



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

*Relação entre a remuneração do conselho de administração, o desempenho financeiro das empresas e a Responsabilidade Social na Península Ibérica*

**Diana Catarina Lourenço Ferreira**

Leiria, 30 de Setembro de 2013



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

***Relação entre a remuneração do conselho de administração, o desempenho financeiro das empresas e a Responsabilidade Social na Península Ibérica***

**Diana Catarina Lourenço Ferreira**

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e coorientação da Doutora Maria João Silva Jorge, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, 30 de Setembro de 2013

*"What motivates all of us at the end of the day is that we can actually make a real difference."*

— Brian Fiske



# *Agradecimentos*

---

Na realização de uma tese é fundamental o apoio e incentivo de todos os que nos rodeiam, quer seja de forma direta ou indireta. Querendo desde já expressar os meus sinceros agradecimentos.

Gostaria de começar por agradecer à orientadora Professora Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas e à coorientadora Professora Doutora Maria João Silva Jorge, por todo o apoio que me disponibilizaram, que foi fundamental para conseguir chegar ao fim deste trabalho.

Quero também agradecer à empresa Informa D&B, que apesar de não ter utilizado os dados que me forneceram, se disponibilizaram de imediato a enviar-me os dados que necessitava sem qualquer custo. De igual modo, também agradeço à *Thomson Reuters* por me fornecerem os dados que necessitava sobre a cotação das empresas espanholas, evitando a deslocação a uma escola que tivesse a base de dados necessária.

Agradeço, aos docentes do Mestrado em Finanças Empresariais, em geral, pelos conhecimentos transmitidos, que foram essenciais para a realização da tese. Aos meus colegas que me acompanharam nestes dois anos de mestrado, em especial à Maria Manuela Santos, ao Bruno Loïc Roda e ao Eduardo Lavrador, que estiveram sempre disponíveis para ajudar, dar apoio e sempre que necessário distrair.

Por último, mas não menos importante, gostaria de agradecer à minha família, aos meus pais e à minha irmã, pois sem o seu apoio e incentivo não seria possível finalizar este trabalho. Do mesmo modo, agradeço também aos meus amigos, que sempre estiveram disponíveis quando precisei e me acompanharam durante o período de realização da tese.



## *Resumo*

---

Num mercado cada vez mais competitivo, surgem questões que se tornam essenciais à sobrevivência de uma empresa. Este trabalho visa estudar a remuneração dos membros do conselho de administração, pois uma adoção errada da política de remuneração pode comprometer a eficácia da gestão e originar uma situação grave, que pode mesmo destruir a empresa.

Especificamente, este trabalho visa estudar as variáveis que influenciam a remuneração dos membros do conselho de administração. Deste modo, analisa-se a influência do desempenho financeiro e da responsabilidade social das empresas (RSE), na remuneração total, remuneração fixa e remuneração variável. Para estudar esta relação é utilizada uma amostra de 122 empresas cotadas em Portugal e Espanha e toma-se como referência o ano de 2010.

Através da utilização de modelos OLS, foram testadas as hipóteses, concluindo-se que a rentabilidade de mercado influencia negativamente a remuneração total e a remuneração fixa. Verifica-se, também, uma influência positiva da rentabilidade dos ativos na remuneração variável, enquanto que o resultado líquido por ação e o *market-to-book* apresentam uma influência negativa. Finalmente, é de destacar que a RSE influencia a remuneração total, dependendo da dimensão da empresa. Finalmente, a capitalização de mercado, variável representativa da dimensão da empresa, apresenta uma relação positiva com a remuneração em todos os modelos.

***Palavras-chave:*** Governo das Sociedades, Remuneração, Desempenho Financeiro, Responsabilidade Social das Empresas.



# *Abstract*

---

In an increasingly competitive market, essential questions connected with the survival of the firm are likely to arise. This work aims to study the compensation of board members, because a wrong adoption of the compensation policy can compromise firms' management efficiency, thus causing severe situations that may ultimately lead to corporate failure.

More specifically, this work aims to study variables which may influence the compensation of board members. We analyzed the effect of both financial performance and corporate social responsibility (CSR) on fixed, variable and total remuneration. We used a sample of 122 listed companies from Portugal and Spain, being 2010 the fiscal year of reference.

We tested the established hypothesis through the use of OLS models. We concluded that market return have a negative influence on both the fixed and total remuneration. We also verify a positive influence of return on assets over variable remuneration, while both earnings per share and market-to-book ratio showed a negative influence on this variable. Note that CSR exerts influence on the total remuneration, depending on the size of firm. Finally, the market capitalization, used as a measure of firm size, exhibit a positive sign throughout all models.

**Key-words:** Corporate Governance, Remuneration, Performance, Corporate Social Responsibility.



## *Índice de quadros e figuras*

---

Figura 1. Método de redução da amostra .....	37
Quadro 1: Objetivos da Avaliação de Desempenho .....	11
Quadro 2: Influência do desempenho na remuneração, resultados obtidos por outros autores.....	18
Quadro 3: Influência da RSE na remuneração, resultados obtidos por outros autores .....	31
Quadro 4: Número de empresas por país.....	37
Quadro 5: Fórmula e fonte das variáveis utilizadas .....	41
Quadro 6: Estatísticas descritivas .....	45
Quadro 7: Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho de 2009.....	46
Quadro 8: Correlação entre as variáveis .....	47
Quadro 9: Correlação entre as variáveis dependentes de 2010 e as variáveis de desempenho de 2009 .....	48
Quadro 10: Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração total .....	51
Quadro 11: Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração fixa .....	53
Quadro 12: Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração variável .	55
Quadro 13: Conclusões obtidas por diversos autores utilizando as variáveis independentes desfasadas .....	57
Quadro 14: Resultados obtidos.....	63
Quadro 15: Resultados obtidos com introdução de variáveis de interação .....	66



## *Lista de siglas*

---

ALI - *American Law Institute*

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*

CNMV – *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

CNR – *Comissão de Nomeação e Remuneração*

CSR - *Corporate Social Responsibility*

Gretl – *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*

GRI – *Global Reporting Initiative*

IPCG – *Instituto Português de Corporate Governance*

KLD STATS – *Kinder, Lydenberg, Domini. Statistical Tool for Analyzing Trends in Social and Environmental Performance*

MB – *market-to-book*

NYSE – *New York Stock Exchange*

OCDE – *Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*

OLS – *Ordinary Least Squares* ou *Método dos Mínimos Quadrados*

ONG – *Organização Não Governamental*

RCP – *Rendibilidade do Capital Próprio*

RLA – *Resultado líquido por ação*

ROA – *Rendibilidade dos Ativos*

ROV – Rendibilidade Operacional das Vendas

RSE – Responsabilidade Social das Empresas

VIF – *Variance Inflation Factor* ou Fator de Inflação da Variância

WBCSD – *World Business Council for Sustainable Development*



# Índice

---

<b>Agradecimentos</b> .....	<b>iii</b>
<b>Resumo</b> .....	<b>v</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>vii</b>
<b>Índice de quadros e figuras</b> .....	<b>ix</b>
<b>Lista de siglas</b> .....	<b>xi</b>
<b>Índice</b> .....	<b>xiv</b>
<b>Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>Revisão da literatura</b> .....	<b>3</b>
2.1 Governo das sociedades .....	3
2.1.1. Teoria de agência .....	4
2.1.2. Conceito de governo das sociedades .....	5
2.1.3. Evolução do governo das sociedades .....	6
2.2 Desempenho financeiro .....	10
2.2.1. Medidas de avaliação de desempenho .....	11
2.2.2. Relação entre a remuneração e o desempenho financeiro.....	12
2.3 Responsabilidade social das empresas .....	23
2.3.1. Definições de responsabilidade social das empresas .....	23
2.3.2. Evolução ao longo dos anos .....	24
2.3.3. Desenvolver uma política de responsabilidade social.....	26
2.3.4. Tipos e dimensões de responsabilidade social .....	27
2.3.5. Relação entre a remuneração e responsabilidade social.....	28
<b>Metodologia</b> .....	<b>35</b>
3.1 Seleção da amostra.....	35
3.2 Recolha dos dados .....	38
3.3 Construção das variáveis .....	39
3.4 Estatísticas descritivas .....	43
3.5 Correlação dos dados .....	46
3.6 Modelo e construção das hipóteses.....	49
3.6.1. Relação entre a remuneração e o desempenho financeiro.....	49

3.6.2. Relação entre a remuneração e a responsabilidade social das empresas.....	58
<b>Discussão de resultados .....</b>	<b>61</b>
4.1 Resultados obtidos .....	61
4.2 Introdução de variáveis de interação .....	65
<b>Conclusão .....</b>	<b>69</b>
<b>Referências bibliográficas.....</b>	<b>73</b>
<b>Apêndices.....</b>	<b>79</b>



# *Introdução*

---

Ao longo dos anos muitos autores têm-se debatido sobre a relação da remuneração do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas. Tal como Randøy e Nielsen (2002), Jensen e Murphy (2010) e Junarsin (2011), em Portugal e Espanha desenvolveram-se, respetivamente, os trabalhos de Fernandes (2008) e Méndez, García e Rodríguez (2011) sobre a temática em apreço. Adicionalmente, a questão da responsabilidade social da empresa (RSE) é também um tema que tem despertado o interesse nos últimos anos. No entanto, são escassos os estudos que relacionam a RSE com a remuneração do conselho de administração.

A relação da remuneração do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas tem despertado o interesse ao longo dos anos, uma vez que de acordo com autores que estudam o governo das sociedades, a remuneração é entendida como um mecanismo que visa resolver os problemas de agência. Problemas esses que surgem quando os interesses entre o principal e o agente entram em conflito. Estes problemas proliferam também devido à dificuldade do principal em saber o que realmente o agente está a fazer, o que se alguma forma também se encontra relacionado com o seu nível de aversão ao risco (Jensen & Meckling, 1976).

De uma forma simples, a responsabilidade social das empresas (RSE) não se resume apenas em cumprir as obrigações legais, mas também cumprir com as suas responsabilidades perante a sociedade. Relacionando a RSE com a remuneração do conselho de administração, existem opiniões divergentes. Berrone e Gomez-Mejia (2009) afirmam que um gestor que se preocupa com a RSE deve ser devidamente recompensado, o que poderá implicar um nível mais elevado de remuneração, uma vez que uma empresa que se preocupa com a sua responsabilidade social vai criar uma melhor imagem na sociedade e pode diretamente ou indiretamente melhorar o seu desempenho. No entanto, Cai, Jo e Pan (2011) afirmam que os membros do conselho de administração podem estar dispostos a abdicar de parte da sua remuneração de forma a reduzir conflitos que podem surgir entre gestores e *stakeholders*, assim como os conflitos que podem surgir face à perceção de uma má distribuição de riqueza.

O presente trabalho analisa se o desempenho financeiro e a RSE têm alguma influência na determinação da remuneração do conselho de administração, das empresas em Portugal e Espanha. Para este estudo são utilizados dados de 2010 e, simultaneamente dados de desempenho de 2009, que visam testar empiricamente a existência de uma relação entre estas variáveis e a remuneração do conselho de administração em 2010. O total da amostra é assim composto, por 122 empresas cotadas em Portugal e Espanha.

Analisando estudos efetuados e os seus resultados, nomeadamente o estudo de Randøy e Nielsen (2002), Brick, Palmon e Wald (2006), Fernandes (2008), Junarsin (2011) e Méndez *et al.* (2011), que estudam a relação do desempenho financeiro e da remuneração, e analisando os estudos de Cai *et al.* (2011), Callan e Thomas (2012) e Miles e Miles (2013), que estudam a relação entre RSE e remuneração, construímos os modelos e delineamos as hipóteses. Depois de obtidos os resultados poder-se-á concluir se, de facto, os resultados esperados são corroborados na Península Ibérica.

O trabalho encontra-se estruturado em quatro secções. A secção que se segue correspondente ao segundo capítulo apresentando a revisão de literatura, onde são apresentados os conceitos relevantes para este trabalho, tais como o conceito de governo das sociedades, de desempenho financeiro e de responsabilidade social das empresas. No capítulo três é delineada a metodologia a implementar e nesse sentido apresentam-se as variáveis e os modelos propostos. No capítulo quatro são apresentados os resultados e a respetiva discussão. Finalmente, na última seção são apresentadas as principais conclusões, constrangimentos e pistas para investigação futura

## *Revisão da literatura*

---

Na parte que se segue vão ser apresentados os conceitos fundamentais para perceber o trabalho, nomeadamente o governo das sociedades, onde se destaca o mecanismo da remuneração, as várias medidas de desempenho financeiro e a RSE. Além do enquadramento destes conceitos, são ainda apresentados alguns estudos que abordam estes temas, bem como as respetivas conclusões.

### **2.1 Governo das sociedades**

O governo das sociedades é um tema que tem despertado a atenção de muitos autores ao longo dos anos. A comunidade académica data os primeiros estudos sobre o governo das sociedades em 1932, com a publicação do livro de Berle e Means intitulado “*The Modern Corporation and Private Property*”, que analisa o problema da separação entre os proprietários e o controlo da empresa e mais recentemente com a formalização da teoria da agência por Jensen e Meckling (1976). Apesar de não ser um tema recente continua a ser atual e com interesse significativo, uma das razões deve-se ao facto da política de remuneração adotada pela empresa ser vista como uma forma para resolver os problemas de agência e outra razão são os escândalos de fraude fiscal da Enron em 2001 e da WorldCom em 2002. Estes escândalos aumentaram as preocupações sobre a eficácia das elevadas remunerações que o conselho de administração auferem, por exemplo, no caso da Enron os seus diretores auferiam elevadas remunerações, sétima remuneração mais alta por diretor em 2001 nos Estados Unidos, o que pode ter comprometido a objetividade no controlo da gestão (Brick *et al.*, 2006). Estes escândalos de fraude fiscal têm consequências graves, pois além de prejudicarem aqueles que cometem os crimes, têm consequências para os funcionários que perdem o seu emprego e para a riqueza dos acionistas que é destruída.

### 2.1.1. Teoria de agência

A literatura económica diz que a estrutura de governo das sociedades adotada pela empresa tem um impacto na política de remuneração da empresa e que esta política pode funcionar, de acordo com a teoria da agência, como um mecanismo para alinhar os interesses entre os gestores e acionistas (Méndez *et al.*, 2011). Segundo Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(s)) acordam com outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço, que envolve delegar alguma autoridade de tomada de decisão para o agente. Numa empresa, os principais são os detentores de capital e os agentes os gestores. A teoria da agência tenta assim resolver dois problemas que podem surgir desta relação de agência, o primeiro problema surge quando os objetivos ou desejos do acionista e do gestor não são os mesmos, e estes entram em conflito. O outro problema surge da dificuldade por parte do principal de verificar o que o gestor está a fazer, uma vez que assim o acionista não consegue saber quais as prioridades do agente e também a sua atitude face ao risco, pois as suas ações são um reflexo do seu nível de aversão ao risco (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989).

A teoria da agência pode relacionar-se com as políticas de remuneração, na medida em que um executivo que ganha um salário maior pode estar mais interessado em manter o seu salário e tomar decisões que servem os seus próprios interesses, em vez de aumentar o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Murphy, 1990; Murphy, 1999; Miles & Miles, 2013). No entanto, a utilização adequada da política de remuneração dos executivos pode ligar os gestores e os detentores de capital de modo a aumentar a riqueza dos acionistas (Junarsin, 2011). Para conseguir uma boa política de remuneração Bebchuk e Fried (2005) sugerem que as empresas devem efetuar melhorias em três áreas, nomeadamente, melhorar a transparência, melhorar as modalidades de pagamento e melhorar a compatibilidade e independência do conselho de administração. Assim, de acordo com Core, Holthausen e Larcker (1999) para diminuir os problemas de agência é importante ter uma forte estrutura de governo, mostrando os resultados obtidos por estes autores, que os CEO's (*Chief Executive Officer* ou diretor executivo) das empresas com mais problemas de agência têm maiores remunerações e o seu desempenho é pior.

O conselho de administração é frequentemente apontado como o órgão máximo da empresa, constituindo um importante mecanismo interno de alinhamento dos interesses entre os gestores e acionistas, sendo responsável pela supervisão, controlo e decisão das orientações estratégicas da empresa. O conselho de administração tem como responsabilidades gerir os recursos da melhor forma, tendo como objetivo o crescimento sustentado da empresa, aumentar a confiança, qualidade e transparência da informação financeira e além disso assegurar que as obrigações legais são cumpridas (Matos & Góis, 2013).

A remuneração é composta por uma parte fixa e outra variável. A parte fixa representa a parte da remuneração que é paga periodicamente e regularmente, e que correspondente a uma quantidade fixa durante o ano (Fernandes, 2008). Já a parte variável não é representada da mesma forma em todas as empresas, podendo ser representada por prémios e/ou opções sobre ações, sendo que algumas empresas referem que os prémios são atribuídos baseados no desempenho. Por exemplo, atendendo ao relatório da Brisa de 2010, onde se encontra descrito que a componente variável da remuneração depende do cumprimento dos objetivos de desempenho que têm em conta indicadores como o RCP (rendibilidade dos capitais próprios), o ROA (rendibilidade dos ativos) e o resultado líquido. Assim, é importante ainda referir que independentemente das componentes que constituem a parte variável da remuneração, o total da remuneração vai corresponder à soma da parte fixa com a parte variável.

### **2.1.2. Conceito de governo das sociedades**

Não existe uma definição única para governo das sociedades. A OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico), organização que tem 34 países como membros, que vão desde a América, à Europa e Ásia, nos quais se inclui Portugal e Espanha e tem como missão promover políticas que melhoram o desenvolvimento económico e bem-estar das pessoas em todo o mundo<sup>1</sup>. Define no seu relatório sobre os princípios do governo das sociedades, que governo das sociedades é “o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura do governo das

---

<sup>1</sup> Para ver a missão da OCDE mais em pormenor consultar o seguinte *website*: <http://www.oecd.org/about/>

sociedades específica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes - e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e a forma de atingi-los e de monitorizar o seu desempenho” (OECD, 2005: p.3).

Outra definição para governo das sociedades, é apresentada por Shleifer e Vishny (1997) que definem governo das sociedades como a forma como os fornecedores de investimentos garantem o retorno dos seus investimentos. Já a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2007: p.3) define governo das Sociedades como o “sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades”.

No relatório da OCDE sobre o governo das sociedades, criado em 1999 e atualizado em 2004, estão expostos um conjunto de princípios relativos ao governo das sociedades, que foram adotados em larga escala, como um modelo, quer pelos países membros da organização, quer por outros países. Estes princípios têm como objetivos promover mercados transparentes e eficientes, proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e tratar de forma equitativa todos os acionistas, mesmo sendo acionistas minoritários ou acionistas estrangeiros. Outros dos objetivos prende-se com defender os direitos legalmente consagrados ou estabelecidos através de acordos mútuos, de todos os sujeitos com interesses relevantes na empresa, nomeadamente através de um enquadramento eficaz do governo das sociedades, e a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade (OCDE, 2004).

### **2.1.3. Evolução do governo das sociedades**

O aparecimento dos primeiros códigos sobre o governo das sociedades deve-se ao papel pioneiro norte-americano. Em 1954, o “*Committee on Corporate Laws*”, da *American Bar Association*, criou o primeiro “*Model Business Corporation Act*”, de modo a servir de referência no momento da atualização das leis dos estados federados. No entanto, no âmbito do governo das sociedades viriam a tornar-se mais importantes os “*Principles of Corporate Governance*” criados pelo *American Law Institute* (ALI), que depois de vários

modelos provisórios conheceu a sua versão final em 1994. Este documento tal como o referido anteriormente não constitui uma lei, tendo como principal objetivo orientar as empresas em relação à sua organização interna da administração (Câmara, 2002). Além destas medidas, o governo norte-americano ao longo dos anos tem criado outras medidas, sendo de destacar a publicação do *Sarbanes Oxley Act*, assinado pelo presidente George W. Bush, em 2002. Esta publicação foi criada para melhorar o governo das sociedades, incluindo critérios que têm impacto sobre a remuneração dos executivos, como por exemplo, a proibição de aumentar a remuneração dos executivos devido a atualizações na contabilidade (Sigler, 2011).

O problema do governo das sociedades surgiu na Europa através do Reino Unido. O conceito surgiu devido à falta de confiança nos documentos financeiros das empresas cotadas na Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*), o que levou a Bolsa de Valores de Londres, o *Financial Reporting Council* (entidade privada responsável pelos padrões de contabilidade) e o setor dos profissionais de contabilidade, a promover a criação de uma comissão. Esta comissão liderada por Sir Adrian Cadbury tinha como objetivo reunir boas práticas relativas ao governo das sociedades, de forma a reconquistar a confiança na informação financeira das empresas e consequentemente preservar a reputação do mercado financeiro do Reino Unido. Assim, em 1992 é publicado um relatório denominado “*The Financial Aspects of Corporate Governance*”, mais conhecido como o relatório de *Cadbury*, que incluía um código de boa conduta destinado às empresas cotadas no Reino Unido (Câmara, 2002).

Na década de noventa, os códigos sobre o governo das sociedades tiveram uma forte afirmação na Europa. Esta forte afirmação deve-se fundamentalmente aos Princípios da OCDE sobre o governo das sociedades, aprovados em 1999. Estes princípios, referidos anteriormente quando foram apresentados os conceitos sobre o governo das sociedades, contêm indicações, dirigidas aos membros no sentido de introduzir ajustamentos legislativos relativamente aos mecanismos do governo das sociedades.

No que se refere ao caso de Portugal e Espanha, foi na década de noventa que surgiram as preocupações com o governo das sociedades. Em Portugal, a CMVM foi a responsável pela aprovação das recomendações do governo das sociedades, sendo de destacar a sua participação na elaboração dos Princípios da OCDE, aprovados em 1999. Neste documento

foram estabelecidos princípios orientadores, para os diferentes países, para fazer a avaliação dos mecanismos legais, regulatórios e institucionais, existentes a nível nacional, bem como promover medidas mais adequadas para melhorar o governo das sociedades (Alves, 2011).

Na sequência do aumento das preocupações relativas ao governo das sociedades, em 1999 a CMVM aprovou um conjunto de 17 recomendações denominado “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”. Estas recomendações dividem-se em cinco capítulos (I. Divulgação de informação; II. Exercício do direito de voto e representação dos acionistas; III. Investidores institucionais; IV. Regras societárias; e V. Estrutura e funcionamento do órgão de administração), que recomendam às empresas com ações cotadas e os investidores institucionais, que mencionem no seu relatório anual de gestão o grau de cumprimento das recomendações, com a respetiva fundamentação. Estas recomendações foram atualizadas ao longo dos anos, sendo conhecidas as versões revistas em 2001, 2003 e 2005 (Câmara, 2002; CMVM, 1999).

Em 2001, foi criado o “Regulamento da CMVM n.º7/2001 – Governo das Sociedades Cotadas”. As recomendações criadas em 1999 foram consideradas como base na criação deste regulamento, sendo os capítulos que o constituem os mesmos. A única diferença radica no facto do capítulo III passar para último. O objetivo deste regulamento é aumentar a transparência das informações prestadas pelas empresas, através da obrigação por parte das empresas cotadas de divulgar o grau de cumprimento das normas do governo das sociedades. Em 2007, foi feita uma atualização e as recomendações passaram a chamar-se “Código de Governo das Sociedades da CMVM”, existindo uma versão atualizada deste código em 2010 (Alves, 2011; Câmara, 2002).

No ano de 2006, surge o “Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal”, publicado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), que inclui uma componente de livro branco e uma componente de bom governo, que se concretiza em um conjunto de recomendações. Este documento tem como principal objetivo, divulgar o tema sobre o governo das sociedades, identificando a situação atual e recomendando um conjunto de práticas, que se forem bem adotadas podem melhorar o governo das sociedades nas empresas portuguesas (Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro, 2006).

Em Espanha o governo das sociedades tem sido caracterizado por princípios gerais definidos no Código Comercial Espanhol. No entanto, para melhorar as regras relativas ao governo das sociedades, foram aprovados dois relatórios. O relatório denominado “*El Gobierno de las Sociedades Cotizadas*”, conhecido como o Relatório de *Olivencia*, publicado em 1998, e o “*Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*”, conhecido como Relatório de *Aldama*, publicado em 2003.

A criação do Relatório de *Olivencia* começou em 1997, quando o governo espanhol criou uma comissão especial para estudar o código ético, para o conselho de administração das empresas. A necessidade de criar este relatório surgiu da procura por parte dos setores profissionais e dos mercados, de maiores níveis de eficiência, agilidade, responsabilidade e transparência na gestão das empresas. Assim, em 1998 foi aprovado o Relatório de *Olivencia* (CNMV, 1998).

Em 2002, o governo espanhol reuniu uma comissão que criou o Relatório *Aldama*, que tinha como objetivo aumentar a transparência e a segurança nos mercados financeiros. Este relatório foi aprovado em 2003, tendo seguido a mesma linha do Relatório de *Olivencia* (1998). Contudo com algumas diferenças, nomeadamente a necessidade das empresas publicarem um relatório anual de governo das sociedades, num formato pré-determinado, e a necessidade de criar uma legislação que regule os deveres dos diretores (Alves, 2011; CNMV, 2003).

A importância do governo das sociedades em Espanha, também se deveu à aprovação da lei da transparência Lei 26/2003 de 17 de Julho, que veio modificar a Lei 24/1988 do mercado de valores. Esta lei obriga as empresas a publicar um relatório anual de governo das sociedades e a facultar informação relevante aos acionistas através do *website* da empresa.

A existência de dois relatórios, o Relatório de *Olivencia* e o Relatório de *Aldama*, dificultava a tarefa de cumprir com as recomendações sobre o governo das sociedades. Assim, em 2006 surgiu o “*Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*”, publicado pela CNMV (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*). Este código pretende que as empresas publiquem um relatório anual sobre o governo das sociedades e apresentem o grau de cumprimento das recomendações do governo das

sociedades. Caso as empresas não cumpram com alguma recomendação, têm de explicar a razão por não seguirem as mesmas (CNMV, 2006).

Portugal e Espanha possuem códigos de governo das sociedades que são adotados a nível nacional. No entanto, a União Europeia (UE) através das suas diretivas, promove a aplicação do governo das sociedades exigindo que as empresas cotadas, no seu relatório de governo das sociedades refiram o grau de cumprimento das recomendações e expliquem caso não sigam alguma das recomendações, sendo este princípio conhecido como “cumprir ou explicar” (Alves, 2011).

Em suma, o governo das sociedades tem implicações que se refletem ao nível interno das empresas, através das regras definidas pela CMVM em Portugal e pela CNMV em Espanha. Atualmente, o código utilizado pelas empresas cotadas em Portugal é o Código de governo das sociedades da CMVM, publicado em 2010, e em Espanha é o *Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, publicado pela CNMV em 2013. Importa ainda referir que o governo das sociedades também exerce influência ao nível externo que se relaciona com a avaliação do desempenho das empresas, que é feita pelo normal funcionamento dos mecanismos de mercado, onde a atuação dos investidores institucionais exerce um desempenho importante (CMVM, 1999).

## **2.2 Desempenho financeiro**

As medidas de avaliação de desempenho são medidas vitais que ajudam a garantir o sucesso da empresa, uma vez que ajudam a diagnosticar se a estratégia adotada e a estrutura organizacional, estão adequadas para alcançar os objetivos e também permitem ajudar o gestor a responder às seguintes questões (Kuo & Chen, 2008; Jorge, 2010):

- O que aconteceu?
- Porque aconteceu?
- O que poderá ser alterado para melhorar o desempenho futuro?

A avaliação de desempenho tem vários objetivos, no Quadro 1 estão apresentados alguns, que foram expostos por Thomas (2006). No entanto, é importante notar que não existe uma medida de desempenho única para atingir estes objetivos.

Quadro 1:

### Objetivos da Avaliação de Desempenho

#### Objetivos da Avaliação de Desempenho:

- Ajudar a clarificar os objetivos das organizações, direções e expectativas;
- Ajudar as organizações aprender como cumprir os objetivos mais eficazmente;
- Comunicar as prioridades da organização;
- Suportar o planeamento de linhas estratégicas/negócio;
- Suportar o planeamento orçamental e os processos de alocação de recursos;
- Acompanhar funcionamento dos programas e fazer melhorias contínuas;
- Avaliar se a organização está a alcançar os seus objetivos;
- Fortalecer a responsabilidade administrativa.

Nota. Fonte: Thomas (2006)

### 2.2.1. Medidas de avaliação de desempenho

A avaliação de desempenho é um tema em constante estudo nas empresas, sendo uma das áreas estudadas o desempenho financeiro. Para medir este desempenho existem três tipos de medidas, medidas de desempenho baseadas na contabilidade, medidas de desempenho baseadas no mercado e medidas de desempenho mistas, que se baseiam nas medidas de contabilidade e de mercado. As medidas baseadas na contabilidade refletem o desempenho financeiro passado ou de curto prazo, representando assim uma medida histórica, as medidas utilizadas por alguns autores são a rentabilidade dos ativos (ROA), a rentabilidade do capital próprio (RCP), a rentabilidade operacional das vendas (ROV) e o resultado por ação (RLA). As medidas baseadas no mercado, refletem o desempenho futuro ou de longo prazo, que pode ser medido através da rentabilidade de mercado. Por fim, as medidas mistas podem ser representadas pelos rácios *market-to-book* (MB) ou *Tobin's Q* (Hoskisson, Johnson & Moesel, 1994; Randøy & Nielsen, 2002; Doucouliagos, Haman & Askary, 2007; Junarsin, 2011).

Ao longo dos anos nem sempre foram utilizados os três tipos de medidas de desempenho, até 1980 os autores apenas utilizavam rácios de avaliação de desempenho baseados na contabilidade, tal como o ROA, o RCP e o ROV. Só a partir de meados de 1980 foram introduzidas nas investigações medidas de desempenho baseadas no mercado. A introdução destas medidas de desempenho deveu-se ao aumento da participação dos

acionistas na empresa e à adoção por parte das empresas de objetivos que consistem na maximização do valor para os acionistas (Gentry & Shen, 2010).

### **2.2.2. Relação entre a remuneração e o desempenho financeiro**

Ao longo do trabalho tem vindo a ser referido que o tema da remuneração do conselho de administração e do desempenho financeiro continua a ser um tema atual e que desperta a atenção dos interessados nesta temática. Estudar esta relação relaciona-se principalmente com a teoria da agência, uma vez que como já foi dito as políticas de remuneração, se forem adotadas corretamente, podem servir para resolver os problemas de agência. Nesta perspetiva os gestores das empresas, podem ser premiados por conseguirem maximizar o desempenho da empresa e aumentar a riqueza dos acionistas. No entanto, é importante destacar que se não for adotada uma política de remuneração adequada, pode originar conflitos entre os gestores e os acionistas e consequentemente originar um mau desempenho na empresa. Nesta seção, observa-se que apesar do desempenho ser uma variável importante na determinação da remuneração, os autores encontraram a dimensão da empresa como a variável que mais influência a remuneração. Justificando este resultado com o facto dos proprietários das grandes empresas, preferirem contratar gestores mais qualificados e consequentemente melhor remunerados (Randøy & Nielsen, 2002; Lau & Vos, 2004; Doucouliagos *et al.*, 2007).

Vários autores estudaram a relação que analisa a influência do desempenho na remuneração (Quadro 2). Randøy e Nielsen (2002) realizaram um estudo que pretende analisar a relação entre o desempenho financeiro, o governo das sociedades e a remuneração do CEO, nas empresas da Noruega e Suécia. Sendo a amostra constituída por um total de 224 empresas, 120 da Noruega e 104 da Suécia, para os anos de 1996 a 1998. Para estudar esta relação são criados dois modelos, sendo que o que os diferencia é que no segundo modelo é retirada a variável de controlo para a dimensão do conselho de administração, uma vez que esta é muito correlacionada com algumas das variáveis. Estes dois modelos utilizados, têm como variável dependente o logaritmo do total da remuneração do CEO e como variáveis independentes medidas de desempenho financeiro, nomeadamente o RCP, o desempenho das ações, medido pelo preço da ação no final de 1998 a dividir pelo preço no final de 1996 e a variação do *market-to-book*, calculado pela

diferença do *market-to-book* de 1998 e o *market-to-book* de 1996. Estas três variáveis de desempenho são aplicadas no modelo separadamente, ou seja, são estudados três regressões diferentes em cada modelo.

No estudo de Randøy e Nielsen (2002), são ainda utilizadas como variáveis independentes, o mandato do CEO, a dimensão do conselho de administração (apenas utilizado no modelo um), a existência de membros não nórdicos no conselho de administração e se o capital que o CEO possui está ou não entre os 5% e os 50%. As variáveis de controlo utilizadas, dizem respeito à dívida da empresa, à dimensão da empresa, medido pelo logaritmo da capitalização de mercado, a idade da empresa, a nacionalidade, representado por 1 se a empresa for sueca e por 0 se a empresa for norueguesa e a indústria a que a empresa pertence. Os autores chegaram à conclusão que utilizando medidas de desempenho com base na contabilidade e com base no mercado, não são encontrados resultados significativos, contudo como pode ser visto no Quadro 2 com a utilização da variação no *market-to-book* foi encontrada uma relação significativa positiva em ambos os modelos.

Neste estudo foram ainda obtidas outras relações significativas positivas, nomeadamente entre a remuneração do CEO e dimensão do conselho de administração, a presença de membros estrangeiros no conselho de administração, a capitalização de mercado e a nacionalidade da empresa (Quadro 2). Randøy e Nielsen (2002) encontraram ainda uma relação significativa negativa entre a remuneração do CEO e a propriedade do CEO, ou seja, se o capital que o CEO possui está ou não entre os 5% e os 50%. Contudo, esta relação não se verifica quando a variável de desempenho utilizada é o desempenho das ações, apresentando a variável da propriedade do CEO uma relação não significativa com a remuneração do CEO.

Brick *et al.* (2006) realizaram um estudo que analisa a relação da remuneração do CEO e a remuneração dos membros do conselho de administração, com as características da empresa, do CEO e de governo. Neste estudo são utilizadas dados de 1441 empresas dos EUA, sendo utilizados dados em painel de 1992 a 2001. Brick *et al.* (2006) utilizaram quatro diferentes variáveis dependentes, duas relativas à remuneração do CEO e as outras duas aos membros do conselho de administração. A remuneração do CEO é representada, pelo logaritmo da remuneração do CEO mais os prémios (*CEO Cash Compensation*) e pelo logaritmo da soma da remuneração do CEO, prémios, opções sobre ações, incentivos

a longo prazo e todas as outras remunerações contempladas na base de dados, utilizada por estes autores (*CEO Total Compensation*). A remuneração do conselho de administração é representada, pelo logaritmo da taxa anual paga a cada diretor externo mais o pagamento das reuniões do diretor (*Director Cash Compensation*) e o logaritmo da remuneração mais o valor das ações e das opções concedidas ao diretor (*Director Total Compensation*). No estudo realizado, são utilizadas diversas variáveis independentes representativas das características da empresa, das características do CEO e das características de governo.

Brick *et al.* (2006) ao utilizarem o método OLS e a variável da remuneração anual paga a cada diretor (*Director Cash Compensation*) como dependente, encontraram como variáveis mais significativas, ou seja, com um nível de significância de 1%, o logaritmo do total das vendas em t-1 ( $\text{Log}(\text{Sales}_{t-1})$ ), o logaritmo do número de empregados em t-1 ( $\text{Log}(\text{Employees}_{t-1})$ ), o rácio do total da dívida e os ativos em t-1 ( $\text{Debt}_{t-1}/\text{assets}_{t-1}$ ), a percentagem de capital que o CEO possui (*% Equity owned by CEO*) e o número de reuniões do conselho de administração (*Number of board meetings*) (Quadro 2). Neste estudo ao utilizar a variável dependente da remuneração total de cada diretor (*Director Total Compensation*), obtêm-se resultados significativos com a variável  $Q_{t-1}$ , que é o valor de mercado das ações mais o valor contabilístico do total da dívida, a dividir pelo valor contabilístico do total dos ativos, a rendibilidade das ações mantidas nos últimos três anos ( $\text{Stock return}_{t-1,t-3}$ ), a volatilidade das ações (*Stock volatility*), o logaritmo do total das vendas, o logaritmo do número de empregados, o género do CEO (*CEO gender*), a percentagem de capital que o CEO possui e o número de reuniões do conselho (Quadro 2).

No estudo de Brick *et al.* (2006) ao utilizar a variável da remuneração do CEO mais os prémios (*CEO Cash Compensation*) foram encontradas como variáveis mais significativas, a rendibilidade das ações mantidas nos últimos três anos, a volatilidade das ações, o logaritmo do total das vendas, o logaritmo do número de empregados, a relação entre a despesa em Investigação e Desenvolvimento e o total dos ativos em t-1 ( $\text{R\&D}_{t-1}/\text{assets}_{t-1}$ ), o género do CEO, o número de anos em que o CEO está na empresa como CEO (*CEO experience*) e se o CEO também é o presidente do conselho (*CEO is chairman*). Utilizando a variável dependente da remuneração total do CEO (*CEO Total Compensation*) são encontrados resultados significativos com o valor de mercado das ações mais o valor contabilístico do total da dívida, a dividir pelo valor contabilístico do total dos ativos, a rendibilidade das ações mantidas nos últimos três anos, a volatilidade das ações, o

logaritmo do total das vendas, o logaritmo do número de empregados, a relação entre a despesa em Investigação e Desenvolvimento e o total dos ativos, o rácio entre os gastos em publicidade e os ativos em t-1 ( $Advertising_{t-1}/assets_{t-1}$ ), o rácio entre a planta, propriedade e equipamentos da empresa, e o total dos ativos em t-1 ( $Property, plant and equip_{t-1}/assets_{t-1}$ ), se o CEO também é o presidente do conselho e se o CEO está na empresa há mais de um ano antes de se tornar CEO (*Internal CEO*) (Quadro 2).

O estudo de Fernandes (2008) analisa a ligação entre o desempenho da empresa, a estrutura do conselho de administração e a remuneração dos executivos de topo, considerando o período de 2002 a 2004 e uma amostra de 58 empresas cotadas na bolsa de Lisboa. Fernandes (2008) utiliza vários modelos no seu estudo, que são aplicados a várias amostras uma inclui o conselho de administração total, outra que apenas inclui os diretores não executivos e outra que apenas inclui os diretores executivos. Neste estudo é construído um modelo que estuda a relação entre o logaritmo da remuneração por executivo do conselho de administração e o logaritmo do total das vendas, variável que representa a dimensão. Sendo obtido neste modelo, através do modelo OLS de dados em painel, uma relação significativa positiva com a dimensão da empresa, pela análise da amostra que inclui o conselho de administração total (Quadro 2). Outro modelo utiliza o logaritmo da remuneração, como variável dependente, e a rendibilidade anual das ações, como independente, obtendo uma relação não significativa, contudo positiva, pela observação do conselho de administração total. O estudo de Fernandes (2008) faz ainda outras análises, no entanto estes resultados não são apresentados uma vez que não se enquadravam no presente trabalho.

Junarsin (2011) realizou um estudo que analisa a relação entre o desempenho financeiro e a remuneração, sendo as variáveis de desempenho utilizadas o ROA, o *market-to-book* (MB), o resultado por ação (RLA) e a rendibilidade de mercado. As variáveis de remuneração utilizadas são o total da remuneração, a parte fixa da remuneração, o bónus, a concessão de ações restritas e as opções concedidas. Utilizando uma amostra constituída por 2836 empresas e 65060 executivos dos EUA, foram considerados apenas os três executivos mais bem pagos de cada empresa. O primeiro modelo utiliza como variável dependente o total da remuneração, encontrando com todas as variáveis de desempenho uma relação significativa positiva. No entanto, neste modelo o ROA apresenta uma relação mais significativa com o executivo mais bem pago, enquanto que com os outros dois

executivos a relação apresenta um nível de significância mais baixo (10%) (Quadro 2). Utilizando a parte fixa da remuneração, como variável dependente, é apresentada uma relação significativa negativa com o ROA, o MB, o RLA e a rentabilidade de mercado (Quadro 2). A relação do bônus com o ROA, o RLA e a rentabilidade de mercado, é significativa positiva, enquanto com o MB a relação encontrada é significativa negativa, como pode ser visto no Quadro 2. A relação encontrada para as ações restritas é significativa positiva com o RLA e a rentabilidade de mercado, enquanto com o ROA a relação encontrada é significativa negativa apenas para o executivo mais bem pago. A concessão de opções apresenta uma relação significativa positiva com o ROA e MB, enquanto com o RLA e a rentabilidade de mercado apresenta uma relação significativa negativa.

Junarsin (2011) faz ainda outros estudos utilizando como variável dependente a remuneração total. Entre os quais utiliza um modelo que tem em conta os valores desfasados do desempenho financeiro, tendo sido encontrada uma relação significativa positiva com os valores desfasados do MB, RLA e a rentabilidade de mercado (Quadro 2). Outro modelo utiliza três variáveis de interação para a dimensão da empresa, construídas com base na capitalização de mercado, sendo encontrados resultados significativos positivos com todas as variáveis, com exceção do RLA que não apresenta uma relação significativa quando é utilizada a variável de interação para as empresas mais pequenas (*Rank 1*).

O estudo de Méndez *et al.* (2011) tem como objetivo analisar os fatores que determinam as políticas de remuneração dos executivos, sendo analisada a influência do conselho de administração, a comissão de nomeação e remuneração (CNR) e a estrutura da propriedade. Para este estudo são utilizados dados em painel, das empresas cotadas no mercado contínuo da *Bolsa de Madrid*, correspondendo a um total de 321 empresas no período de 2005 a 2009. Neste estudo são utilizadas três diferentes variáveis dependentes, o logaritmo da média do total da remuneração por diretor executivo (REMEXEC), a percentagem que a remuneração variável representa na remuneração total (%VAREM) e a variação anual da média da remuneração total por executivo ( $\Delta$ REMEXEC), cada uma destas três variáveis são estudadas por oito modelos. Os modelos utilizados incluem as características do conselho de administração, as características da CNR e a estrutura da propriedade, que abrange seis modelos. Os modelos que incluem a estrutura da propriedade

medem a participação acionista que possui o maior acionista não executivo em t-1 (LARGE1), a concentração da propriedade na empresa em t-1 (IHH), a participação acionista dos membros não executivos do conselho de administração em t-1 (NONEXESHABOARD) e da CNR (NONEXESHANCR) e a participação acionista dos membros executivos do conselho de administração em t-1 (EXSHABOARD) e da CNR (EXSHANRC).

Os modelos utilizados por Méndez *et al.* (2011), que estudam a influência das características do conselho de administração e as características da CNR, incluem a variável que representa a percentagem de diretores independentes no conselho de administração e na CNR em t-1, respetivamente %INDBOARD e %INDNCR e o logaritmo do número de membros em t-1 (BOARDSIZE e CNRSIZE). Todos os modelos utilizados no estudo incluem ainda as variáveis de controlo, para a dimensão, representado pelo logaritmo dos ativos em t-1, o *market-to-book* em t-1, o rácio entre o EBIT e o total dos ativos em t-1 (PROFITABILITY), a rendibilidade anual de mercado do capital em t-1 (MKPERFORM) e variação diária da rendibilidade de mercado das ações em t-1 (RISK).

Méndez *et al.* (2011) quando utilizaram a variável do total da remuneração por diretor executivo (REMEXEC) e as características do conselho de administração ou as características da CNR, obtiveram como variáveis significativas, a dimensão do conselho de administração ou a dimensão da CNR, dependendo do modelo que está a ser utilizado, sendo também encontrado como variáveis significativas em ambos os modelos o *market-to-book* e a dimensão da empresa. Continuando a utilizar a mesma variável dependente e as variáveis da propriedade foi encontrada uma relação significativa negativa com as variáveis de participação acionista dos membros executivos, a participação acionista dos membros executivos do conselho de administração, a participação acionista dos membros executivos da CNR, e também com a dimensão da empresa e *market-to-book* (Quadro 2). Ao utilizar a variável que representa a percentagem que a remuneração variável representa na remuneração total (%VAREM) e as variáveis do conselho de administração e da CNR, são encontradas como variáveis significativas a dimensão da empresa, o *market-to-book*, o rácio entre o EBIT e o total dos ativos e a rendibilidade anual de mercado do capital. Quando é estudado o modelo da CNR ainda é encontrada como significativa a variável da percentagem dos diretores independentes na CNR. Utilizando a mesma variável dependente e as variáveis da propriedade, foram encontradas como variáveis significativas

a variável que mede participação acionista que possui o maior acionista não executivo, a concentração da propriedade na empresa, a participação acionista dos membros executivos da CNR, a participação acionista dos membros executivos do conselho de administração e as variáveis relativas à dimensão da empresa, o *market-to-book*, o rácio entre o EBIT e o total dos ativos e a rentabilidade anual de mercado do capital (Quadro 2).

Méndez *et al.* (2011) ainda fizeram um estudo utilizando a variável que representa a variação anual da média da remuneração total por executivo ( $\Delta\text{REMEXEC}$ ), que acrescenta em todos os modelos a variável variação da riqueza do acionista no ano anterior ( $\Delta\text{SHWEALTH-1}$ ) e a variação da riqueza do acionista no ano corrente ( $\Delta\text{SHWEALTH}$ ). Através da utilização desta variável os resultados obtidos para os três diferentes tipos de variáveis independentes são relações significativas com a variação da riqueza do acionista no ano anterior, com a dimensão da empresa e com o *market-to-book*. Ao utilizar a características do conselho de administração encontraram ainda relações significativas com a variação da riqueza do acionista no ano corrente e a dimensão do conselho de administração (Quadro 2). Esta última variável dependente é ainda sujeita a um estudo que inclui variáveis de interação, que estuda a interação entre a variação da riqueza em t-1 com as variáveis que representam o número de membros no conselho de administração e na CNR e a percentagem de diretores independentes no conselho de administração e na CNR, sendo as variáveis de interação com a dimensão do conselho de administração e da CNR encontradas como significativas.

Quadro 2:

**Influência do desempenho na remuneração, resultados obtidos por outros autores**

Autores	Variável Dependente	Variáveis Significativas	Relação Encontrada	
Randøy e Nielsen (2002)	Remuneração Total do CEO	Dimensão do Conselho;	+***	
		Capitalização de Mercado;		
		Nacionalidade		
		Membros Estrangeiros		+**
		Variação no MB		+*
		Propriedade da empresa	-*	

Quadro 2:

**Influência do desempenho na remuneração, resultados obtidos por outros autores (cont.)**

<b>Autores</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Variáveis Significativas</b>	<b>Relação Encontrada</b>
	Remuneração do Diretor ( <i>Director Cash Compensation</i> )	Total das vendas; Número de empregados; Rácio do total da dívida e ativos; número de reuniões	+***
		Percentagem capital do CEO	-***
		Volatilidade das ações	-**
		Rácio entre publicidade e ativos; género do CEO	+*
Brick <i>et al.</i> (2006)	Remuneração Total do Diretor ( <i>Director Total Compensation</i> )	Soma do valor de mercado das ações e o total da dívida, a dividir pelo valor total dos ativos; Rendibilidade das ações mantidas nos últimos três anos; Volatilidade das ações; Total das vendas; Número de empregados; Género do CEO; Número de reuniões	+***
		Percentagem capital do CEO	-***
		CEO é presidente do conselho	+**
		Rácio entre a planta, propriedade e equipamentos da empresa, e o total dos ativos; CEO está na empresa há mais de um ano antes de se tornar CEO	-**
		ROA; Relação entre a despesa em I&D e o total dos ativos	+*

Quadro2:

**Influência do desempenho na remuneração, resultados obtidos por outros autores (cont.)**

Autores	Variável Dependente	Variáveis Significativas	Relação Encontrada
Brick <i>et al.</i> (2006)	Remuneração do CEO ( <i>CEO Cash Compensation</i> )	Rendibilidade das ações mantidas nos últimos três anos; Total das Vendas; Número de Empregados; Relação entre a despesa em I&D e o total dos ativos; Género CEO; Número de anos em que o CEO está na empresa; CEO é presidente do conselho	+***
		Volatilidade das ações	-***
		Rácio entre investimentos e ativos; Percentagem capital do CEO	-**
		Rácio entre a planta, propriedade e equipamentos da empresa, e o total dos ativos	-*
		Soma do valor de mercado das ações e o total da dívida, a dividir pelo valor total dos ativos; Rendibilidade das ações mantidas nos últimos três anos; Volatilidade das ações; Total das Vendas; Número de empregados; Relação entre a despesa em I&D e o total dos ativos; Rácio entre publicidade e ativos; CEO é presidente do conselho	+***
	Remuneração Total do CEO ( <i>CEO Total Compensation</i> )		

Quadro 2:

**Influência do desempenho na remuneração, resultados obtidos por outros autores (cont.)**

<b>Autores</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Variáveis Significativas</b>	<b>Relação Encontrada</b>
Brick <i>et al.</i> (2006)		Rácio entre a planta, propriedade e equipamentos da empresa, e o total dos ativos; CEO está na empresa há mais de um ano antes de se tornar CEO	-.***
		Risco de fluxos de caixa; Género do CEO; Número de reuniões	+**
		Percentagem capital do CEO	-.**
		Número de anos em que o CEO está na empresa	+*
Fernandes (2008)	Remuneração por executivo	Total das Vendas	+***
Junarsin (2011)	Remuneração Total	MB; RLA; Rendibilidade Mercado	+***
		ROA	+*
	Remuneração Fixa	ROA; MB; RLA; Rendibilidade Mercado	-.***
	Bónus	ROA; RLA; Rendibilidade Mercado	+***
		MB	-.***
Remuneração Total	MB <sub>t-1</sub> ; RLA <sub>t-1</sub> ; Rendibilidade Mercado <sub>t-1</sub>	+***	
Méndez <i>et al.</i> (2011)	Total da remuneração por diretor executivo (REMEXEC)	Dimensão do conselho;	+***
		Dimensão da empresa; MB Participação acionista dos membros executivos do conselho de administração	-.**

Quadro 2:

**Influência do desempenho na remuneração, resultados obtidos por outros autores (cont.)**

Autores	Variável Dependente	Variáveis Significativas	Relação Encontrada	
Méndez <i>et al.</i> (2011)	Percentagem que a remuneração variável representa na remuneração total (%VAREM)	Dimensão da CNR	+*	
		Participação acionista dos membros executivos da NRC	-*	
		Concentração da propriedade; Dimensão da empresa; MB	+***	
		Participação acionista dos membros executivos do conselho de administração	-**	
		Percentagem de diretores independentes na CNR; Participação acionista que possui o maior acionista não executivo; Participação acionista dos membros executivos da NRC; Rácio entre o EBIT e o total dos ativos	+*	
		Rendibilidade anual de mercado do capital	-*	
		$\Delta$ REMEXEC	Dimensão da empresa	+***
		Variação da riqueza do acionista no ano anterior; Dimensão do conselho	+**	
		Dimensão do conselho; MB	+**	
		Variação da riqueza do acionista no ano corrente <sup>1</sup>	-**	

**Nota.** Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância, respectivamente, de 1%, 5% e 10%. <sup>1</sup> A variável  $\Delta$ SHWEALTH apenas é significativa quando é utilizado o modelo que considera as características do conselho de administração.

## 2.3 Responsabilidade social das empresas

Ao longo dos anos têm sido desenvolvidos alguns estudos que analisam a responsabilidade social das empresas (RSE) (Carroll, 1979; Griffin & Mahon, 1997; McWilliams & Siegel, 2001; Tsoutsoura, 2004). No entanto, o estudo considerado pioneiro é o de Bowen (1953), que escreveu um livro cujo título é “*Social Responsibilities of the Businessman*”, sendo a partir deste estudo que se deu a mudança mais profunda no termo RSE e que aumentou significativamente os estudos sobre este tema (Garriga & Melé, 2004). Apesar de ser em número menor também existem estudos feitos por autores portugueses e por autores espanhóis. Em Portugal existe, por exemplo, o estudo de Abreu, David e Crowther (2005) que analisa a RSE em Portugal, utilizando para isso um conjunto de empresas que se encontraram no *ranking* publicado pela revista Exame em 2003, que considera as empresas que têm melhores práticas de responsabilidade social. Em Espanha pode-se encontrar, por exemplo, o estudo de Garriga e Melé (2004) que estuda as principais teorias da responsabilidade social e em que abordagem se situa. Para isso os autores vão classificar as principais teorias da RSE em quatro aspetos economia, política, integração social e ética.

### 2.3.1. Definições de responsabilidade social das empresas

O termo RSE não tem uma definição única a WBCSD (*World Business Council for Sustainable Development*) define RSE como “um compromisso empresarial que contribua para um desenvolvimento económico sustentável, trabalhando com os seus colaboradores, as suas famílias, a comunidade local e a sociedade de forma a melhorar a sua qualidade de vida”<sup>2</sup>. McWilliams e Siegel (2001) argumentam que a RSE é mais do que seguir a lei definindo como ações que aparecem para promover um determinado bem social, além do interesse da empresa e que é exigido por lei. A comissão europeia define que RSE “diz respeito a empresas que, voluntariamente e sem a tal serem obrigadas pela lei, procuram que a sua atividade do dia-a-dia satisfaça objetivos de carácter social e ambiental”<sup>3</sup>. Tsoutsoura (2004) define assim que uma empresa socialmente responsável deve dar um passo à frente e adotar políticas e práticas de negócios que vão além dos requisitos

---

<sup>2</sup> Retirado do BCSD Portugal (Conselho Empresarial para o desenvolvimento sustentável) (<http://www.bcsdportugal.org/introducao/227.htm>), uma associação sem fins lucrativos, fundada em 2001, membro da rede regional do WBCSD.

<sup>3</sup> <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=331&langId=pt>

exigidos por lei e contribuir para o bem-estar dos seus principais *stakeholders*<sup>4</sup>, sendo a RSE constituída por um conjunto de políticas, práticas e programas. A responsabilidade social pressupõe que a empresa não tem apenas obrigações legais e económicas, mas também determinadas responsabilidades com a sociedade que vão além destas obrigações (Mcguire, 1963). Assim, uma empresa que evita a discriminação contra mulheres e minorias, não está a ser socialmente responsável, mas está apenas a cumprir a lei (McWilliams & Siegel, 2001).

### **2.3.2. Evolução ao longo dos anos**

No fim de perceber o conceito de RSE, é preciso perceber os esforços que têm sido feitos ao longo dos anos, para entender a crescente importância da responsabilidade social. A União Europeia tem feito esforços que tiveram implicações positivas ao nível da RSE quer em Portugal, como em Espanha. É de destacar cimeira de Lisboa, em Março de 2000, onde se pode consultar no documento que apresenta as conclusões sobre esta cimeira o seguinte: “O Conselho Europeu formula um apelo especial ao sentido de responsabilidade social das empresas no que toca às melhores práticas de aprendizagem ao longo da vida, organização do trabalho, igualdade de oportunidades, inclusão social e desenvolvimento sustentável” (Conselho Europeu, 2000: p.15). Outro esforço feito pela União Europeia foi a criação do livro verde (2001) publicado pela Comissão das Comunidades Europeias, que pretende como o próprio título indica “Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas” e onde também se encontra definido o conceito de responsabilidade social (COM, 2001). Ainda é preciso salientar, que a criação pela União Europeia de um fórum multilateral sobre a RSE foi outro passo importante. Este fórum tem como objetivo promover a transparência e a convergência de práticas e instrumentos de responsabilidade social, através do intercâmbio de experiências e boas práticas a nível da União Europeia. Através da congregação das iniciativas existentes na União Europeia e da tentativa de definir uma abordagem comunitária e princípios orientadores comuns, enquanto base de diálogo em plataformas de discussão internacionais com países terceiros e através da identificação e exploração dos domínios onde é necessário um reforço da ação a nível

---

<sup>4</sup> *Stakeholders* diz respeito a todas as partes interessadas na empresa, tais como parceiros comerciais, fornecedores e clientes.

Europeu (COM 2002). É importante notar ainda, que além destes domínios também a divulgação das recomendações da GRI (*Global Reporting Initiative*), a nível internacional, contribuiu para o desenvolvimento da RSE.

A GRI, referida anteriormente como um passo importante no desenvolvimento da RSE, é uma organização que fornece recomendações para as empresas que pretendem publicar um relatório de sustentabilidade, onde também é explicada a política de responsabilidade social. A GRI é uma iniciativa internacional fundada em Boston, em 1997, que tem como missão tornar os relatórios de sustentabilidade uma prática padrão, fornecendo a orientação e apoio às empresas<sup>5</sup>. De acordo com as diretrizes para a elaboração de relatórios de sustentabilidade (GRI, 2000-2007: p.4), “elaborar relatórios de sustentabilidade consiste na prática de medir, divulgar e prestar contas, às várias partes interessadas, sobre o desempenho das organizações, visando atingir o objetivo do desenvolvimento sustentável”. Além do mais é referido ainda que este relatório “deve fornecer uma declaração equilibrada e razoável do desempenho de sustentabilidade da organização nele representado, incluindo tanto as contribuições positivas, como as negativas”, tendo os relatórios com base nestas diretrizes o objetivo de fornecer um padrão de referência, demonstração e comparação de desempenho entre diferentes empresas e ao longo do tempo (GRI, 2000-2007: p.4).

As empresas, quer em Portugal, quer em Espanha, que utilizam os relatórios com base na GRI têm que constituir os seus relatórios por três categorias, económica, ambiental e social. Os indicadores de desempenho económico referem-se ao impacto da empresa sobre as condições económicas dos *stakeholders* e sobre os sistemas económicos a nível local, nacional e global, estes indicadores ilustram o fluxo de capital entre os *stakeholders* e os impactos económicos da empresa sobre a sociedade. Os indicadores sobre o desempenho ambiental referem-se aos impactos da empresa nos sistemas naturais vivos e não vivos, este indicador abrange ainda o desempenho relacionado com o consumo, como as matérias-primas ou energia e com a produção, como as emissões e os resíduos. Por fim, a outra dimensão que a GRI abrange é a do desempenho social, referindo-se este aos impactos da empresa nos sistemas sociais em que opera, dividindo-se esta dimensão nas

---

<sup>5</sup> Consultar os seguintes endereços: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/what-is-GRI> e <https://www.globalreporting.org/Information/about-gri>

categorias de práticas laborais, direitos humanos, sociedade e responsabilidade pelo produto.

### **2.3.3. Desenvolver uma política de responsabilidade social**

A RSE tanto pode ser implementada numa única área da empresa, que esta considera mais importante no desenvolvimento da sua atividade ou que está mais vulnerável na empresa, como pode ser implementada em todas as atividades que a empresa desenvolve. No entanto, quer seja aplicada numa única área ou em toda a atividade da empresa, para ser implementada com sucesso é fundamental que os princípios estabelecidos sejam parte dos valores da empresa e planeamento estratégico e que tanto a gestão, como os empregados se comprometam com o cumprimento destes princípios. Além disso, é importante que a estratégia de RSE esteja alinhada com os objetivos específicos da empresa e competências principais (Tsoutsoura, 2004).

Aplicar uma política de RSE envolve custos, por isso para que seja sustentável aplicar tal política, é preciso que esta gere benefícios. Nomeadamente, no reforço da imagem de marca e reputação, uma vez que os consumidores são muitas vezes atraídos para marcas de empresas com boa reputação e além disso também entre as outras empresas pode beneficiar da sua reputação, uma vez que têm mais capacidade para atrair capital e parceiros comerciais (Tsoutsoura, 2004).

No entanto, a RSE interfere também noutros aspetos, nomeadamente as empresas que adotam princípios de responsabilidade social são mais transparentes e têm menos riscos de corrupção e suborno, tendo assim menos probabilidade de no futuro ocorrerem situações negativas. Por exemplo, uma empresa que aplique medidas de controlo ambiental, apesar de serem medidas em que se exige maior rigor e em que se tem de despende mais dinheiro, evitam que as empresas corram riscos com linhas de produtos defeituosas ou pagar multas por poluição excessiva, protegendo também a sua reputação (Tsoutsoura, 2004). Outro exemplo, que ajuda a perceber melhor, porque a responsabilidade social afeta a reputação da empresa, são os escândalos sobre o trabalho infantil, uma vez que muitas pessoas ao descobrirem que determinado bem foi produzido por crianças, leva a que deixem de comprar os bens produzidos por essa empresa. Assim, a RSE pode encorajar os

consumidores a acreditar na empresa, e que pelo consumo de bens ou serviços podem estar a ajudar uma causa (McWilliams & Siegel, 2000).

#### **2.3.4. Tipos e dimensões de responsabilidade social**

Responsabilidade social como já se tem vindo a aperceber não é simplesmente preocupar-se com o ambiente ou com a sociedade, podendo esta abranger várias áreas. Não é consensual em quantos tipos se divide a RSE, Carroll (1979) divide a RSE em quatro tipos, enquanto Lantos (2001) divide em três.

Carroll (1979) divide a responsabilidade social em económica (empregos, salários e serviços), legal (desenvolver a atividade da empresa através do cumprimento das exigências legais), ética (fazer o que é justo) e discricionário (contribuições de carácter voluntário, por exemplo, donativos a organizações humanitárias). Lantos (2001) define responsabilidade social apenas em três tipos ética (evitar danos sociais), altruísta (por exemplo obras de carácter solidário) e estratégico (através de obras que favorecem a empresa).

Pela análise do que já foi dito anteriormente, será considerada ao longo do trabalho a teoria de Lantos (2001) como sendo a mais correta, uma vez que Carroll (1979) considera que cumprir com a lei é um tipo de RSE, não sendo assim considerada esta teoria, pois cumprir com a lei é uma obrigação de todas as empresas, seguindo a perspectiva de McWilliams e Siegel (2001).

Alguns autores referem ainda que a RSE abrange duas dimensões: a interna e a externa. A dimensão interna refere-se principalmente à empresa e inclui fundamentalmente os trabalhadores, incluindo esta dimensão questões como o investimento no capital humano, na saúde, na segurança e na gestão da mudança, as práticas relativas ao meio ambiente relacionam-se sobretudo com a gestão dos recursos naturais explorados no processo de produção. Esta dimensão pode ainda enquadrar-se ao nível da gestão de recursos humanos nomeadamente através de uma melhor comunicação dentro da empresa, melhoria do equilíbrio entre vida profissional, familiar e tempos livres e encorajar uma aprendizagem ao longo da vida.

No que se refere à dimensão externa, esta não abrange apenas a empresa, mas estende-se a toda a comunidade, envolvendo além dos trabalhadores e acionistas, os *stakeholders*, tais como os parceiros comerciais e fornecedores, clientes, autoridades públicas e ONG (organizações não governamentais) que exercem a sua atividade junto das comunidades locais ou no domínio do ambiente. A RSE ao nível das comunidades locais pode, por exemplo, relacionar-se com o nível de integração da empresa na respetiva envolvente local, empenhar-se em causas locais, como o recrutamento de pessoas vítimas de exclusão social, a disponibilização de estruturas de cuidados à infância para os filhos dos trabalhadores ou até o patrocínio de eventos culturais e desportivos a nível local (COM, 2001).

### **2.3.5. Relação entre a remuneração e responsabilidade social**

Existem várias razões que tornam importante o estudo da influência da RSE na remuneração do conselho de administração. Nomeadamente, uma empresa que pretenda incentivar os seus diretores, a seguir políticas de responsabilidade social, pode estar disposta a pagar mais aos seus diretores, para que além destes tentarem alcançar um bom desempenho financeiro, também alcancem objetivos como altos níveis de satisfação dos consumidores, melhores condições de trabalho e reduzir os níveis de poluição (Callan & Thomas, 2012). Outra das razões que torna o estudo desta relação importante é que os membros do conselho de administração podem estar dispostos a abdicar de parte da sua remuneração de forma a reduzir conflitos que podem surgir entre o gestores e os *stakeholders* e os conflitos que podem surgir face à perceção de uma má distribuição de riqueza. No entanto, os membros do conselho de administração podem simplesmente estar dispostos a receber uma menor remuneração, não para evitar conflitos, mas pelos seus princípios éticos (Cai *et al.*, 2011). Apesar destas afirmações poderem levar a conclusões diferentes, a primeira demonstra que pode haver uma relação positiva entre a remuneração do conselho de administração e a RSE e a segunda demonstra o contrário, ou seja, uma relação negativa entre a remuneração e a RSE. Importa referir, que ambas fazem sentido e que ainda não tendo sido feitos os testes à amostra, não se sabe qual é a realidade das empresas cotadas em Portugal e Espanha.

Os estudos que relacionam a remuneração do conselho de administração e a responsabilidade social das empresas são mais escassos. Existe o estudo de Cai *et al.*

(2011) que estuda o impacto que a RSE tem na remuneração dos executivos, utilizando uma amostra de 1946 empresas pertencentes ao *S&P 1500*<sup>6</sup>, nos anos de 1996 a 2010. Para fazer este estudo são construídas várias hipóteses, que vão ser testadas através da utilização de duas variáveis dependentes, o logaritmo do total da remuneração (inclui a remuneração fixa, os bônus, as opções de ações, bem como outros pagamentos anuais) e o logaritmo apenas da remuneração fixa e do bônus. Neste estudo são utilizadas como variáveis independentes, um conjunto de variáveis que dizem respeito às RSE, nomeadamente um índice de RSE, a diferença entre o número elementos considerados como pontos fortes e o número de elementos considerados preocupações (*Net CSR*) e a existência de mais elementos considerados pontos fortes do que preocupações (*CSR Indicator*), sendo estas variáveis utilizadas em regressões separadas. Cai *et al.* (2011) utilizaram ainda variáveis que se relacionam com o desempenho financeiro e com as características da empresa. Nomeadamente, a dimensão da empresa, calculado pelo logaritmo do valor contabilístico do total dos ativos em t-1, *Tobin's Q* em t-1, alavancagem em t-1, ROA em t-1, propriedade do CEO, logaritmo do número de diretores no conselho e percentagem de diretores independentes no conselho.

Cai *et al.* (2011) através da utilização da variável total da remuneração e as variáveis de RSE desfasadas, obtêm como variáveis significativas as variáveis de RSE, a dimensão da empresa, o *Tobin's Q*, a alavancagem, o ROA, a propriedade do CEO, a independência do conselho e a dimensão do conselho, apenas quando é utilizado o modelo que considera existência de mais elementos considerados pontos fortes do que preocupações, como variável de RSE, tal como se pode observar no Quadro 3. Utilizando a variável que apenas inclui a remuneração fixa e o bônus, as variáveis significativas são a RSE, a dimensão da empresa, o *Tobin's Q*, o ROA, a propriedade do CEO e a independência do conselho (Quadro 3).

O estudo de Callan e Thomas (2012) tem como principal objetivo estudar a remuneração do CEO, a RSE e o desempenho financeiro, e analisar a sensibilidade dos resultados com diferentes medidas de remuneração, medidas de curto prazo, medidas de longo prazo e o total da remuneração. Para o estudo foram utilizados dados em painel, para os anos de 2003 a 2005, considerando uma amostra de 288 empresas dos EUA, correspondendo a um total de 864 observações. Na realização deste estudo foram

---

<sup>6</sup> Mercado de ações dos EUA, que inclui as ações pertencentes ao *S&P 500*, *S&P 400* e *S&P 600*.

elaboradas três regressões utilizando diferentes medidas de remuneração. A remuneração a curto prazo, que apenas inclui o salário anual e os prêmios. O total da remuneração, que além de incluir a remuneração a curto prazo, inclui as outras remunerações anuais, as opções de ações restritas, planos de incentivo a longo prazo, opções de ações concedidas e todas as outras remunerações totais. E a remuneração de longo prazo, que corresponde à diferença entre o total da remuneração, a remuneração de curto prazo e as outras remunerações anuais. No estudo são utilizadas um conjunto de variáveis independentes o ROV, a RSE, a RSE em t-1, a RSE em t-2, o gênero, a idade, a percentagem de ações em circulação que os diretores recebem anualmente da empresa (*DirShare*), a remuneração pela participação de cada diretor na empresa (*DirPay*), o número de empregados na empresa (*Empl e Empl<sup>2</sup>*) e as vendas líquidas (*NetSales e NetSales<sup>2</sup>*). Ainda são utilizadas como variáveis independentes, um índice que indica a participação da empresa em mercados controversos (*NegScreens*), uma variável que define se a empresa pertence à indústria transformadora (*Manuf*), a empresa pertence ao mercado grossista (*Wholesale*) e a empresa pertence ao mercado retalhista (*Retail*).

Callan e Thomas (2012) ao utilizarem qualquer uma das variáveis da remuneração encontraram relações significativas, com o ROV, a RSE, as vendas líquidas e as empresas pertencentes ao mercado grossista. No entanto, a variável idade, vendas líquidas ao quadrado, empresa pertence à indústria transformadora e empresa pertence ao mercado retalhista apenas se revelaram significativas com a remuneração a curto prazo. Enquanto a percentagem de ações em circulação que os diretores recebem anualmente da empresa e a remuneração pela participação de cada diretor na empresa, apenas se revelaram significativas com a remuneração a longo prazo e a remuneração total. As variáveis que representam o número de empregados na empresa revelaram-se significativas com a remuneração a curto prazo e com a remuneração total (Quadro 3).

Um estudo mais recente por Miles e Miles (2013) estuda a relação da remuneração dos executivos e a RSE, a relação da remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e também a relação da RSE e o desempenho financeiro. Utilizando para isso várias regressões, aplicadas a um conjunto de 114 empresas, pertencentes ao *Fortune 1000*<sup>7</sup>, correspondendo 57 destas empresas ao grupo com um bom índice de RSE e as outras 57

---

<sup>7</sup> O *Fortune 1000* é uma lista feita pela revista americana *Fortune*, composto pelas 1000 maiores empresas dos EUA.

servem como grupo de comparação, nos anos de 2005 a 2007. Para realizar este estudo foram criadas quatro variáveis que representam a remuneração. *SEC Pay*, que representa a remuneração fixa e o bônus do CEO. *Max Pay*, que inclui além da remuneração fixa e o bônus, inclui as opções sobre ações. *Average SEC Pay*, que representa o valor médio da remuneração fixa e do bônus recebido por cada executivo do conselho de administração. *Average Max Pay* que representa a remuneração fixa, bônus e opções sobre ações, recebido por cada executivo.

Miles e Miles (2013) criaram para todas as variáveis dependentes dois modelos, um que inclui apenas as variáveis de desempenho rendibilidade total e ROV e outro que além de incluir estas variáveis inclui também a RSE. Através da observação do Quadro 3 e utilizando a variável que representa a remuneração fixa e o bônus do CEO foram obtidos resultados significativos apenas no modelo 2, com a variável RSE. Através da análise das restantes variáveis dependentes os autores encontraram como variável significativa nos dois modelos o ROV e no modelo 2 a RSE.

Quadro 3:

**Influência da RSE na remuneração, resultados obtidos por outros autores**

<b>Autores</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Variáveis Significativas</b>	<b>Relação Encontrada</b>
Cai <i>et al.</i> (2011)	Total da Remuneração	Dimensão empresa; <i>Tobin's Q</i> ; ROA; Independência do Conselho	+***
		Índice de RSE; Propriedade do CEO	-***
		Alavancagem	+**
		Diferença entre o número de pontos fortes e as preocupações; Existência de mais pontos fortes do que preocupações	-**
		Dimensão do conselho	-* (apenas no Indicador de CSR)

Quadro 3:

**Influência da RSE na remuneração, resultados obtidos por outros autores (cont.)**

<b>Autores</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Variáveis Significativas</b>	<b>Relação Encontrada</b>
Cai <i>et al.</i> (2011)	Remuneração fixa e bônus	Dimensão empresa; ROA	+***
		Propriedade do CEO	-***
		Independência do Conselho	+**
		Índice de RSE; Diferença entre o número de pontos fortes e as preocupações <i>CSR Indicator; Tobin's Q</i>	-**
Callan e Thomas (2012)	Remuneração a curto prazo	RSE; Idade; Vendas Líquidas	+***
		RSE <sub>t-1</sub> ; Vendas Líquidas ao quadrado; Indústria transformadora	-***
		ROS	+**
		RSE <sub>t-2</sub> ; Mercado grossista	-**
		Número de empregados	+*
		Número de empregados ao quadrado; Mercado retalhista	-*
		RSE; Vendas líquidas	+***
Remuneração a Longo Prazo	RSE <sub>t-1</sub> ; RSE <sub>t-2</sub> ; Mercado grossista	-***	
	ROS	+**	
	Remuneração pela participação de cada diretor na empresa	-**	
	Porcentagem de ações em circulação que os diretores recebem anualmente da empresa	-*	

Quadro 3:

**Influência da RSE na remuneração, resultados obtidos por outros autores (cont.)**

<b>Autores</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Variáveis Significativas</b>	<b>Relação Encontrada</b>
Callan e Thomas (2012)	Remuneração Total	RSE; Vendas líquidas	+***
		RSE <sub>t-1</sub> ; RSE <sub>t-2</sub> ; Mercado grossista	-***
		ROS	+**
		Remuneração pela participação de cada diretor na empresa; Número de empregados ao quadrado	-**
		Número de empregados	+**
		Percentagem de ações em circulação que os diretores recebem anualmente da empresa	-*
Miles e Miles (2013)	Remuneração fixa e o bônus do CEO	RSE	-***
		ROV	+***
	Remuneração fixa, bônus e opções sobre ações	RSE	-***
		ROV	+***
	Valor médio da remuneração fixa e do bônus	RSE	-**
		ROV	+**/+***
Valor médio da remuneração fixa, bônus e opções sobre ações	RSE	-**	

**Nota.** Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância, respetivamente, de 1%, 5% e 10%.

No Quadro 3 observa-se que os resultados obtidos entre a remuneração e a RSE são mistos. No entanto, começa-se por excluir o estudo de Cai *et al.* (2011) pois apenas utiliza a RSE desfasada e no caso concreto pretende-se apenas estudar a RSE sem o desfasamento. No entanto, os resultados continuam a não ser conclusivos, sendo que

apenas pela observação dos resultados obtidos por estes autores não é possível obter uma conclusão concreta sobre a relação entre a remuneração e a RSE.

# *Metodologia*

---

No capítulo anterior foi apresentada a revisão de literatura relevante para o estudo, bem como as razões que tornam evidente o interesse da análise empírica desta temática. Neste capítulo vai ser apresentada a amostra utilizada, as variáveis, bem como os dados utilizados para o cálculo das variáveis. As hipóteses serão estabelecidas de acordo com os estudos analisados na revisão de literatura. Finalmente, serão apresentados os modelos aplicados para realizar o estudo.

Assim, o principal objetivo é analisar a relação entre a remuneração do conselho de administração, quer em termos fixos como variáveis, o desempenho financeiro e a responsabilidade social das empresas cotadas na Península Ibérica (Portugal e Espanha). Mais especificamente, o objetivo é estudar a influência que o desempenho financeiro e a responsabilidade social das empresas (RSE), tem sobre a remuneração do conselho de administração, para isto são utilizados diferentes indicadores de desempenho financeiro. No que respeita à responsabilidade social, é tido em conta se a empresa segue uma política de responsabilidade social. Será analisado se estas variáveis são importantes determinantes da remuneração fixa, variável ou total do conselho de administração.

Assim, nas seções que se seguem é apresentado todo o processo seguido para poder realizar o estudo, tendo como principal enfoque a influência do desempenho financeiro e da RSE, na remuneração do conselho de administração das empresas cotadas em Portugal e Espanha, relativamente ao ano de 2010.

## **3.1 Seleção da amostra**

A amostra inicial era constituída por 236 empresas portuguesas e espanholas, sendo que 50 correspondiam a empresas portuguesas, tendo em conta a lista de empresas cotadas da *NYSE Euronext*, e 186 a empresas espanholas, tendo em conta a lista de empresas da *Bolsa de Madrid*. Depois esta amostra passou por várias etapas que levou à sua redução para um

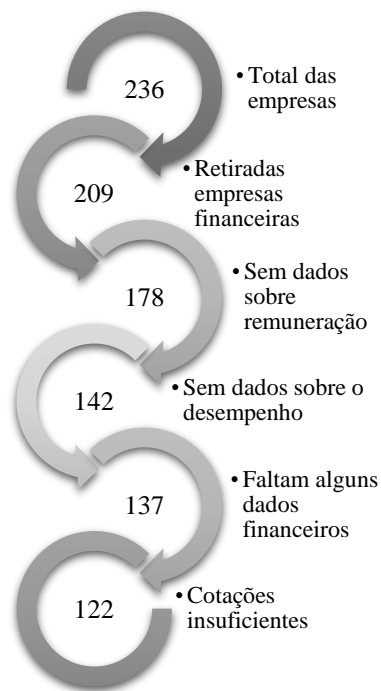
total de 122 empresas cotadas na Península Ibérica<sup>8</sup>. A escolha destes dois países deveu-se ao facto de serem dois países com características semelhantes, que em conjunto formam a região da Península Ibérica, e à falta de estudos que abordem apenas esta região. Os estudos existentes, na sua maioria, analisam os países separadamente ou fazem o estudo com vários países da Europa, o que pode levar à obtenção de resultados que não correspondem à realidade destes dois países, uma vez que os outros países da Europa possuem características muito diferentes.

Na Figura 1 pode observar-se as alterações que amostra foi sofrendo ao longo do trabalho. A primeira redução que sofreu foi a eliminação de 27 empresas, que correspondiam a empresas financeiras e clubes de futebol, uma vez que, segundo McGahan (1999), as empresas financeiras têm características operacionais diferentes e os dados não seriam adequados para efetuar a comparação com as outras empresas. Já quanto aos clubes de futebol, a razão prende-se com o facto do seu ano fiscal ser diferente do ano civil. O próximo passo foi retirar as empresas que não tinham dados disponíveis sobre a remuneração, sendo nesta fase retiradas 31 empresas, reduzindo-se a amostra para 178 (Figura 1). A amostra foi reduzida duas vezes devido à falta de dados para o desempenho financeiro, primeiro foram retiradas 36 empresas porque não possuíam dados na base de dados *Amadeus*<sup>9</sup> e depois foram retiradas 5 empresas, porque faltavam dados para algumas variáveis de desempenho financeiro, ficando nesta fase a amostra reduzida a 137 empresas (Figura 1). Por último, verificava-se a necessidade de obter as cotações das empresas, para calcular a rendibilidade de mercado. Nesta fase foram eliminadas 15 empresas, quer seja por indisponibilidade de qualquer cotação, quer por não ter pelo menos 15 cotações mensais no total de 36, critério que se revelou idêntico ao de Bartram, Brown e Minton (2010). Assim, como podemos observar na Figura 1 a amostra final é composta por 122 empresas, de Portugal e Espanha.

---

<sup>8</sup> A lista das empresas cotadas pode ser consultada no apêndice 1.

<sup>9</sup> Base de dados que pertence à *Bureau Van Dijk* e que reúne informação financeira das empresas públicas e privadas da Europa.



**Figura 1. Método de redução da amostra**

A amostra final é constituída por 122 empresas. O Quadro 4 apresenta o número de empresas em Portugal e em Espanha, sendo que Portugal representa 18,03% da amostra, com 22 empresas e Espanha representa 81,97% da amostra, com 100 empresas. Como já foi dito anteriormente, a amostra de Portugal tinha inicialmente 50 empresas, isto significa que existiu uma redução de 28 empresas e em Espanha inicialmente tinha 186 empresas e assim teve uma redução de 86 empresas. No entanto, é importante notar que o objetivo não é analisar o país individualmente, mas sim fazer o estudo para o total das empresas, não distinguindo o país a que pertencem.

Quadro 4:  
Número de empresas por país

País	Observações	Percentagem da amostra
Portugal	22	18,03%
Espanha	100	81,97%

### 3.2 Recolha dos dados

Os dados utilizados para este estudo foram retirados de várias fontes distintas, dependendo se o que está a ser recolhido é a remuneração, as variáveis de desempenho ou a RSE, sendo os dados retirados para o ano de 2010 e o ano de 2009. Tendo o ano de 2009, o objetivo de estudar a influência do desempenho na remuneração de 2010. A escolha destes anos deveu-se ao facto de no momento da recolha dos dados, o último ano disponível na base de dados *Amadeus* ser o ano de 2010.

O primeiro passo foi a obtenção dos dados da remuneração do conselho de administração em Portugal, quer em termos fixos como variáveis, foram utilizados dados do relatório de governo das sociedades de 2010, de cada uma das empresas cotadas em Portugal. O método para obter os dados para a remuneração do conselho de administração nas empresas cotadas em Espanha não foi o mesmo, uma vez que a CNMV tem disponível no seu *website*<sup>10</sup> um documento onde reúne toda esta informação.

Relativamente aos dados financeiros, foram obtidos na base de dados *Amadeus*. Os dados relativos ao ROA, o RLA, a capitalização de mercado e os ativos, foram retirados diretamente da base de dados. O *market-to-book* foi calculado pela divisão da capitalização de mercado e o capital próprio, sendo estes valores também obtidos na base de dados *Amadeus*.

A rendibilidade de mercado foi o único rácio financeiro que não foi retirado da *Amadeus*. Esta variável foi calculada utilizando os dados sobre as cotações das empresas e tendo como base o artigo de Bartram *et al.* (2010). Este autor utiliza 60 cotações mensais e considera que pelo menos os dados de 25 cotações devem estar presentes, para que a empresa seja considerada. De acordo com esta perspetiva de Bartram *et al.* (2010), e tendo em conta que neste estudo a rendibilidade de mercado vai ser calculada utilizando os dados de 36 cotações mensais, significa que serão necessárias pelo menos 15 cotações mensais. Mais especificamente, para este estudo o cálculo da rendibilidade de mercado foi efetuado através da obtenção das cotações para 36 meses, o que corresponde à obtenção de dados para 12 meses antes do ano em estudo, 12 meses do ano corrente e 12 meses do ano seguinte. Depois de obter todos os dados das cotações, é calculado para cada mês o

---

<sup>10</sup> Para consultar o documento de Excel com todos estes dados pode aceder à seguinte ligação: <http://www.cnmv.es/Portal/GPAGE.aspx?id=EstGCSC>

logaritmo da cotação do mês atual a dividir pela cotação do mês anterior, que representa a variação ocorrida na cotação. Finalmente, determina-se a rentabilidade média anual equivalente. Os dados sobre as cotações das empresas portuguesas foram retirados do *website* da *NYSE Euronext* e os dados das empresas espanholas, foram disponibilizados pela *Thomson Reuters*.

A RSE é representada por uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 se a empresa segue uma política de responsabilidade social, e o valor 0 caso contrário. A obtenção dos dados seguiu a abordagem de Dominguez, Alvarez e Sanchez (2009) que retirou os dados sobre os códigos de ética nos *websites* das empresas. Neste trabalho vai ser aplicado o mesmo método para a RSE, no entanto, não basta a empresa dizer no seu *website* que segue uma política de responsabilidade social. Assim, foi considerado que as empresas seguem uma política de responsabilidade social, se estas publicam um relatório de RSE.

### **3.3 Construção das variáveis**

As variáveis utilizadas no modelo podem ser divididas em três partes:

- variáveis relativas à remuneração;
- variáveis relativas ao desempenho financeiro;
- variável de RSE, e
- variáveis de controlo.

No que diz respeito à remuneração são utilizados três tipologias de remunerações: (1) remuneração total; (2) remuneração fixa, e (3) remuneração variável. Esta abordagem teve em consideração o estudo de Junarsin (2011), que utilizou as várias componentes da remuneração como variável dependente.

A remuneração fixa como já foi dito anteriormente, é a parte da remuneração que é paga periodicamente e regularmente, que correspondente a uma quantidade fixa durante o ano (Fernandes, 2008) e a parte variável representa tudo o resto que não é considerado a parte fixa da remuneração, como por exemplo os prémios ou as opções sobre ações. Como foi

dito no parágrafo anterior vai ser feito o estudo utilizando a remuneração fixa e a remuneração variável, separadamente, mas também vai ser feito um estudo que utiliza o total da remuneração, ou seja, a soma da remuneração fixa e da remuneração variável. Considerou-se o estudo da remuneração total, de forma a apurar as diferenças que se podem obter nos resultados, ao utilizar o total da remuneração em vez de analisar separadamente.

Observando o estudo de Junarsin (2011) este utiliza a remuneração individual dos três executivos mais bem pagos, nas empresas consideradas na amostra. Este trabalho vai considerar a remuneração de todo o conselho de administração, no entanto vai considerar a abordagem de Fernandes (2008) e Méndez *et al.* (2011), e calcular uma média da remuneração por executivo. De modo, a calcular a remuneração média por executivo, foram retirados dados sobre o número de membros que compõem o conselho de administração. Esta informação foi obtida através dos relatórios de contas para as empresas portuguesas, e através de um ficheiro Excel disponibilizado pela CNMV, para as empresas espanholas. Assim, o valor médio por executivo quer seja para a remuneração total, como fixa ou variável, é calculado pela divisão da remuneração pelo número de executivos. De forma a uniformizar os dados, e já no final de obter os valores da remuneração por executivo, é calculado para todas as variáveis de remuneração o seu logaritmo, sendo este o formato final das variáveis de remuneração utilizado nos modelos em estudo.

Relativamente às variáveis de desempenho financeiro utilizadas, foram analisados vários autores, não tendo sido consensual as medidas de desempenho utilizadas, uma vez que não existe uma medida ideal para analisar o desempenho financeiro. No entanto, optou-se por utilizar a perspectiva de Junarsin (2011) de forma a captar o efeito do desempenho a curto e longo prazo. Este autor utiliza os três diferentes tipos de medição do desempenho financeiro, medidas baseadas na contabilidade, medidas baseadas no mercado e medidas mistas, que se baseiam nas medidas contabilísticas e de mercado. Assim, seguindo a mesma abordagem de Junarsin (2011) vão ser utilizadas duas medidas de desempenho contabilístico, o ROA (rendibilidade dos ativos) e o RLA (resultado por ação), que captam o desempenho a curto prazo e a gestão atual da empresa. É também utilizada uma variável que visa representar o desempenho de mercado, que reflete o desempenho a longo prazo e a expectativa dos investidores para a criação de valor futuro. Neste caso é utilizada a rendibilidade de mercado. Como medida mista, ou seja, que se baseia na contabilidade e no

mercado, é utilizada a variável *market-to-book*.

A RSE analisa se a empresa é socialmente responsável, e é aplicada neste estudo de forma a estudar se o facto de uma empresa ser socialmente responsável influencia ou não a remuneração do conselho de administração, tal como os estudos de Cai *et al.* (2011), Callan e Thomas (2012) e Miles e Miles (2013).

Relativamente às variáveis de controlo foi apenas utilizada como variável de controlo a dimensão. Diversos estudos indicam a dimensão da empresa como o fator que mais influenciou a remuneração. Concretamente, Brick *et al.* (2006), Doucouliagos *et al.* (2007), Fernandes (2008), Aduda (2011), e Méndez *et al.* (2011) encontraram uma relação positiva entre a remuneração e a dimensão da empresa. Para captar neste trabalho a dimensão da empresa, consideramos a abordagem de Randøy e Nielsen (2002). Estes autores, utilizaram o logaritmo da capitalização de mercado como variável de controlo para representar a dimensão. No Quadro 5 pode observar-se como é calculada a capitalização de mercado. Depois de obtido o seu valor é calculado o seu logaritmo.

No Quadro 5 são apresentadas as variáveis utilizadas no estudo, como foram calculadas e o local onde foram retirados os dados. Relativamente às empresas portuguesas, os dados sobre a remuneração foram retirados dos relatórios de governo das sociedades. Quanto às empresas espanholas, os dados foram retirados de um ficheiro Excel disponibilizado no *website* da CNMV. No que respeita aos dados sobre o desempenho financeiro, com exceção da rendibilidade de mercado, foram retirados da base de dados *Amadeus*. A rendibilidade de mercado foi calculada utilizando dados sobre as cotações obtidas na *NYSE Euronext* para Portugal e na *Thomson Reuters* para Espanha. Para os dados sobre a RSE, foi considerado a existência ou não de relatórios de responsabilidade social (Quadro 5).

Quadro 5:

**Fórmula e fonte das variáveis utilizadas**

Variáveis Dependentes	Fórmula de cálculo	Fonte
Remuneração (REM_FIXA)	Fixa Corresponde à parte fixa da remuneração recebida pelo conselho de administração	Relatórios de governo das sociedades e Excel da CNMV

Quadro 5:

**Fórmula e fonte das variáveis utilizadas (cont.)**

Variáveis Dependentes		Fórmula de cálculo	Fonte
Remuneração (REM_VAR)	Variável	Corresponde à parte variável da remuneração recebida pelo conselho de administração	Relatórios de governo das sociedades e Excel da CNMV
Remuneração (REM_TOTAL)	Total	Corresponde à soma da remuneração fixa e da remuneração variável	Relatórios de governo das sociedades e Excel da CNMV
Variáveis Independentes		Fórmula de cálculo	Fonte
Rendibilidade dos Ativos (ROA)		Divisão do lucro líquido pelo total dos ativos, a multiplicar por 100	Amadeus
Resultado líquido por ação (RLA)		Divisão do resultado líquido pelo número de ações em circulação (dados em ações anuais)	Amadeus
Market-to-Book (MB)		Divisão da capitalização de mercado pelo capital próprio	Cálculo com base nos dados fornecidos pelo Amadeus
Rendibilidade de Mercado (REND_MER)		Cálculo da média mensal das cotações de 36 meses multiplicado por 12	Thomson Reuters e NYSE Euronext
Responsabilidade Social das Empresas (RSE)		Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa segue uma política de responsabilidade social e 0 caso contrário	Relatórios de responsabilidade social
Variáveis Auxiliares		Fórmula de cálculo	Fonte
Capitalização de Mercado (CAP_MER)		Multiplicação do preço da ação pelo número de ações em circulação	Amadeus
Dimensão da Empresa (TAMANHO)		Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa for de grande dimensão e 0 caso contrário	Elaboração própria com base na capitalização de mercado

Neste trabalho são ainda criadas variáveis de interação, que pretendem estudar a sensibilidade da remuneração à dimensão da empresa. Mais concretamente, esta variável pretende estudar se uma empresa de maior dimensão apresenta valores mais elevados de desempenho financeiro, níveis superiores de RSE e consequentemente uma maior

remuneração. Apesar de Junarsin (2011) ter utilizado variáveis de interação, optou-se por utilizar a perspectiva de Méndez *et al.* (2011) e Jorge (2012), por se considerar mais correto. Estes autores não utilizaram apenas as variáveis de interação no modelo, simultaneamente incluem as variáveis com a interação e as variáveis alvo de interação.

As variáveis independentes, utilizadas nesta abordagem, antes de serem inseridas no modelo foram centradas. De acordo, com Cronbach (1987) centrar as variáveis permite reduzir os problemas de multicolinearidade que poderiam surgir com a introdução das variáveis de interação no modelo. Assim, as variáveis ROA, RLA, MB e rendibilidade de mercado foram centradas. Por exemplo, para o ROA primeiro é calculada a sua média. Posteriormente o valor da média é retirado a todos os valores do ROA. No fim de obter as variáveis centradas, é construído o modelo com as variáveis de interação. A variável de interação é construída tendo como base a capitalização de mercado. No caso concreto foi calculada a mediana da capitalização de mercado, que permitiu dividir a amostra em pequenas e grandes empresas. Assim, a variável para o tamanho assume o valor 1 para as grandes empresas (valor do logaritmo da capitalização de mercado superior a 12,69 para 2010 e 12,83 para 2009) e 0 para as pequenas empresas, como também pode ser visto no Quadro 5.

### **3.4 Estatísticas descritivas**

No Quadro 6 é apresentada a média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão das variáveis utilizadas no estudo que respeitam ao ano de 2010. No Quadro 6, pode-se observar que a REM\_FIXA apresenta o valor da média de 10,588, inferior ao valor da mediana (11,309), o que significa que algumas empresas apresentam valores mais baixos de remuneração fixa, que fazem baixar o valor da média, tal pode ser comprovado pelo valor mínimo, igual a zero. Algumas empresas apresentam um valor mínimo da remuneração fixa igual a zero, uma vez que estas apenas pagam remuneração variável aos membros do seu conselho de administração. No Quadro 6 pode ainda observar-se, o valor máximo da remuneração fixa (13,516) e o desvio padrão (2,9462). O desvio padrão representa uma medida de dispersão estatística, ou seja, mede a dispersão dos valores em relação à média. No que respeita às outras variáveis dependentes, REM\_VAR e REM\_TOTAL, pelo Quadro 6 pode-se ver que os valores obtidos levam a conclusões

semelhantes às obtidas com a REM\_FIXA.

O ROA, que mede a capacidade dos ativos da empresa para gerar resultados, apresenta uma média (0,67%) inferior à mediana (1,61%), o que significa que existem empresas com um retorno dos ativos muito baixo que faz baixar a média, esta variável apresenta ainda um mínimo negativo (-86,8%) e um máximo de 35,7%. Já o desvio padrão como não apresenta um valor muito elevado (0,1091), significa que os valores do ROA tendem a estar próximos da média.

As variáveis RLA (lucro por ação) e MB (*market-to-book*) possuem valores elevados que fazem aumentar a média, sendo a média superior à mediana (Quadro 6). Ambas as variáveis têm empresas que apresentam valores negativos, como se pode comprovar pelo valor negativo do mínimo, e têm valores um pouco dispersos, pela observação do valor do desvio padrão (Quadro 6).

A REND\_MER, que representa a rendibilidade de mercado, apresenta quer na média, como na mediana valores negativos, o que significa que existem muitas empresas com valores negativos de rendibilidade de mercado, o que também demonstra que em muitas empresas da amostra as cotações das empresas ao longo dos 36 meses tem vindo a diminuir. Pela observação da média e da mediana conclui-se que algumas empresas apresentam valores muito baixos da rendibilidade de mercado, que faz com que a média seja inferior à mediana. Já o desvio padrão apresenta um valor baixo (0,2625), o que significa que os valores tendem a estar mais próximos da média.

No Quadro 6 ainda é possível observar as estatísticas descritivas para a CAP\_MER, que representa a capitalização de mercado, ou seja, o valor de mercado da empresa. Nesta variável é possível ver que a média (12,830) é superior à mediana (12,691), o que significa que existem empresas com valores mais elevados de capitalização de mercado. Neste quadro ainda se pode observar o valor do máximo (18,165), mínimo (8,044) e o desvio padrão (1,9769) para a capitalização de mercado.

Quadro 6:

**Estatísticas descritivas**

Variáveis 2010	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
REM_FIXA	10,588	11,309	0,0000	13,516	2,9462
REM_VAR	9,7365	11,023	0,0000	13,692	3,8828
REM_TOTAL	11,878	12,028	5,2983	14,301	1,1617
ROA	0,0067	0,0161	-0,8681	0,3573	0,1091
RLA	0,8594	0,1625	-3,2800	36,592	3,5793
MB	1,7124	0,9906	-0,8533	17,215	2,3529
REND_MER	-0,1517	-0,1180	-0,9051	0,8735	0,2625
CAP_MER	12,830	12,691	8,0440	18,165	1,9769

**Nota.** O quadro mostra as estatísticas descritivas para a amostra de 122 empresas, em 2010. A REM\_FIXA representa a remuneração fixa dos membros do conselho de administração. A REM\_VAR representa a remuneração variável dos membros do conselho de administração. A REM\_TOTAL representa a remuneração total dos membros do conselho de administração. O ROA, a rentabilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade. O RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada na contabilidade. O MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista. A REND\_MER, rentabilidade de mercado, representa uma medida baseada no mercado. A CAP\_MER, capitalização de mercado, representa a dimensão da empresa.

No Quadro 7 são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis de desempenho de 2009. Pela sua observação obtém-se conclusões similares às apresentadas acima. No entanto, os valores da média de 2009 para 2010 quer do ROA, como do RLA subiram e os valores da média do MB, REND\_MER e CAP\_MER descenderam de 2009 para 2010. Ainda se pode observar neste Quadro 7 que os valores que apresentam uma menor dispersão dos dados, ou seja, um menor desvio padrão são o ROA (0,0798) e a Rentabilidade de Mercado (REND\_MER) (0,4044) e o que apresenta maior dispersão dos dados o RLA (4,7359).

Quadro 7:

**Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho de 2009**

Variáveis 2009	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
ROA	0,0040	0,0120	-0,3536	0,3370	0,0798
RLA	0,5828	0,1375	-27,160	34,919	4,7359
MB	2,3925	1,3781	-1,4113	25,605	3,5326
REND_MER	-0,2387	-0,1985	-1,3240	2,7825	0,4044
CAP_MER	13,022	12,825	8,7897	18,336	1,8857

**Nota.** O quadro mostra as estatísticas descritivas para a amostra de 122 empresas, em 2009. A REM\_FIXA representa a remuneração fixa dos membros do conselho de administração. A REM\_VAR representa a remuneração variável dos membros do conselho de administração. A REM\_TOTAL representa a remuneração total dos membros do conselho de administração. O ROA, a rentabilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade. O RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada na contabilidade. O MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista. A REND\_MER, rentabilidade de mercado, representa uma medida baseada no mercado. A CAP\_MER, capitalização de mercado, representa a dimensão da empresa.

### 3.5 Correlação dos dados

No Quadro 8 estão apresentadas as correlações existentes entre as variáveis que respeitam ao ano de 2010, esta análise pretende estudar a existência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, o que significa que se este problema existir não se pode utilizar todas as variáveis, pois estão muito correlacionadas entre si. Assim, estas variáveis apresentam problemas de multicolinearidade se a correlação entre elas for superior a 0,75 em módulo, ou seja, ignorando o sinal se existir um valor superior a 0,75 significa que as variáveis sofrem de um problema de multicolinearidade. Outra componente que é analisada é o VIF (*Variance Inflation Factor* ou Fator de Inflação da Variância) que se for superior a 10 também indica problemas de multicolinearidade.

No Quadro 8 pode-se observar que não existem valores superiores a 0,75, o que significa que não existem problemas de multicolinearidade. No entanto, pela observação das variáveis mais correlacionadas encontra-se um valor de 0,688 e um de 0,658, o primeiro valor é entre a remuneração total e a capitalização de mercado, ou seja, entre uma variável

dependente e uma variável independente e o segundo valor é entre a remuneração fixa e a remuneração total. Assim, mesmo as variáveis mais correlacionadas não são variáveis independentes, excluindo-se a existência de problemas de multicolinearidade pela análise da matriz de correlação.

Na análise do VIF observa-se que não existem valores superiores a 10 (Quadro 8), o que vem confirmar as conclusões anteriores. Assim, pode-se utilizar estas variáveis na regressão, uma vez que não apresentam problemas de multicolinearidade.

Quadro 8:  
Correlação entre as variáveis

2010	REM_ FIXA	REM_ VAR	REM_ TOTAL	ROA	RLA	MB	REND_ MER	RSE	CAP_ MER	VIF
REM_ FIXA	1,000	0,012	0,658	0,097	0,079	0,030	-0,108	0,207	0,366	
REM_ VAR		1,000	0,375	0,237	-0,111	-0,025	-0,076	0,262	0,436	
REM_ TOTAL			1,000	0,260	0,089	0,053	-0,075	0,387	0,688	
ROA				1,000	0,228	0,296	0,295	0,167	0,443	1,382
RLA					1,000	0,065	0,269	-0,036	0,268	1,186
MB						1,000	0,182	0,074	0,221	1,121
REND_ MER							1,000	0,077	0,202	1,165
RSE								1,000	0,462	1,320
CAP_ MER									1,000	1,663

**Nota.** O quadro mostra as estatísticas descritivas para a amostra de 122 empresas, em 2010. A REM\_FIXA representa a remuneração fixa dos membros do conselho de administração. A REM\_VAR representa a remuneração variável dos membros do conselho de administração. A REM\_TOTAL representa a remuneração total dos membros do conselho de administração. O ROA, a rentabilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade. O RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada

na contabilidade. O MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista. A REND\_MER, rentabilidade de mercado, representa uma medida baseada no mercado. A RSE representa a responsabilidade social da empresa, variável *dummy* que assume o valor 1 para as empresas que seguem uma política de responsabilidade social e 0 caso contrário. A CAP\_MER, capitalização de mercado, representa a dimensão da empresa.

No Quadro 9 é analisada a correlação agora com os valores das variáveis de desempenho de 2009 (ROA, RLA, MB, REND\_MER, CAP\_MER). Tal como no Quadro 9 não existem correlações superiores a 0,75 e pela observação dos valores mais elevados, as variáveis que apresentam correlações mais elevadas, são as mesmas que foram obtidas no Quadro 9. Concluindo-se que não existem problemas de multicolinearidade pela observação da correlação das variáveis. Na análise do VIF também não se encontram problemas de multicolinearidade, uma vez que não existem VIF's superiores a 10 (Quadro 9). Assim, tal como no quadro anterior, a conclusão obtida é que pode-se utilizar estas variáveis nos modelos construídos mais à frente.

Quadro 9:  
Correlação entre as variáveis dependentes de 2010 e as variáveis de desempenho de 2009

2010 / 2009	REM_ FIXA	REM_ VAR	REM_ TOTAL	ROA	RLA	MB	REND_ MER	CAP_ MER	VIF
REM_ FIXA	1,000	0,012	0,658	0,064	0,053	0,086	0,018	0,367	
REM_ VAR		1,000	0,375	0,171	-0,096	-0,125	0,020	0,419	
REM_ TOTAL			1,000	0,252	0,063	0,082	-0,011	0,678	
ROA				1,000	0,278	0,258	0,342	0,426	1,434
RLA					1,000	0,031	0,269	0,214	1,139
MB						1,000	0,053	0,154	1,078
REND_ MER							1,000	0,207	1,180
CAP_ MER								1,000	1,245

**Nota.** O quadro mostra as estatísticas descritivas para a amostra de 122 empresas, em 2009. A REM\_FIXA representa a remuneração fixa dos membros do conselho de administração. A REM\_VAR representa a remuneração variável dos membros do conselho de administração. A REM\_TOTAL representa a remuneração total dos membros do conselho de administração. O ROA, a rentabilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade. O RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada na contabilidade. O MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista. A REND\_MER, rentabilidade de mercado, representa uma medida baseada no mercado. A CAP\_MER, capitalização de mercado, representa a dimensão da empresa.

### **3.6 Modelo e construção das hipóteses**

Conhecendo as variáveis que vão ser utilizadas no estudo é preciso saber qual a relação que estas vão analisar. Neste capítulo pretende-se mostrar quais as hipóteses que vão ser utilizadas e a regressão utilizada, de forma a provar ou não a sua veracidade. As hipóteses e as regressões que vão ser utilizadas foram criadas tendo como base os estudos feitos por outros autores, já analisados na revisão de literatura, e as conclusões por eles obtidas.

#### **3.6.1. Relação entre a remuneração e o desempenho financeiro**

A resolução dos conflitos de agência é muitas vezes associada às políticas de remuneração adotadas. Neste sentido, uma empresa que tenha menores conflitos de agência também terá um desempenho financeiro melhor. Assim, a política de remuneração adotada pela empresa pode estar associada ao desempenho financeiro da empresa e é neste sentido que uma parte do estudo vai incidir.

De forma a estudar as relações entre a remuneração e o desempenho vão ser utilizadas regressões lineares múltiplas (*Ordinary Least Squares* ou Método dos Mínimos Quadrados), que vão ser estudadas no *software* estatístico *Gretl* (*Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*). A primeira regressão utilizada pretende estudar a relação entre o total de remuneração e as variáveis de desempenho financeiro, bem como a RSE e a variável de controlo para a dimensão da empresa (capitalização de mercado). Assim, a equação é a seguinte:

$$\begin{aligned}
REM\_TOTAL_{2010i} = & \beta_0 + \beta_{1i}ROA_{2010i} + \beta_{2i}RLA_{2010i} + \beta_{3i}MB_{2010i} + \beta_{4i}REND\_MER_{2010i} \\
& + \beta_{5i}RSE_{2010i} + \beta_{6i}CAP\_MER_{2010i} + \varepsilon_i
\end{aligned} \quad (1)$$

Onde:

$REM\_TOTAL_{2010i}$  = Remuneração total em 2010 na empresa  $i$

$ROA_{2010i}$  = Retorno dos ativos em 2010 na empresa  $i$

$RLA_{2010i}$  = Lucro por ação em 2010 na empresa  $i$

$MB_{2010i}$  = *Market-to-book* em 2010 na empresa  $i$

$REND\_MER_{2010i}$  = Rendibilidade de mercado em 2010 na empresa  $i$

$RSE_{2010i}$  = Responsabilidade social da empresa  $i$  no ano 2010

$CAP\_MER_{2010i}$  = Capitalização de mercado em 2010 na empresa  $i$

$\varepsilon_i$  = Termo do erro

O  $\beta$  representa a elasticidade da remuneração total ( $REM\_TOTAL$ ), ou seja, a variação ocorrida na remuneração total por cada unidade de variação na respectiva variável independente.

A relação entre a remuneração e o desempenho financeiro tem apresentado resultados divergentes, uns autores encontraram relações significativas positivas, outros encontraram relações significativas negativas e outros não encontraram nenhuma relação significativa. Esta divergência de resultados pode dever-se tanto à utilização de diferentes variáveis de desempenho financeiro, como à utilização de diferentes amostras.

O Quadro 10 apresenta os resultados obtidos por outros autores quando a variável dependente utilizada é a remuneração total. Neste quadro pode-se observar que ao utilizar a remuneração total é esperado que a relação com o ROA e o RLA seja positiva, de acordo com o trabalho de Junarsin (2011) relativo a um conjunto de 2836 empresas, dos EUA de 1992 a 2008.

Também a relação do *market-to-book* com a remuneração total se espera que seja positiva.

Este resultado foi obtido por Junarsin (2011) e por Randøy e Nielsen (2002), que analisam 224 empresas da Noruega e Suécia, entre 1996 e 1998. A variável *market-to-book* utilizada por Randøy e Nielsen (2002) não é calculada da mesma maneira que neste trabalho, no entanto é considerada como uma aproximação, sendo assim também analisado o seu resultado.

A variável independente rendibilidade de mercado apresenta, de acordo com Junarsin (2011), uma relação significativa positiva com a remuneração total (Quadro 10). No entanto, Fernandes (2008) que analisa 58 empresas cotadas na bolsa de Lisboa, no período de 2002 a 2004, encontra, apesar de positiva, uma relação não significativa. Randøy e Nielsen (2002) apesar de utilizarem o desempenho das ações, encontraram também uma relação não significativa, no entanto negativa.

A variável de controlo para o tamanho da empresa, pode-se observar pelo Quadro 10 que quer Randøy e Nielsen (2002), como Fernandes (2008) encontraram uma relação positiva. Contudo, Fernandes (2008) utilizou como variável que representa a dimensão, o total das vendas, e Randøy e Nielsen (2002) utilizaram a capitalização de mercado. Relativamente à RSE foram obtidos resultados mistos, Callan e Thomas (2012) obteve resultados positivos, para uma amostra 288 empresas dos EUA, de 2003 a 2005, enquanto Miles e Miles (2013) encontraram resultados negativos, para uma amostra 114 empresas dos EUA, entre 2005 e 2007.

Quadro 10:

**Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração total**

Variável Dependente	Variáveis Independentes	Resultados Significativos
Remuneração Total	ROA	Positivo: Junarsin (2011)
	RLA	Positivo: Junarsin (2011)
	MB	Positivo: Junarsin (2011); Randøy e Nielsen (2002)
	Rendibilidade de Mercado	Positivo: Junarsin (2011) Não Significativo: Fernandes (2008); Randøy e Nielsen (2002)

Quadro 10:

**Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração total (cont.)**

Variável Dependente	Variáveis Independentes	Resultados Significativos
Remuneração Total	Dimensão da empresa	Positivo: Fernandes (2008); Randøy e Nielsen (2002)
	RSE	Positivo: Callan e Thomas (2012) Negativo: Miles e Miles (2013)

**Nota.** O quadro mostra os resultados obtidos por vários autores, quando é utilizado como variável dependente a remuneração total e utilizadas as seguintes variáveis independentes: ROA, a rentabilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade; RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada na contabilidade; MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista; Rentabilidade de mercado que representa uma medida baseada no mercado; Dimensão da empresa que é representada por diferentes indicadores, dependendo do autor em análise; e RSE que representa a responsabilidade social da empresa.

De acordo com o que foi analisado anteriormente no Quadro 10, são criadas várias hipóteses, que pretendem ser estudadas pela equação (1), apresentada anteriormente. As hipóteses criadas dividem-se em três, tendo em conta se a variável de desempenho é baseada na contabilidade, baseada no mercado ou baseada em ambas as medidas, assim as hipóteses criadas são as seguintes:

**Hipótese 1a:** As variáveis de desempenho baseadas na contabilidade influenciam positivamente a remuneração total do conselho de administração.

**Hipótese 1b:** As variáveis de desempenho baseadas no mercado influenciam positivamente a remuneração total do conselho de administração.

**Hipótese 1c:** As variáveis de desempenho mistas influenciam positivamente a remuneração total do conselho de administração.

O presente estudo não vai apenas estudar a remuneração total, mas também as outras partes que a constituem, ou seja, a remuneração fixa e a variável. A regressão a seguir apresentada pretende estudar se as variáveis independentes influenciam a remuneração fixa do conselho de administração. A regressão é a seguinte:

$$REM\_FIXA_{2010i} = \beta_0 + \beta_{1i}ROA_{2010i} + \beta_{2i}RLA_{2010i} + \beta_{3i}MB_{2010i} + \beta_{4i}REND\_MER_{2010i} + \beta_{5i}RSE_{2010i} + \beta_{6i}CAP\_MER_{2010i} + \varepsilon_i \quad (2)$$

Onde:

$REM\_FIXA_{2010i}$  = Remuneração fixa em 2010 na empresa  $i$

O  $\beta$  representa a elasticidade da remuneração fixa (REM\_FIXA), ou seja, a variação ocorrida na remuneração fixa por cada unidade de variação na respetiva variável independente.

No que diz respeito à parte fixa da remuneração apenas foi analisado o estudo de Junarsin (2011), que utilizou a remuneração fixa como variável dependente. No Quadro 11 pode-se observar que a relação encontrada com qualquer uma das variáveis independentes (ROA, RLA, MB, rendibilidade de mercado e dimensão da empresa) é negativa, ou seja as variáveis independentes variam em sentido oposto ao da remuneração fixa.

Quadro 11:

**Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração fixa**

Variável Dependente	Variáveis Independentes	Resultados Significativos
Remuneração Fixa	ROA	Negativo: Junarsin (2011)
	RLA	Negativo: Junarsin (2011)
	MB	Negativo: Junarsin (2011)
	Rendibilidade de Mercado	Negativo: Junarsin (2011)
	Dimensão da empresa	Negativo: Junarsin (2011)

**Nota.** O quadro mostra os resultados obtidos por vários autores, quando é utilizado como variável dependente a remuneração fixa e utilizadas as seguintes variáveis independentes: ROA, a rendibilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade; RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada na contabilidade; MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista; Rendibilidade de mercado que representa uma medida baseada no mercado; e Dimensão da empresa que é representada por diferentes indicadores, dependendo do autor em análise.

Assim, pela observação do Quadro 11 as hipóteses criadas são as seguintes:

**Hipótese 2a:** As variáveis de desempenho baseadas na contabilidade influenciam negativamente a remuneração fixa do conselho de administração.

**Hipótese 2b:** As variáveis de desempenho baseadas no mercado influenciam negativamente a remuneração fixa do conselho de administração.

**Hipótese 2c:** As variáveis de desempenho mistas influenciam negativamente a remuneração fixa do conselho de administração.

Outra análise pretende estudar se as variáveis de desempenho, a variável de RSE e a variável de controlo (capitalização de mercado), influenciam apenas a remuneração variável dos membros do conselho de administração. Assim, é criado o seguinte modelo:

$$\begin{aligned} REM\_VAR_{2010i} = & \beta_0 + \beta_{1i}ROA_{2010i} + \beta_{2i}EPS_{2010i} + \beta_{3i}MB_{2010i} \\ & + \beta_{4i}REND\_MER_{2010i} + \beta_{5i}RSE_{2010i} \\ & + \beta_6CAP\_MER_{2010i} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

Onde:

$REM\_VAR_{2010i}$  = Remuneração variável em 2010 na empresa i

O  $\beta$  representa a elasticidade da remuneração variável ( $REM\_VAR$ ), ou seja, a variação ocorrida na remuneração variável por cada unidade de variação na respetiva variável independente.

No que diz respeito à parte variável da remuneração, vai ser comparado mais uma vez com estudo de Junarsin (2011) que utilizou o bónus como variável dependente. Apesar da remuneração variável não ser constituída apenas pelo bónus, na generalidade a maioria das empresas apresenta a maior fatia da remuneração variável ou a totalidade constituída pelo bónus. Assim, observando o Quadro 12 Junarsin (2011) encontrou entre a remuneração variável e o ROA, RLA e rendibilidade de mercado uma relação significativa positiva e com o MB uma relação significativa negativa.

Quadro 12:

**Conclusões obtidas por diversos autores utilizando a remuneração variável**

Variável Dependente	Variáveis Independentes	Resultados Significativos
Remuneração Variável	ROA	Positivo: Junarsin (2011)
	RLA	Positivo: Junarsin (2011)
	MB	Negativo: Junarsin (2011)
	Rendibilidade de Mercado	Positivo: Junarsin (2011)

**Nota.** O quadro mostra os resultados obtidos por vários autores, quando é utilizado como variável dependente a remuneração variável e utilizadas as seguintes variáveis independentes: ROA, a rendibilidade dos ativos, representa uma medida baseada na contabilidade; RLA, o resultado líquido por ação, representa uma medida baseada na contabilidade; MB, o *market-to-book*, representa uma medida mista; e Rendibilidade de mercado que representa uma medida baseada no mercado.

Assim, tendo em conta o Quadro 12 e o que foi dito anteriormente, as hipóteses que pretendem testar a regressão (3) são as seguintes:

**Hipótese 3a:** As variáveis de desempenho baseadas na contabilidade influenciam positivamente a remuneração variável do conselho de administração.

**Hipótese 3b:** As variáveis de desempenho baseadas no mercado influenciam positivamente a remuneração variável do conselho de administração.

**Hipótese 3c:** As variáveis de desempenho mistas influenciam negativamente a remuneração variável do conselho de administração.

Neste trabalho vai ser analisado ainda a influência das variáveis desfasadas na remuneração total, no caso concreto vai ser estudado se as variáveis de desempenho do ano 2009 influenciam a remuneração total de 2010. Tal como foi feito no artigo de Brick *et al.* (2006), Junarsin (2011) e Méndez *et al.* (2011). Assim, o modelo que pretende estudar esta relação, é o seguinte:

$$REM\_TOTAL_{2010i} = \beta_0 + \beta_{1i}ROA_{2009i} + \beta_{2i}RLA_{2009i} + \beta_{3i}MB_{2009i} + \beta_{4i}REND\_MER_{2009i} + \beta_{5i}CAP\_MER_{2009i} + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde:

$REM\_TOTAL_{2009i}$  = Remuneração total em 2010 na empresa  $i$

$ROA_{2009i}$  = Retorno dos ativos em 2009 na empresa  $i$

$RLA_{2009i}$  = Lucro por ação em 2009 na empresa  $i$

$MB_{2009i}$  = *Market-to-book* em 2009 na empresa  $i$

$REND\_MER_{2009i}$  = Rendibilidade de mercado em 2009 na empresa  $i$

$CAP\_MER_{2009i}$  = Capitalização de mercado em 2009 na empresa  $i$

No Quadro 13 pode-se observar que Cai *et al.* (2011) encontrou uma relação significativa, utilizando o ROA desfasado e uma amostra de 1946 empresas dos EUA, no período de 1996 a 2010. No entanto Brick *et al.* (2006) e Junarsin (2011) não obtiveram os mesmos resultados, obtendo resultados não significativos. No estudo de Brick *et al.* (2006), o resultado é não significativo, exceto quando a variável dependente é o logaritmo da remuneração mais o valor das ações e das opções concedidas ao diretor (*Director Total Compensation*), sendo o resultado obtido com esta variável positivo com um nível de significância de 10%.

A variável RLA desfasada apresenta uma relação positiva significativa, de acordo com o estudo de Junarsin (2011) (Quadro 13). Pela observação da variável MB o resultado obtido também é positivo, quer seja no estudo de Junarsin (2011), quer seja no de Méndez *et al.* (2011), que utiliza uma amostra de 321 empresas da *Bolsa de Madrid*, no período de 2005 a 2009.

No Quadro 13, pode observar-se que a relação da remuneração total em 2010 e a rendibilidade de mercado em 2009 apresenta resultados positivos no estudo de Brick *et al.* (2006) e de Junarsin (2011). No entanto, no estudo de Méndez *et al.* (2011) não foi obtido um resultado significativo com a rendibilidade de mercado em 2009. No que respeita ao tamanho da empresa Brick *et al.* (2006), Cai *et al.* (2011) e Callan e Thomas (2012) obtiveram resultados positivos. Sendo que Brick *et al.* (2006) utilizaram o total das vendas, Cai *et al.* (2011) utilizaram o total dos ativos e Callan e Thomas (2012) utilizaram as vendas líquidas e o número de empregados. Por último ao analisar a RSE desfasada os

autores Cai *et al.* (2011) e Callan e Thomas (2012) encontraram resultados negativos com a remuneração total.

Quadro 13:

**Conclusões obtidas por diversos autores utilizando as variáveis independentes desfasadas**

Variável Dependente	Variáveis Independentes	Resultados Significativos
Remuneração Total	ROA <sub>t-1</sub>	Positivo: Cai <i>et al.</i> (2011) Não Significativo: Brick <i>et al.</i> (2006); Junarsin (2011)
	RLA <sub>t-1</sub>	Positivo: Junarsin (2011)
	MB <sub>t-1</sub>	Positivo: Junarsin (2011); Méndez <i>et al.</i> (2011)
	Rendibilidade de Mercado <sub>t-1</sub>	Positivo: Brick <i>et al.</i> (2006); Junarsin (2011) Não Significativo: Méndez <i>et al.</i> (2011)
	Dimensão da empresa <sub>t-1</sub>	Positivo: Brick <i>et al.</i> (2006); Cai <i>et al.</i> (2011); Méndez <i>et al.</i> (2011)
	RSE <sub>t-1</sub>	Negativo: Cai <i>et al.</i> (2011); Callan e Thomas (2012)

**Nota.** O quadro mostra os resultados obtidos por vários autores, quando é utilizado como variável dependente a remuneração total e utilizadas as seguintes variáveis independentes, desfasadas um ano: ROA<sub>t-1</sub>, a rendibilidade dos ativos em t-1, representa uma medida baseada na contabilidade; RLA<sub>t-1</sub>, o resultado líquido por ação em t-1, representa uma medida baseada na contabilidade; MB<sub>t-1</sub>, o *market-to-book* em t-1, representa uma medida mista; Rendibilidade de mercado<sub>t-1</sub> que representa uma medida baseada no mercado em t-1; Dimensão da empresa<sub>t-1</sub> que é representada por diferentes indicadores, dependendo do autor em análise; e RSE<sub>t-1</sub> que representa a responsabilidade social da empresa em t-1.

No Quadro 13 pode-se observar os resultados obtidos por outros autores, quando utilizam a remuneração total e as variáveis independentes desfasadas um ano. Tendo em conta os resultados apresentados neste quadro e que não se espera obter uma relação significativa quando são utilizadas as variáveis baseadas na contabilidade, as hipóteses que pretendem ser estudadas pela equação (4), são as seguintes:

**Hipótese 4a:** As variáveis de desempenho baseadas no mercado desfasadas um ano

influenciam positivamente a remuneração total do conselho de administração.

**Hipótese 4b:** As variáveis de desempenho mistas desfasadas um ano influenciam positivamente a remuneração total do conselho de administração.

### **3.6.2. Relação entre a remuneração e a responsabilidade social das empresas**

No capítulo anterior foram apresentados alguns dos estudos que relacionam a remuneração e o desempenho financeiro, no entanto não é só o desempenho financeiro que pode influenciar a remuneração. Existem vários estudos que analisam este tema considerando diferentes variáveis, neste estudo além de considerar a influência do desempenho financeiro, vai ser considerada a influência da responsabilidade das empresas (RSE), pois é um tema que tem despertado a atenção de muitos autores nos últimos anos, sendo considerado um tema atual.

Existem vários estudos que analisam a influência da RSE na remuneração, nomeadamente Cai *et al.* (2011), Callan e Thomas (2012) e Miles e Miles (2013). No entanto, não existe uma conclusão unânime sobre esta relação, tendo sido obtidos diferentes resultados por estes autores.

Baseada na abordagem de Dominguez *et al.* (2009), a variável representativa da RSE é construída tendo em conta a existência ou não de relatórios de responsabilidade social. Neste estudo, não foi utilizada a abordagem de Cai *et al.* (2011) e Callan e Thomas (2012), uma vez que não existe na base de dados KLD um *ranking* para as empresas portuguesas e espanholas. A abordagem de Miles e Miles (2013) também não foi seguida, pois a lista da revista *Fortune* apenas inclui as empresas dos EUA. Assim, tendo em conta os relatórios das empresas a amostra final é constituída por 65 (53%) empresas que têm uma política de responsabilidade social e 57 (47%) empresas que não têm uma política de RSE.

Neste trabalho não vai ser estudado o desfasamento da variável RSE, uma vez que o método utilizado na recolha dos dados obteve os mesmos resultados para a variável da RSE em 2010 e em 2009. Deste modo, não se justifica a realização desta análise, pois a variável da RSE de 2009 apresentaria os mesmos valores que a variável de ano de 2010. Assim, os modelos que vão estudar a relação entre a remuneração e a RSE, são os modelos

(1), (2) e (3) que já foram apresentados acima.

Tendo em conta que apenas se considera que a RSE representa o ano de 2010, pelo Quadro 10, apresentado na seção anterior, observa-se que no estudo de Callan e Thomas (2012) se obteve um resultado positivo entre a RSE e qualquer uma das medidas de remuneração. No entanto, o resultado obtido por Miles e Miles (2013) é negativo, para qualquer uma das medidas de remuneração.

Na análise dos estudos feitos por estes dois autores, Miles e Miles (2013) utiliza quatro variáveis representativas da remuneração diferentes. Duas referem-se à remuneração do CEO e as outras duas à remuneração de cada executivo do conselho de administração, sendo a principal diferença destas variáveis o facto de incluírem ou não as opções sobre ações. No artigo de Callan e Thomas (2012) são utilizadas três diferentes medidas de remuneração, que são utilizadas como variáveis dependentes. É utilizada apenas a remuneração de curto prazo que inclui o salário anual e o bónus. A outra variável é a remuneração total que é constituída pela remuneração fixa, bónus, outras compensações anuais, tais como, gratificações, planos de incentivo de longo prazo, opções sobre ações concedidas e todos os outros totais da remuneração, tal como, as indemnizações ou prémios de seguro de vidas. Por último, a outra variável utilizada, é a remuneração de longo prazo que corresponde à diferença entre o total da remuneração e a remuneração de curto prazo e as outras remunerações anuais.

Analisando estes dados vai ser considerada a perspetiva de Callan e Thomas (2012), uma vez que pela análise dos relatórios das empresas portuguesas, existem empresas que incluem na sua remuneração variável prémios e opções sobre ações. Algumas referem que pagam complementos de reforma, por exemplo a Brisa, e outras empresas referem pagam remunerações variáveis plurianuais. Estas últimas, surgem por exemplo na EDP e serão pagas tendo em conta a avaliação de desempenho de longo prazo. Nas empresas espanholas o relatório disponibilizado pela CNMV apresenta a remuneração constituída pela remuneração fixa, remuneração variável que inclui os prémios, “*dietas*” (onde se incluem as despesas de viagem) e outras (onde se incluem opções sobre ações ou indemnizações). Assim, uma vez que o total da remuneração inclui várias componentes que não incluem apenas os prémios e opções sobre ações, considerado por Miles e Miles (2013), considera-se como mais correta a variável remuneração total utilizada por Callan e

Thomas (2012), uma vez que é mais abrangente. Tendo em conta esta perspectiva a hipótese a testar é a seguinte:

**Hipótese 1d:** A RSE influencia positivamente a remuneração total do conselho de administração.

## *Discussão de resultados*

---

Após a obtenção dos dados para todas as variáveis, os testes à multicolinearidade para testar a correlação entre as variáveis independentes, foram construídas as regressões, que foram testadas através do *software* estatístico *Gretl*, para testar a veracidade das hipóteses criadas.

Neste capítulo são apresentados e analisados os resultados obtidos através do *Gretl*.

### **4.1 Resultados obtidos**

Neste ponto vão ser apresentados os resultados obtidos através da utilização das variáveis dependentes (remuneração total, remuneração fixa e remuneração variável) e das variáveis de desempenho (ROA, RLA, MB e REND\_MER), da RSE e a variável de controlo (CAP\_MER), tanto para o ano de 2010, como o de 2009. No Quadro 14 são apresentados os resultados obtidos, através da utilização dos modelos apresentados no capítulo anterior.

No Quadro 14 vai-se começar por analisar o  $R^2$  ajustado, ou seja, o coeficiente de determinação que vai permitir conhecer a explicação do modelo. É utilizado para estudar o modelo o  $R^2$  ajustado, uma vez que ao utilizar apenas o  $R^2$  este pode estar sobrevalorizado devido à introdução de novas variáveis explicativas. Assim é utilizado o  $R^2$  ajustado como indicador de qualidade de ajustamento. Pela observação do  $R^2$  ajustado obtido com o modelo (1), o valor é de 0,508227, o que significa que a remuneração total é explicada cerca de 50,82% pelas variáveis independentes, ou seja, é um valor aceitável. Analisando o  $R^2$  ajustado do modelo (4), que utiliza as variáveis de desempenho desfasadas, também se pode observar que o modelo é aceitável, uma vez que tem um  $R^2$  de 0,465113, ou seja, a remuneração total é explicada cerca de 46,51% pelas variáveis independentes desfasadas.

Na análise dos modelos (2) e (3), os valores do  $R^2$  ajustado como pode ser observado no Quadro 14 são baixos, demonstrando que as variáveis independentes explicam pouco o

modelo. No modelo (2) as variáveis independentes apenas explicam 12,89% da remuneração fixa e no modelo (3) as variáveis independentes apenas explicam 25,19% da remuneração variável. No entanto, ao analisar o artigo de Brick *et al.* (2006) que analisou empresas dos EUA, os autores obtiveram também  $R^2$  baixos para os modelos que utilizaram a remuneração anual e o pagamento das reuniões do diretor (*Director Cash Compensation*), a remuneração total do diretor (*Director Total Compensation*) e a remuneração anual mais os prêmios do CEO (*CEO Cash Compensation*), sendo estes de 0,379, 0,298 e 0,251, respetivamente. Também Fernandes (2008) ao utilizar empresas cotadas na Bolsa de Lisboa obteve um  $R^2$  muito baixo de 0,0017, quando utiliza o modelo que tem como variável independente a rendibilidade anual das ações. Também Méndez *et al.* (2011) que utilizam um conjunto de empresas pertencentes à *Bolsa de Madrid*, obtiveram nos vários modelos utilizados  $R^2$  entre 0,0579 e 0,0864, nomeadamente quando utilizaram a percentagem de remuneração variável (%VAREM), como variável dependente. Assim, apesar do modelo (2) e (3) terem  $R^2$  baixos, iremos proceder à análise dos seus resultados.

No Quadro 14 pela análise do modelo (1), pode-se observar que apenas a rendibilidade de mercado (REND\_MER) e a capitalização de mercado (CAP\_MER), apresentam resultados significativos, ambos com um nível de significância de 1%. No caso da rendibilidade de mercado, esta apresenta um coeficiente de -0,91192, o que significa que por cada aumento na rendibilidade de mercado a remuneração total diminui 0,91192. Este resultado significa que a Hipótese 1b não é corroborada. Esta divergência pode ser originada pela diferente amostra utilizada, ou pelas diferenças no modelo utilizado. No caso da capitalização de mercado, esta variável apresenta um coeficiente positivo (0,41868), o que significa que varia no mesmo sentido da remuneração total, relação também obtida por Fernandes (2008) e Randøy e Nielsen (2002). As restantes variáveis não apresentam nenhuma relação significativa, não existindo evidência estatística suficiente para corroborar a Hipótese 1a, a Hipótese 1c e a Hipótese 1d.

Quadro 14:

**Resultados obtidos**

<b>Variáveis</b>	<b>Remuneração Total (1)</b>	<b>Remuneração Fixa (2)</b>	<b>Remuneração Variável (3)</b>	<b>Remuneração Total (4)</b>
Const.	6,35315 (1,90e-019)***	2,69343 (0,1734)	-1,99822 (0,4070)	6,05003 (1,75e-017)***
ROA	0,27647 (0,7297)	-0,85306 (0,7521)	5,51067 (0,0967)*	
RLA	-0,01455 (0,5197)	0,02918 (0,7019)	-0,24546 (0,0094)***	
MB	-0,03821 (0,2540)	-0,02285 (0,8394)	-0,22829 (0,0994)*	
REND_MER	-0,91192 (0,0034)***	-2,09739 (-0,0436)**	-1,97154 (0,1191)	
RSE	0,17143 (0,3150)	0,29387 (0,6092)	0,24024 (0,7322)	
CAP_MER	0,41868 (3,29e-014)***	0,57991 (0,0005)***	0,92540 (9,07e-06)***	
ROA <sub>2009</sub>				0,27378 (0,8138)
RLA <sub>2009</sub>				-0,01356 (0,4375)
MB <sub>2009</sub>				-0,00787 (0,7295)
REND_MER <sub>2009</sub>				-0,42981 (0,0406)**
CAP_MER <sub>2009</sub>				0,44167 (1,45e-016)***
R <sup>2</sup> ajustado	0,508227	0,128909	0,251873	0,465113

**Nota.** O quadro analisa os resultados obtidos com a utilização da equação (1), (2), (3) e (4), ou seja, utilizando como variável dependente a remuneração total, a remuneração fixa ou a remuneração variável. As variáveis independentes expostas no quadro são as seguintes: ROA, a rentabilidade dos ativos, em 2010 e 2009, representa uma medida baseada na contabilidade; RLA, o resultado líquido por ação, em 2010 e 2009, representa uma medida baseada na contabilidade; MB, o *market-to-book*, em 2010 e 2009, representa uma

medida mista; REND\_MER, rendibilidade de mercado, em 2010 e 2009, representa uma medida baseada no mercado; RSE, responsabilidade social da empresa, em 2010, variável *dummy* que assume o valor 1 para as empresas que seguem uma política de responsabilidade social e 0 caso contrário; e CAP\_MER, capitalização de mercado, em 2010 e 2009, representa a dimensão da empresa. Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância respetivamente de 1%, 5% e 10%.

Na análise do modelo (2) as relações mais significativas mantêm-se, ou seja, a rendibilidade de mercado e a capitalização de mercado continuam a ser as variáveis significativas, contudo a rendibilidade de mercado neste modelo tem apenas um nível de significância de 5%. Neste caso, uma vez que a rendibilidade de mercado apresenta um coeficiente negativo, existe evidência estatística suficiente para confirmar a Hipótese 2b. No caso da capitalização de mercado, esta apresenta uma relação significativa positiva, ou seja, por cada aumento na capitalização de mercado a remuneração fixa aumenta 0,57991. No que se refere à Hipótese 2a e Hipótese 2c, não existe evidência estatística suficiente para corroborar estas hipóteses, podendo estes resultados dever-se às diferentes características da amostra ou ao diferente modelo utilizado. Neste modelo foi ainda inserida a variável da RSE de forma a verificar se a RSE tinha influência na remuneração fixa, no entanto a variável não se revelou significativa.

O modelo (3) apresenta quatro variáveis significativas (Quadro 14), o resultado líquido por ação (RLA) e a capitalização de mercado, com um nível de significância de 1% e o ROA e o *market-to-book* (MB) com um nível de significância de 10%. No que diz respeito à Hipótese 3a esta é concretizada pela utilização da variável ROA e é claramente corroborada. O sinal positivo do ROA significa que por cada aumento do ROA a remuneração variável aumenta 5,51067, comprovando que efetivamente as empresas utilizam o ROA para determinar a remuneração variável do conselho de administração.

Já no que diz respeito à variável RLA, esta apresenta um coeficiente negativo, pelo que o RLA varia em sentido contrário ao da remuneração. Este coeficiente negativo pode dever-se a resultados líquidos mais baixos, que podem ter sido originados pela crise económica que já se fazia sentir no ano de 2010, em Portugal e em Espanha. No entanto, apesar de um menor RLA em algumas empresas estas aumentaram a remuneração variável dos membros do conselho de administração, uma vez que podem ter sido considerados outros indicadores com melhores resultados para determinar o aumento da remuneração variável, tal como o ROA. Neste sentido o RLA não corrobora a Hipótese 3a. Ainda de salientar

neste modelo, o facto do *market-to-book* (MB) apresentar um coeficiente negativo com um nível de significância de 10%, o que indica que a Hipótese 3c é corroborada, uma vez que era esperada uma influência negativa desta variável sobre a remuneração variável. Por último ainda é encontrada como variável significativa a dimensão da empresa, ou seja, a capitalização de mercado (CAP\_MER), com um nível de significância de 1%, a variar no mesmo sentido da remuneração variável.

No Quadro 14 ainda estão apresentados os resultados com as variáveis de desempenho do ano de 2009, sendo apenas encontradas como significativas a rendibilidade de mercado e a capitalização de mercado. A rendibilidade de mercado varia em sentido oposto à remuneração fixa, ou seja, apresenta um coeficiente negativo, logo a Hipótese 4a não é corroborada. No entanto, no que diz respeito à Hipótese 4b não existe evidência estatística suficiente para a corroborar. Ainda de destacar que mais uma vez, a variável que representa o tamanho apresenta uma relação positiva com um nível de significância de 1%.

#### 4.2 Introdução de variáveis de interação

Tal como foi visto anteriormente, a variável que apresenta em todos os modelos um resultado mais significativo é a dimensão da empresa (CAP\_MER), como pode ser observado no Quadro 14. Devido a esta relação foi decidido inserir uma variável que vai interagir com as variáveis independentes, esta variável vai estudar a sensibilidade da remuneração total dos membros do conselho de administração à dimensão da empresa. Para isso é criada uma variável binária para representar a dimensão. Esta variável assume o valor 1 quando se trata de uma empresa de maior dimensão e assume o valor 0 quando se trata de uma pequena empresa. Sendo a equação criada a seguinte:

$$\begin{aligned}
 REM\_TOTAL_{2010i} = & \beta_0 + \beta_{1i}CROA_{2010i} + \beta_{2i}CRLA_{2010i} + \beta_{3i}CMB_{2010i} \\
 & + \beta_{4i}CREND\_MER_{2010i} + \beta_{5i}RSE_{2010i} \\
 & + \beta_{6i}ROA \times TAMANHO_{2010i} + \beta_{7i}RLA \times TAMANHO_{2010i} \\
 & + \beta_{8i}MB \times TAMANHO_{2010i} + \beta_{9i}REND\_MER \times TAMANHO_{2010i} \\
 & + \beta_{10i}RSE \times TAMANHO_{2010i} + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

Esta abordagem tem em consideração além do estudo de Junarsin (2011), o estudo de Méndez *et al.* (2011) e de Jorge (2012). Neste modelo, tal como se pode ver na equação (5) foram inseridas as variáveis sem a interação, para analisar a influência direta destas variáveis, e foram também inseridas as variáveis com a interação da dimensão da empresa. No entanto, as variáveis sem interação foram centradas de modo a reduzir os problemas de multicolinearidade que poderão surgir após a introdução das variáveis de interação no modelo.

Começando por analisar o  $R^2$  ajustado, este apresenta um valor de 0,258799, um valor baixo. No entanto, prosseguimos com a análise, uma vez que também Méndez *et al.* (2011), que também utilizaram variáveis de interação, obtiveram valores do  $R^2$  baixos (entre 0,0006 e 0,116), para as equações que utilizam as características do conselho de administração, as características da CNR e a estrutura da propriedade.

No Quadro 15 pode-se observar que a rendibilidade de mercado, sem a interação da dimensão, apresenta um resultado significativo, tal como foi obtido, através da utilização do modelo (1), apresentando uma relação negativa com um nível de significância de 1%. No que diz respeito às variáveis já com a interação para a dimensão, apenas a RSE apresenta um resultado significativo (nível de significância de 5%), apresentando uma relação positiva, ou seja, varia no mesmo sentido da remuneração, tal como estava previsto na Hipótese 1d. Esta relação encontrada demonstra que a RSE é sensível à dimensão da empresa. Tal pode dever-se, ao facto de ainda não ser um tema muito desenvolvido em Portugal e Espanha e as empresas de maior dimensão poderão ter mais recursos para recompensar os membros do conselho de administração por desenvolverem uma política de RSE. No entanto, relativamente às restantes variáveis com a interação, estas não se revelaram sensíveis à dimensão da empresa.

Quadro 15:

**Resultados obtidos com introdução de variáveis de interação**

Variáveis	Remuneração Total (5)
Const.	11,4365 (<0,00001)***
CROA	1,19683 (0,30004)

Quadro 15:

**Resultados obtidos com introdução de variáveis de interação (cont.)**

Variáveis	Remuneração Total (5)
CRLA	0,181264 (0,15312)
CMB	-0,0542955 (0,58002)
CREND_MER	-1,60948 (0,00254)***
RSE	0,323219 (0,22727)
ROA×TAMANHO	3,8865 (0,14396)
RLA×TAMANHO	-0,168754 (0,19761)
MB×TAMANHO	0,00454061 (0,96682)
REND_MER×TAMANHO	0,910879 (0,24956)
RSE×TAMANHO	0,707133 (0,02019)**
R <sup>2</sup> ajustado	0,258799

**Nota.** O quadro analisa os resultados obtidos com a utilização da equação (5), ou seja, utilizando como variável dependente a remuneração total. As variáveis independentes expostas no quadro são as seguintes: CROA, a variável centrada da rentabilidade dos ativos, em 2010, representa uma medida baseada na contabilidade; CRLA, a variável centrada do resultado líquido por ação, em 2010, representa uma medida baseada na contabilidade; CMB, a variável centrada do *market-to-book*, em 2010, representa uma medida mista; CREND\_MER, a variável centrada da rentabilidade de mercado, em 2010, representa uma medida baseada no mercado; RSE, responsabilidade social da empresa, em 2010, variável *dummy* que assume o valor 1 para as empresas que seguem uma política de responsabilidade social e 0 caso contrário; ROA×TAMANHO, variável de interação com o tamanho da empresa (TAMANHO), variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa for de grande dimensão e 0 caso contrário; RLA×TAMANHO, variável de interação com o tamanho da empresa; MB×TAMANHO, variável de interação com o tamanho da empresa; REND\_MER×TAMANHO, variável de interação com o tamanho da empresa; e RSE×TAMANHO, variável

de interação com o tamanho da empresa. Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* representam um nível de significância respectivamente de 1%, 5% e 10%.

## *Conclusão*

---

O presente trabalho teve como principal objetivo analisar a influência de indicadores de desempenho financeiro e RSE, na remuneração do conselho de administração na Península Ibérica. Este estudo analisa não só a influência destes indicadores sobre a remuneração total, mas também a influência apenas na parte fixa da remuneração e na parte variável da remuneração. Neste estudo, também são analisados os indicadores de desempenho desfasados um ano e a sua influência na remuneração total. E por fim ainda é analisada a sensibilidade da remuneração quanto ao tamanho da empresa, através da utilização de variáveis de interação.

Utiliza-se uma amostra de 122 empresas cotadas em Portugal e em Espanha no ano de 2010, para analisar a relação com as variáveis desfasadas, utilizando dados de 2009 para as variáveis de desempenho financeiro. As variáveis de desempenho financeiro utilizadas foram a rentabilidade dos ativos (ROA), o resultado líquido por ação (RLA), o *market-to-book* (MB) e a rentabilidade de mercado (REND\_MERC), sendo ainda utilizadas como variáveis independentes a responsabilidade social das empresas (RSE) e uma variável de controlo da dimensão, neste caso a capitalização de mercado (CAP\_MER).

Verificou-se que a variável representativa da dimensão, obteve resultados significativos em todos os modelos, apresentando uma influência positiva sobre a remuneração, independentemente de considerarmos quer a remuneração total, fixa ou variável. Verificou-se, ainda, que a rentabilidade de mercado apresentou uma influência negativa, sobre a remuneração fixa e sobre a remuneração total, quer seja no modelo inicial, no modelo com as variáveis desfasadas ou no modelo que utiliza as variáveis de interação. Em terceiro lugar, as variáveis baseadas na contabilidade, o ROA e o RLA, influenciam de forma positiva e negativa, respetivamente, a remuneração variável. Por sua vez, o *market-to-book* influencia negativamente a remuneração variável. Finalmente concluímos que a RSE apenas apresenta uma relação significativa quando interage com a variável representativa da dimensão da empresa. Neste caso verifica-se uma relação positiva com a remuneração total, tal como esperado.

Em suma, a rendibilidade de mercado influencia negativamente a remuneração total e a remuneração fixa, quer seja utilizada a variável de 2010, ou a variável de 2009. Por outro lado, a remuneração variável é influenciada pelo ROA, que influencia positivamente e o RLA e o *market-to-book* que influenciam negativamente. É ainda de destacar que a RSE influencia positivamente a remuneração total do conselho de administração, dependendo da dimensão da empresa. Por último, tal como Fernandes (2008) e Randøy e Nielsen (2002) foi encontrado em todos os modelos uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a remuneração.

No que respeita às limitações do estudo, foram encontrados alguns entraves que poderiam ser melhorados, de modo a aperfeiçoar os estudos futuros. Um dos entraves à realização deste estudo foi a recolha dos dados sobre a remuneração, uma vez que não existe uma base de dados que disponha desta informação. No entanto, nas empresas espanholas este entrave foi facilitado pelo documento de Excel que foi disponibilizado pela CNMV, que tinha a remuneração do conselho de administração, o que no caso das empresas portuguesas não existia, tendo sido os valores da remuneração obtidos manualmente pela observação dos relatórios e contas. No caso de Portugal, estes relatórios são diferentes em todas as empresas encontrando-se a informação sobre a remuneração dispersa pelos relatórios, o que no caso de Espanha não acontece uma vez que existe um modelo padrão do relatório de governo das sociedades o que permite encontrar mais facilmente os dados sobre a remuneração.

Outra das limitações é o facto de não existir uma base de dados que englobe a responsabilidade social das empresas, em Portugal e em Espanha, uma vez que por exemplo uma base de dados como a KLD, utilizada por alguns autores, analisa vários aspetos relacionados com a RSE e constrói um *ranking* com as empresas mais e menos responsáveis. Existir um *ranking* relativo à RSE, poderia permitir uma análise mais profunda sobre a RSE e poderia permitir fazer um estudo para um maior período de tempo, uma vez que iriam existir mudanças mais significativas, do que as que são encontradas através da metodologia utilizada.

Relativamente aos estudos futuros, tendo em conta o trabalho realizado, seria interessante fazer uma comparação com os restantes países da União Europeia, de forma a apurar as diferenças. Num estudo como este, seriam obtidos os dados para Portugal e

Espanha e para os restantes países da União Europeia, e seria promovida a comparação dos resultados, de forma a perceber se a realidade dos países da União Europeia seria similar, à de Portugal e Espanha.

Tendo em conta a atual situação económica de Portugal e Espanha, futuramente poderá ser feito um estudo que analise os resultados obtidos durante a atual crise económica, destes países e posteriormente quando estes países já tiverem passado esta fase. De forma, apurar as mudanças ocorridas, após a crise.

Pela análise de vários artigos, apresentados neste trabalho, percebe-se que existem várias características que influenciam a remuneração. Nomeadamente, faz sentido também analisar a influência de outras variáveis, tal como, as características da propriedade da empresa, como por exemplo, a participação acionista dos membros do conselho de administração, e as características do conselho de administração, como o seu tamanho, tal como foi utilizado por Méndez *et al.* (2011).



## *Referências bibliográficas*

---

- Abreu, R., David, F., & Crowther, D. (2005). Corporate social responsibility in Portugal: empirical evidence of corporate behaviour. *Corporate Governance*, 5(5), 3-18.
- Aduda, J. (2011). The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector. *Journal of Accounting and Taxation*, 3(6), 130-139.
- Alves, H. (2011). *Corporate Governance determinants of voluntary disclosure and its effects on information asymmetry: an analysis for Iberian Peninsula listed companies* (Dissertação de doutoramento não publicada). Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, Coimbra.
- Barros, C. (2005). Measuring efficiency in the hotel sector. *Annals of Tourism Research*, 32(2), 456-477.
- Bartram, S., Brown, G., & Minton, B. (2010). Resolving the exposure puzzle: the many facets of exchange rate exposure. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 148-173.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2005). Pay without performance: overview of the issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8-23.
- Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. (2009). Environmental performance and executive compensation: an integrated agency-institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52(1), 103-126.
- BOE. (18 de Julho de 2003). Ley 26/2003. *Boletín Oficial del Estado*, 171, 28046-28052.
- Brick, I., Palmon, O., & Wald, J. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.
- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2011). Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 159-173.

- Callan, S., & Thomas, J. (2012). Relating CEO compensation to social performance and financial performance: does the measure of compensation matter? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1-26. doi:10.1002/csr.1307
- Câmara, P. (2002). Códigos de Governo das Sociedades. *Cadernos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 15, 65-90.
- Carroll, A. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate governance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- CMVM. (1999). Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas. *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*.
- CMVM. (2007). Código de Governo das Sociedades. *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*.
- CNMV. (1998). El Gobierno de las Sociedades Cotizadas. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- CNMV. (2003). Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- CNMV. (2006). Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas. *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.
- COM. (2001). Livro Verde: Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas. *Comissão das Comunidades Europeias*, 366 final.
- COM. (2002). Comunicação da Comissão relativa à Responsabilidade Social das Empresas: Um contributo das empresas para o desenvolvimento sustentável. *Comissão das Comunidades Europeias*, 347 final.
- Conselho Europeu. (2000). Conclusões da Presidência Conselho Europeu de Lisboa 23-24 Março de 2000. *Conselho Europeu de Lisboa*.

- Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Cronbach, L. (1987). Statistical tests for moderator variables: flaws in analyses recently proposed. *Psychological Bulletin*, 102(3), 414-417.
- Dominguez, L., Alvarez, I., & Sanchez, I. (2009). Corporate governance and codes of ethics. *Journal of Business Ethics*, 90(2), 187-202.
- Doucouliafos, H., Haman, J., & Askary, S. (2007). Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate Governance*, 15(6), 1363-1383.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: the role of "independent" board members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 30-44.
- Garriga, E., & Melé, D. (2004). Corporate social responsibility theories: mapping the territory. *Journal of Business Ethics*, 53(1-2), 51-71.
- Gentry, R., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: how strong is it? *Journal of managerial issues*, 22(4), 514-530.
- GRI. (2000-2007). Diretrizes para a Elaboração de Relatórios de Sustentabilidade. *Global Reporting Initiative*.
- Griffin, J., & Mahon, J. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36(1), 5-31.
- Hoskisson, R., Johnson, R., & Moesel, D. (1994). Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management journal*, 37(5), 1207-1251.

- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (2010). CEO incentives - it's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 64-76.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jorge, J. (Julho de 2010). Avaliação do desempenho de uma empresa através de rácios financeiros: caso da indústria hoteleira. (*Dissertação para a obtenção de grau mestre em Ciências Empresariais*. Universidade Técnica de Lisboa Instituto Superior de Economia e Gestão.ver atrás dissertação de doutoramento
- Jorge, M. (2012). *Risk management, corporate governance and firm value: evidence from Euronext non-financial firms* (Dissertação de Mestrado não publicada). Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, Coimbra
- Junarsin, E. (2011). Executive compensation and firm performance: an empirical examination. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Jan2011(28), 163-179.
- Kuo, Y.-F., & Chen, P.-C. (2008). Constructing performance appraisal indicators for mobility of the service industries using Fuzzy Delphi Method. *Expert Systems with Applications*, 35(4), 1930-1939.
- Lantos, G. (2001). The boundaries of strategic corporate social responsibility. *Journal of Consumer Marketing*, 18(7), 595-632.
- Lau, A., & Vos, E. (2004). Relation between CEO compensation, firm size and firm performance. *New Zealand Journal of Applied Business Research*, 3(1), 51-64.
- Matos, M., & Góis, C. (2013). Características do conselho de administração e divulgação de responsabilidade social corporativa - estudo das empresas na bolsa de valores de Lisboa. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 3(2), 3-23.

- McGahan, A. (1999). Competition, strategy, and business performance. *California Management Review*, 41(3), 74-101.
- McGuire, J. (1963). *Business and society*. McGraw-Hill.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- Méndez, C. F., García, R. A., & Rodríguez, E. (2011). Corporate governance and executive pay in the Spanish market. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9(2), 55-68.
- Miles, P., & Miles, G. (2013). Corporate social responsibility and executive compensation: exploring the link. *Social Responsibility Journal*, 9(1), 76-90.
- Murphy, K. (1999). Executive Compensation [Working Paper]. *Marshall School of Business University of Southern California*.
- OCDE. (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades . *Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*.
- OCDE. (2005). International Experts Meeting on Corporate Governance of Non-listed Companies. *Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*.
- Randøy, T., & Nielsen, J. (2002). Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6(1), 57-81.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Sigler, K. (2011). CEO Compensation and company performance. *Business and Economics Journal*, 2011, 1-8.

Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). Livro branco sobre o corporate governance em Portugal. *Instituto Português de Corporate Governance*.

Thomas, P. (2006). Performance measurement, reporting, obstacles and accountability: recent trends and future directions [*Working Paper*]. *The Australian National University*.

Tsoutsoura, M. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Performance [*Working Paper*]. *Haas School of Business University of California at Berkeley*.

# Apêndices

Apêndice 1:

## Amostra em estudo

Nº de ordem	Empresa	Portugal / Espanha
1	Abertis Infraestructuras, S.A.	Espanha
2	Acciona, S.A.	Espanha
3	Acerinox, S.A.	Espanha
4	Acs, actividades de const.y servicios, S.A	Espanha
5	Adolfo Dominguez, S.A.	Espanha
6	Adveo group international, S.A.	Espanha
7	Almirall, S.A.	Espanha
8	Amper, S.A.	Espanha
9	Antena 3 de Television, S.A.	Espanha
10	Azkoyen, S.A.	Espanha
11	Baron de Ley, S.A.	Espanha
12	Bodegas Riojanas, S.A.	Espanha
13	Bolsas y mercados españoles, shmsf, S.A.	Espanha
14	Campofrio food group, S.A.	Espanha
15	Cartera industrial rea, S.A.	Espanha
16	Cementos portland valderrivas, S.A.	Espanha
17	Cia.inversiones mobiliarias barcino,S.A.	Espanha
18	Cia.levantina, edificacion de o.publicas	Espanha
19	Cie automotive, S.A.	Espanha
20	Clinica Baviera, S.A.	Espanha
21	Codere, S.A.	Espanha
22	Const.y auxiliar de ferrocarriles, S.A.	Espanha
23	Corporacion Dermoestetica, S.A.	Espanha

24	Corporacion Financiera Alba, S.A.	Espanha
25	Deoleo, S.A.	Espanha
26	Duro Felguera, S.A.	Espanha
27	Ebro Foods, S.A.	Espanha
28	Elecnor, S.A.	Espanha
29	Enagas, S.A.	Espanha
30	Ence energia y celulosa, S.A.	Espanha
31	Endesa, sociedad anonima	Espanha
32	Ercros, S.A.	Espanha
33	Española de viviendas en alquiler, S.A.	Espanha
34	Faes Farma, S.A.	Espanha
35	Ferrovial, S.A.	Espanha
36	Fersa energias renovables, S.A.	Espanha
37	Fluidra, S.A.	Espanha
38	Fomento de constr. Y contratas, S.A.	Espanha
39	Funespaña, S.A.	Espanha
40	Gamesa corporacion tecnologica, S.A.	Espanha
41	Gas natural sdg, S.A.	Espanha
42	Gral. De alquiler de maquinaria, S.A.	Espanha
43	Grifols, S.A.	Espanha
44	Grupo empresarial San Jose, S.A.	Espanha
45	Grupo Ezentis, S.A.	Espanha
46	Grupo Tavex, S.A.	Espanha
47	Hullera Vasco Leonesa, S.A.	Espanha
48	Iberdrola, S.A.	Espanha
49	Iberpapel gestion, S.A.	Espanha
50	Indo internacional S.A.	Espanha
51	Indra sistemas, S.A., serie a	Espanha
52	Industria de diseño textil, S.A."INDITEX"	Espanha

53	Inmobiliaria Colonial, S.A.	Espanha
54	Inmobiliaria del Sur, S.A.	Espanha
55	Inmolevante, S.A.	Espanha
56	Inverfiatc, S.A.	Espanha
57	Inypsa informes y proyectos, S.A.	Espanha
58	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	Espanha
59	Lingotes especiales, S.A.	Espanha
60	Mediaset españa comunicacion, S.A.	Espanha
61	Melia hotels international, S.A.	Espanha
62	Metrovacesa, S.A.	Espanha
63	Miquel y Costas & Miquel, S.A.	Espanha
64	Montebalito, S.A.	Espanha
65	Natra, S.A.	Espanha
66	Natraceutical, S.A.	Espanha
67	Nh hoteles, S.A.	Espanha
68	Nicolas Correa, S.A.	Espanha
69	Obrascon Huarte Lain, S.A.	Espanha
70	Papeles y cartones de europa, S.A.	Espanha
71	Pescanova, S.A.	Espanha
72	Prim, S.A.	Espanha
73	Promotora de informaciones, S.A.	Espanha
74	Prosegur, cia. De seguridad, S.A.	Espanha
75	Quabit inmobiliaria, S.A.	Espanha
76	Realia business, S.A.	Espanha
77	Red electrica corporacion, S.A.	Espanha
78	Renta corporacion real estate, S.A.	Espanha
79	Repsol, S.A.	Espanha
80	Reyal urbis, S.A.	Espanha
81	Sacyr vallehermoso, S.A.	Espanha

82	Sniace	Espanha
83	Solaria energia y medio ambiente, S.A.	Espanha
84	Sotogrande, S.A.	Espanha
85	Tecnicas reunidas, S.A.	Espanha
86	Tecnocom,telecomunicaciones y energia	Espanha
87	Telefonica, S.A.	Espanha
88	Testa inmuebles en renta, S.A.	Espanha
89	Tubacex, S.A.	Espanha
90	Tubos Reunidos, S.A.	Espanha
91	Uralita, S.A.	Espanha
92	Urbar Ingenieros, S.A.	Espanha
93	Urbas grupo financiero, S.A.	Espanha
94	Vertice trescientos sesenta grados, S.A.	Espanha
95	Vidrala S.A.	Espanha
96	Viscofan, S.A.	Espanha
97	Vocento, S.A.	Espanha
98	Vueling airlines, S.A.	Espanha
99	Zardoya otis, S.A.	Espanha
100	Zeltia, S.A.	Espanha
101	Altri	Portugal
102	Brisa	Portugal
103	Cimpor	Portugal
104	Cofina	Portugal
105	Corticeira Amorim	Portugal
106	EDP	Portugal
107	EDP Renováveis	Portugal
108	F. Ramada	Portugal
109	Galp	Portugal
110	Ibersol	Portugal

111	Imob. C. Grão Pará	Portugal
112	Lisgráfica	Portugal
113	Martifer	Portugal
114	Media Capital	Portugal
115	Novabase	Portugal
116	Reditus	Portugal
117	Soares da Costa	Portugal
118	SAG	Portugal
119	Sonae Indústria	Portugal
120	Sonaecom	Portugal
121	Sumol+Compal	Portugal
122	Zon Multimedia	Portugal

---