6), 1083–1095. <https://doi.org/10.1002/bse.2303>

- Miralles-Marcelo, J. L., del Mar Miralles-Quirós, M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156-168. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002>
- Morais, M. (2012). *Influência do Governo das Sociedades na Elisão Fiscal das Empresas Portuguesas*. [Dissertação de Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia da Universidade de Porto].
- Murphy, K. J. (2002). Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 847. <https://doi.org/10.2307/1600633>
- Neves, E. D. (2014). Ownership structure and investor's sentiments for dividends. *International Journal of Financial Research*, 5(2), 35. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n2p35>
- Ngulumbu, O. (2013). Relationship Between Board Composition And Financial Performance Of Companies Listed At *The Nairobi Securities Exchange*. Unpublished, University of Nairobi. <https://doi.org/10.47672/ajf.125>
- Nuhu, M., & Ahmad, S. Bin. (2017). Board composition and performance of listed firms in nigeria: Mediated and moderated model. *Journal of Business and Retail Management Research*, 11(3), 25–38. <https://doi.org/10.24052/JBRMR/269>
- OCDE (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- Oliveira, M. (2021). *Corporate Governance e Desempenho das Empresas de Seguros em Portugal*. [Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais. Politécnico do Porto – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto].
- Pais, M. A., & Gama, P. M. (2015). Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2014-0170>

- Pathan, S., Skully, M., & Wickramanayake, J. (2007). Board size, independence and performance: An analysis of Thai banks. *Asia-Pacific Financial Markets*, 14(3), 211-227. <https://doi.org/10.1007/s10690-007-9060-y>
- Pinto, J. C., & Monteiro, M. A. (2014). *A emergência e o futuro do corporate governance em Portugal*. Coimbra: Almedina.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1999). Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6(3), 367–391. <https://doi.org/10.1080/13571519984133>
- Pekovic, S., & Vogt, S. (2020). The fit between corporate social responsibility and corporate governance: the impact on a firm's financial performance. *Review of Managerial Science*, 1-31. <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00389-x>
- Pereira, I. N., & Esperança, J. P. (2015). Top executive compensation in less developed capital markets. *Corporate Governance*, 15(1), 122–133. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0128>
- Pereira, J. (2013). *O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa*. [Dissertação de Mestrado em Gestão Financeira. Instituto Superior de Gestão].
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251-1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Rasoava, R. (2019). Executive compensation and firm performance: a non-linear relationship. *Problems and Perspectives in Management*, 17(2), 1. [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(2\).2019.01](https://doi.org/10.21511/ppm.17(2).2019.01)
- Rehman, A. U., Ali, T., Hussain, S., & Waheed, A. (2021). Executive remuneration, corporate governance and corporate performance: Evidence from China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-26. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1867214>

- Ribeiro, N. (2014). *A Relação Entre o Governo Das Sociedades e a Responsabilidade Social: Estudo de Caso das Empresas Cotadas No PSI20*. [Dissertação de Mestrado em Auditoria. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto].
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35(3), 718–804. <https://doi.org/10.1177/0149206308330560>
- Rodrigues, E. (2012). *Corporate Governance: A Relação entre As Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon*. [Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais. Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa].
- Rodrigues, J. (2009). *Corporate Governance Retomar a Confiança Perdida*. Lisboa: Escolar Editora.
- Rodrigues, J., Seabra, F., & Mata, C. (2008). Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 7(3), 34-42. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=388539113004>
- Rodrigues, M. (2020). *O impacto da presença das mulheres no valor da empresa e na performance financeira*. [Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais. Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa].
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 404–413. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x>
- Ryan, H.E. & Wiggins, R.A., 2001. The influence of firm- and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation. *Journal of Corporate Finance*, 7,101–123. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00021-3](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00021-3)
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese

- stock market. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 841–878. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9361-5>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Sanders, WM. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158–178. <https://doi.org/10.5465/257100>
- Santos, A. (2021). *A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica*. [Dissertação de Mestrado em Análise Financeira. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra].
- Santos, C. (2021). *A Influência da Performance da Empresa na Remuneração do CEO: Evidência para Empresas do Índice S&P500*. [Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade. Faculdade de Economia da Universidade do Porto].
- Sarkar, J. & Sarkar, S. (2008). Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 271–293. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.02.002>
- Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195–217. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9092-8>
- Shrader, C., Blackburn, V., & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial performance: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, 9, 355–372. <https://www.jstor.org/stable/40604152>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Shukeri, S. N., Shin, O. W., & Shaari, M. S. (2012). Does board of director's characteristics affect firm performance? Evidence from Malaysian public listed

- companies. *International Business Research*, 5(9), 120.
<https://doi.org/10.5539/ibr.v5n9p120>
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. Disponível em https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/livro_branco_cgov_pt.pdf
- Silveira, A. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. [Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo].
- Singh, A. K., Singhania, S., & Sardana, V. (2019). Do Women on Boards affect Firm's Financial Performance? Evidence from Indian IPO Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(2), 53–68. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v13i2.4>
- Smirnova, A. S., & Zavertiaeva, M. A. (2017). Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance*, 42, 658–673.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.009>
- Sternberg, E. (2004). *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*. Second Edition. London: The Institute of Economic Affairs.
- Teodósio, J. (2021). Corporate Governance in Portugal: A Literature Review. In E. Vieira, M. Madaleno, & G. Azevedo (Eds.). *Comparative Research on Earnings Management, Corporate Governance, and Economic Value* (pp. 147-167). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-7596-3.ch008>
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: a review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320–337. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00742.x>
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1). <https://doi.org/10.2307/1991374>

- Tsao, S., Lin, C., & Chen, V. (2015). Family ownership as a moderator between R&D investments and CEO compensation. *Journal of Business Research*, 68, 599-606. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.09.001>
- Veen-Dirks, P., & Wijn, M. (2002). Strategic Control: Meshing Critical Success Factors with the Balanced Scorecard. *Long Range Planning*, 35, 407-427. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(02\)00066-3](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(02)00066-3)
- Vieira, E., Neves, E., & Dias, A. (2019). Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2018-0210>
- Walsh C. (1996). *Key Management Ratios: How to Analyze, Compare and Control the Figures That Drive Company Value*. Pitman Publishing, London.
- Weimer, J. & Pape J. (1999). A Taxonomy of systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00143>
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 185-213. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Yoo, S., & Managi, S. (2022). Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance Research Letters*, 44(May 2021), 102108. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102108>
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic Performance, Financial Leverage And Financial Crisis: Evidence From Gcc Countries. *Euromed Journal of Business*. <https://doi.org/10.1108/EMJB-08-2014-0022>