

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM CONTABILIDADE,
FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

**OS ADMINISTRADORES NÃO EXECUTIVOS DAS
EMPRESAS COTADAS NA *EURONEXT LISBON* –
UMA ABORDAGEM EMPÍRICA**

Tânia Sofia Bento Tomás

Orientador: Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos

Júri:

Presidente: Doutor Eduardo Barbosa do Couto, Professor Auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Vogais: Mestre Inês Maria Galvão Teles Ferreira da Fonseca Pinto, Assistente do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa
Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos, Professor Auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

Lisboa, Dezembro de 2011

LISTA DE ACRÓNIMOS

CEO – Chief Executive Officer

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DP – Dados de Painei

FE – Fixed Effects

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NYSE – New York Stock Exchange

RE – Random Effects

RO – Resultado Operacional

ROA – Rendibilidade do Activo

ROE – Rendibilidade do Capital Próprio

RL – Resultado Líquido

SEC – Securities and Exchange Commission

RESUMO

Sendo os escândalos financeiros e as falências empresariais uma realidade cada vez mais frequente na nossa sociedade, o papel desempenhado pelos administradores não executivos nos Conselhos de Administração das empresas torna-se ainda mais importante para a resolução desta problemática, uma vez que estes procuram o alinhamento de interesses entre os accionistas e os gestores.

Pretende-se com este estudo identificar quais os factores que determinam o grau de representação dos administradores não executivos no Conselho de Administração das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e analisar o impacto que a sua presença tem na remuneração dos administradores e no desempenho da empresa. Para tal, recolheu-se um conjunto de dados sobre o funcionamento destas empresas num período de quatro anos. Os nossos resultados sugerem que a dualidade do CEO e a adesão ao PSI20 reduzem a percentagem de não executivos presente nos Conselhos de Administração enquanto a dimensão do Conselho tem um efeito positivo. Constatamos, ainda, que estes administradores não estão a cumprir o seu papel de controlo no que diz respeito à política remuneratória e ao desempenho da empresa.

Palavras-chave: Administradores não executivos, Teoria da Agência, Dimensão da empresa, Estrutura accionista, Dualidade do CEO, Remuneração dos executivos, Desempenho da empresa

ABSTRACT

Being the financial scandals and corporate bankruptcies an increasingly common reality in our society, the role played by non-executive directors on companies Boards is becoming more critical for the resolution of this problem, since they aim to align the interests between shareholders and managers.

This study intends to identify which factors settle the representation degree of non-executive directors on the Board of Directors of companies listed on *Euronext Lisbon* and analyze the impact of their presence has on directors compensation and in firm performance. In order to achieve this, we gathered a set of data about these companies functioning for a period of four years. Our results suggest that the CEO duality and adherence to PSI20 reduce the percentage of non-executives on the Boards while the size of the Board has a positive effect. Finally, we observe that these managers are not fulfilling its controlling role with regard to remuneration policy and firm performance.

Keywords: Non-executive Directors, Agency Theory, Firm size, Ownership structure, CEO Duality, Executive compensation, Firm performance

ÍNDICE GERAL

LISTA DE ACRÓNIMOS	2
RESUMO	3
ABSTRACT	4
ÍNDICE GERAL	5
LISTA DE TABELAS	7
LISTA DE GRÁFICOS.....	9
AGRADECIMENTOS	10
CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA	14
2.1 Administradores não executivos – Enquadramento global	14
2.1.1 Problema de Agência.....	14
2.1.2 A importância e composição do Conselho de Administração.....	15
2.1.3 O papel dos administradores não executivos.....	18
2.2 Estudos empíricos sobre os determinantes da representação dos administradores não executivos	22
2.2.1 Dimensão da empresa.....	22
2.2.2 Estrutura accionista.....	24
2.2.3 Dualidade do CEO.....	29
2.3 Impacto da representação dos administradores não executivos em variáveis chave da empresa	32
2.3.1 Remuneração dos executivos.....	32
2.3.2 Desempenho da empresa	36
2.4 Síntese e objectivo do trabalho	39
CAPÍTULO III – METODOLOGIA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES	41

CAPÍTULO IV – ANÁLISE EMPÍRICA	47
4.1 Análise da amostra.....	47
4.2 Definição do modelo	57
4.2.1 Dados de Painel	57
4.2.2 Modelo.....	58
4.3 Estimação e análise dos resultados	63
CAPÍTULO V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA.....	73
5.1 Conclusões.....	73
5.2 Limitações	76
5.3 Investigação futura	77
BIBLIOGRAFIA	78
Sítios da Internet.....	87
Anexos.....	88

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Composição do Conselho de Administração (média 2006-2009).....	48
Tabela 2: Estrutura accionista das empresas (média 2006-2009).....	50
Tabela 3: Estatísticas descritivas da dimensão das empresas do sector financeiro (média 2006-2009)	51
Tabela 4: Estatísticas descritivas da dimensão das empresas do sector não financeiro (média 2006-2009)	52
Tabela 5: Distribuição dos administradores não executivos por sector de actividade (média 2006-2009)	53
Tabela 6: Remuneração anual <i>per capita</i> dos administradores (média 2006-2009)	54
Tabela 7: Componentes da remuneração dos administradores (média 2006-2009).....	54
Tabela 8: Resumo das variáveis utilizadas no estudo.....	62
Tabela 9: Resumo dos resultados (Parte I)	70
Tabela 10: Resumo dos resultados (Parte II).....	71
Tabela 11: Resumo dos resultados (Parte III)	72
Tabela A.1: Empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i> – algumas características (média 2006-2009)	88
Tabela A. 2: Estatísticas descritivas das variáveis dependentes e explicativas (média 2006-2009)	92
Tabela A.3: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável <i>nemp</i>	93
Tabela A.4: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável <i>totalactivo</i>	94
Tabela A.5: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável <i>vpsprodbancario</i>	95

Tabela A.6: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável <i>capmercado</i>	96
Tabela A.7: Resultados da estimação do modelo (4.3)	97
Tabela A.8: Resultados da estimação do modelo (4.4)	97
Tabela A.9: Resultados da estimação do modelo (4.5) utilizando a variável ROA	98
Tabela A.10: Resultados da estimação do modelo (4.5) utilizando a variável ROE.....	98
Tabela A.11: Correlações entre as variáveis	99

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução da percentagem de administradores não executivos nos Conselhos de Administração (2006-2009).....	49
Gráfico 2: Evolução do desempenho empresarial (2006-2009).....	56
Gráfico A.1: Evolução da percentagem de acções detidas pelos dois e pelos quatro maiores accionistas das empresas (2006-2009).....	89
Gráfico A.2: Distribuição das empresas por sector de actividade (média 2006-2009)..	90
Gráfico A.3: Remuneração total dos administradores dos Conselhos de Administração (média 2006-2009)	91

AGRADECIMENTOS

A concretização deste trabalho final de mestrado só foi possível com o apoio de várias pessoas, às quais não posso deixar de agradecer. Aproveito, assim, esta oportunidade para, de alguma forma, mostrar toda a minha gratidão.

Em primeiro lugar, queria agradecer ao Professor Doutor Pedro Verga Matos pela sua disponibilidade e por toda a ajuda concedida mas também a todos os professores que se cruzaram comigo no meu processo de aprendizagem e me transmitiram os conhecimentos necessários para a elaboração deste trabalho.

A todos os meus colegas e amigos que me acompanharam nesta longa caminhada, ajudando-me a ultrapassar as minhas dificuldades e com os quais partilhei bons momentos que ficarão sempre na minha memória.

Aos meus pais e mana por serem o grande pilar de toda a minha vida, por me apoiarem e incentivarem a ir sempre em frente, apesar do esforço que isso lhes acarretou e principalmente pelo amor que nunca me faltou.

E porque sem elas nada disto teria sido possível, não poderia terminar sem agradecer às minhas tias Gracinda e “Ré” que estiveram sempre disponíveis para me receber em sua casa e por cuidarem tão bem de mim durante estes últimos anos.

Obrigada!

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

Nos últimos anos temos assistido a falências de grande dimensão e visibilidade (por exemplo, Enron, Parmalat e WorldCom) e a elevados montantes pagos aos seus administradores que questionam a eficácia dos modelos do governo das sociedades, definido por Monks e Minow (2001:1), como a “relação entre vários participantes para determinar a direcção e o desempenho da empresa. Os primeiros participantes são os accionistas, seguidos dos gestores e por último o Conselho de Administração. (...) Fazem ainda parte os empregados, os clientes, os fornecedores, os credores e a comunidade”.

Estes acontecimentos têm despoletado um aumento exponencial da atenção e do interesse de todo o mundo sobre esta questão (Long *et al.*, 2005). O papel desempenhado pelos administradores não executivos na resolução destes conflitos e a pouca investigação realizada em Portugal sobre esta temática foram os principais motivos para a realização deste estudo.

A literatura existente sugere que os administradores não executivos devem proteger os interesses dos accionistas nas decisões mais importantes da empresa. Eles são vistos como o principal elemento responsável por controlar e combater qualquer comportamento oportunista por parte dos seus colegas executivos, visto que estes, pelo facto de possuírem mais informações acerca das operações e do futuro provável da empresa, podem destruir a riqueza dos accionistas (Long *et al.*, 2005), tomando decisões que servem apenas os seus próprios interesses. Porém, a eficácia da sua função de controlo pode ser contestada, por exemplo, se os administradores não executivos não forem efectivamente independentes. De facto, a sua verdadeira independência, apesar de ser fundamental para o desempenho adequado desta função, é ainda uma questão

bastante controversa (Fernandes, 2008). Deste modo, nos últimos anos têm-se multiplicado os regulamentos emitidos pela CMVM acerca desta matéria. Dependendo das suas características e do sector de actividade onde actuam, as empresas também podem adoptar outros mecanismos para reduzir os conflitos de agência entre gestores e accionistas (Bathala e Rao, 1995).

O presente trabalho empírico tem como objectivo estudar os administradores não executivos das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* (Bolsa de Valores Portuguesa) num horizonte temporal de quatro anos (2006 a 2009). Para o efeito, foram realizadas várias regressões que pretendem determinar quais os factores que mais impacto têm no grau de representação dos administradores não executivos nos Conselhos de Administração, nomeadamente, a dimensão da empresa, estrutura accionista e dualidade do CEO. Também se procurou estudar a situação inversa, ou seja, a influência da percentagem de administradores não executivos sobre a remuneração dos administradores e o desempenho da empresa. O nosso trabalho contribui, assim, para a avaliação da figura do administrador não executivo no panorama nacional.

Para fundamentar os nossos argumentos e construir os modelos para o controlo exercido no interior do Conselho de Administração, nós recorremos à perspectiva da teoria da agência. Esta teoria “aborda as causas e consequências da divergência de objectivos” entre gestores e accionistas (Boyd, 1994:336).

Após esta introdução, o presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: no capítulo 2 é apresentado um enquadramento global sobre os administradores não executivos, nomeadamente, o papel que lhes foi atribuído dentro de uma empresa, definição de alguns conceitos subjacentes e uma análise de diversos estudos desenvolvidos anteriormente sobre a sua relação com um conjunto de variáveis consideradas relevantes na esfera organizacional. No capítulo 3 descreve-se a

metodologia adoptada e delineiam-se as hipóteses que são testadas posteriormente. A análise da amostra, definição e estimação do modelo são apresentados no capítulo 4, bem como os resultados obtidos e a comparação com estudos entretanto desenvolvidos. Por último, no capítulo 5, são anunciadas as principais conclusões que se podem retirar com este trabalho, as limitações e as sugestões para investigações futuras.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Administradores não executivos – Enquadramento global

2.1.1 Problema de Agência

A teoria da agência desenvolveu-se a partir da investigação sobre a partilha do risco em Economia (Boyd, 1994) e foca-se sobre a relação entre o principal (accionista) e o agente (gestor), sendo dever deste salvaguardar o valor para os accionistas. No entanto, frequentemente assistimos a situações em que os gestores de uma empresa têm comportamentos oportunistas que entram em conflito com os interesses dos accionistas, dando origem ao problema de agência, identificado pela primeira vez por Jensen e Meckling (1976). Segundo Fama e Jensen (1983), os conflitos de agência ocorrem porque o “autor das decisões”¹ não participa no resultado financeiro da empresa e “incluem negligência, consumo excessivo de privilégios, e envolvimento em investimentos que não maximizam o valor para o accionista” (Bathala e Rao, 1995:59).

Neste contexto têm surgido vários estudos sobre os mecanismos de controlo que mitigam estes conflitos e melhoram o alinhamento de interesses dentro de uma empresa. Os mecanismos de controlo podem ser tanto internos como externos.² Entre os mecanismos de controlo interno mais importantes está o Conselho de Administração (Walsh e Seward, 1990; Boyd, 1994; Zajac e Westphal, 1994; Bathala e Rao, 1995; Conyon e Peck, 1998; Rhoades *et al.*, 2001), e em especial a sua composição.

¹ Entenda-se por “autor das decisões”, o gestor da empresa.

² Os mecanismos de controlo externo incluem as medidas baseadas no mercado, como por exemplo, a falência da empresa ou uma tentativa de *takeover* (Boyd, 1994).

2.1.2 A importância e composição do Conselho de Administração

(a) Importância do Conselho de Administração

O Conselho de Administração é o representante dos accionistas (Fama e Jensen, 1983; Boyd, 1994; Conyon e Peck, 1998; Finegold *et al.*, 2007), proporcionando-lhes uma ajuda bastante importante na defesa dos seus interesses através das suas actividades de monitorização e controlo. Tal como Weisbach (1988:431) observa, o Conselho funciona como a “primeira linha de defesa” dos accionistas perante executivos que se revelem incompetentes ou oportunistas.

Numa perspectiva de agência, Bathala e Rao (1995) notam que o Conselho reduz os conflitos de agência ao manter separadas as responsabilidades de gestão e de controlo no processo de tomada de decisão. Assim, enquanto a gestão fica encarregue de sugerir e implementar as decisões, o Conselho, no âmbito da sua responsabilidade de controlo, deve aprovar e controlar a gestão nas suas principais decisões, avaliar, recompensar o seu empenho e os seus resultados e, se necessário, penalizar, o que inclui a substituição dos gestores ineficazes por melhores. O controlo do desempenho dos gestores é, deste modo, um dos seus direitos fundamentais (Kren e Kerr, 1997).

Apesar de algumas críticas, nomeadamente as descritas no ponto 2.1.3, os teóricos argumentam que o Conselho é razoavelmente bem sucedido na qualidade de mecanismo de controlo (Fama e Jensen, 1983; Kren e Kerr, 1997).

(b) Composição do Conselho de Administração

A estrutura de governo correntemente adoptada pelas empresas Portuguesas cotadas é a estrutura monista³. Neste sistema, o Conselho de Administração das empresas é

³ Embora o artigo 278º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) também permita a adopção do modelo dualista.

constituído pelo CEO e por outros administradores, que podem ser executivos ou não executivos⁴ e cujo número pode variar. Tanto os administradores executivos como os não executivos são nomeados em Assembleia Geral de Accionistas, ou numa reunião extraordinária, caso ocorra algo inesperado durante o ano.

Segundo Kren e Kerr (1997), os administradores executivos são os gestores que são funcionários da empresa a tempo inteiro e os administradores não executivos são os indivíduos que não são funcionários da empresa e que não têm relações familiares com os administradores nem relações financeiras significativas com a organização, bem como advogados que prestem serviços jurídicos à empresa, consultores ou bancos de investimento. Enquanto os administradores executivos estão incumbidos de fornecer informações importantes sobre as actividades da empresa, supervisionando as diversas áreas funcionais, como por exemplo, finanças, marketing, recursos humanos e estratégia, o principal papel delegado aos membros não executivos do Conselho é controlar a gestão da empresa (Fernandes, 2008). É comum referir-se que para desempenharem adequadamente as suas funções, os administradores não executivos devem ser independentes. Actualmente, a definição de independência vai além da noção tradicional de não executivo versus executivo. “Agora a independência exige que os indivíduos não tenham qualquer relação material com a empresa, ou seja, que eles não sejam funcionários recentes, familiares dos membros, nem façam parte de cargos de chefia interligados” (Finegold *et al.*, 2007:866). Em Portugal, nos termos do n.º 2 do artigo 1º do Regulamento 10/2005 da CMVM, “não são considerados administradores não executivos independentes os que estejam associados a quaisquer grupos de

⁴ Os estudos sobre a composição do Conselho nos E.U.A. normalmente referem-se a administradores “outside” em vez de administradores “não executivos”. A definição de administradores externos nos estudos dos E.U.A. refere-se a não executivos que não têm relação familiar ou comercial com a empresa (O’Sullivan, 2000).

interesses específicos na sociedade ou que se encontrem nalguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise e de decisão (...)”⁵.

Deste modo, uma vez que a responsabilidade de controlo interno recai, sobretudo, sobre os administradores não executivos, a composição do Conselho torna-se um “factor importante para o sucesso de uma empresa” (Li, 1994:361).

⁵ O artigo 1º do Regulamento 10/2005 da CMVM vai ainda mais longe, fornecendo uma lista de situações em que os administradores não são considerados independentes:

- “ 2. (...) a) Os membros do órgão de administração que pertencem ao órgão de administração da sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no Código dos Valores Mobiliários;
- b) Os membros do órgão de administração que sejam titulares, exerçam funções de administração, tenham vínculo contratual ou actuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade, ou de idêntica percentagem em sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no Código dos Valores Mobiliários;
- c) Os membros do órgão de administração que sejam titulares, exerçam funções de administração, tenham vínculo contratual ou actuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade concorrente;
- d) Os membros do órgão de administração que afirmem qualquer remuneração, ainda que suspensa, da sociedade ou de outras que com aquela esteja em relação de domínio ou de grupo, excepto a retribuição pelo exercício das funções de administração;
- e) Os membros do órgão de administração que tenham uma relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade em relação de domínio ou de grupo, quer directamente, quer por interposta pessoa. Por relação comercial significativa entende-se a situação de um prestador importante de serviços ou bens, de um cliente importante ou de organizações que recebem contribuições significativas da sociedade ou da entidade dominante;
- f) Os membros do órgão de administração que sejam cônjuges, parentes e afins em linha recta até ao 3º grau, inclusive, das pessoas referidas nas alíneas anteriores.
3. Além de aferir a verificação das circunstâncias enunciadas no número anterior, o órgão de administração deve ajuizar, em termos fundamentados, da independência dos seus membros perante outras circunstâncias concretas a eles atinentes.”

2.1.3 O papel dos administradores não executivos

Embora exista alguma variação na terminologia, têm sido atribuídos três papéis principais ao administrador não executivo: controlo⁶, serviço e dependência de recursos (Johnson *et al.*, 1996). No seu papel de controlo, espera-se que os não executivos protejam os interesses dos accionistas, utilizando o seu conhecimento e objectividade na avaliação e controlo das decisões dos gestores (Li, 1994), de modo a combater qualquer tendência de comportamento oportunista por parte destes. Desta forma, eles devem “colmatar a lacuna existente entre os accionistas desinformados e os administradores executivos plenamente informados” (Fernandes, 2008:33), “na tentativa de resolver, ou pelo menos atenuar, os conflitos de agência entre gestores e accionistas” (Bathala e Rao, 1995:59).

Diversos estudos fazem referência ao papel desempenhado pelos administradores não executivos nos Conselhos de Administração das empresas cotadas. Por exemplo, Long *et al.* (2005:668) afirma que o papel do administrador não executivo é frequentemente descrito como “o autor das decisões baseadas no consenso”, e Higgs (2003:11) assegura que este funciona como “o guardião do processo de governo” (“*the custodian of the governance process*”). A literatura em gestão sugere que os administradores não executivos são um mecanismo de governo potencialmente poderoso devido aos seus vastos conhecimentos, experiências e “independência” face à gestão (por exemplo, Li, 1994; Bathala e Rao, 1995). Para além disso, Bathala e Rao (1995:60) defendem que, ao contrário do que pode acontecer com os executivos, os administradores não executivos “não sofrem de pensamento de grupo ou de modos de

⁶ Uma vez que a capacidade dos administradores executivos para se avaliarem a si próprios é questionável, os não executivos são vistos como o principal elemento de controlo do comportamento dos seus colegas executivos, dentro do Conselho de Administração (O’Sullivan, 2000).

comportamento subordinado” porque as suas reputações de “árbitros profissionais” estão em causa.

A eficácia dos administradores não executivos também tem sido reconhecida pelos reguladores e mercados de valores mobiliários. Por exemplo, o relatório do *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (Cadbury, 1992) recomendou que uma empresa cotada deve ter um número mínimo de administradores não executivos e que estes administradores devem estar presentes nas áreas “críticas”⁷ da empresa. Uma década depois foi promulgada a Lei Sarbanes-Oxley que estabeleceu novas regras para os Conselhos de Administração destas empresas, como por exemplo, todos os membros do Comité de Auditoria devem ser administradores não executivos. Em 2003, a NYSE e o NASDAQ também adoptaram novas práticas de bom governo, nomeadamente, consideraram que as sociedades cotadas devem ter uma maioria de administradores não executivos. Portanto, a nível jurídico tem havido um esforço no sentido de manter a confiança no governo das empresas cotadas, mais especificamente no papel dos administradores não executivos. Como resultado, pelo menos parcialmente, temos assistido nos últimos anos a um aumento acentuado da percentagem de administradores não executivos nos Conselhos de Administração (ver Kren e Kerr, 1997; Silva *et al.*, 2006).

No entanto, apesar dos argumentos acima mencionados indicarem que o Conselho de Administração pode ser eficaz na resolução de potenciais problemas de agência, existem também razões para sugerir que os administradores não executivos e, conseqüentemente, os Conselhos de Administração não controlam a gestão conforme pretendido pelos accionistas (por exemplo, Baysinger e Hoskisson, 1990; Zajac e

⁷ Entenda-se por áreas “críticas”, aquelas onde os conflitos entre os administradores executivos e os *stakeholders* da empresa são mais prováveis de surgir. A substituição e a remuneração dos executivos e os *takeovers* são apontados por O’Sullivan (2000) como exemplos de tais situações.

Westphal, 1994; Bathala e Rao, 1995; Conyon e Peck, 1998; Long *et al.*, 2005). Uma dessas razões reside no facto de os administradores terem poucas acções financeiras e participações no capital da empresa que, de acordo com Finkelstein e Hambrick (1996), pode reduzir a vigilância e a capacidade de monitorização do Conselho.

A segunda razão põe em causa a hipótese de que os não executivos são independentes da influência dos executivos, caso eles tenham sido nomeados pelo CEO da empresa (Westphal e Zajac, 1995) ou se anteriormente foram membros da equipa de gestão da empresa (Baysinger e Hoskisson, 1990).⁸ Segundo Conyon e Peck (1998), os administradores não executivos não podem desempenhar as suas funções de acordo com os interesses dos accionistas se forem seleccionados por um CEO tendencioso⁹. Shivdasani e Yermack (1999) também notam que, quando o CEO participa no processo de selecção, as empresas escolhem administradores não executivos que não são muito independentes, enquanto Higgs (2003) constata que aproximadamente metade dos administradores britânicos que são considerados independentes é recrutada pelo CEO através de contactos pessoais ou de amigos¹⁰. Deste modo, a verdadeira independência dos administradores não executivos é ainda uma questão bastante duvidosa.

⁸ Conyon e Peck (1998) fazem referência a um estudo realizado por Cosh e Hughes (1987) no Reino Unido, onde estes constataram que, normalmente, os membros não executivos do Conselho de Administração da empresa são provenientes da equipa de gestão da mesma empresa.

⁹ “Main *et al.* (1995), com base em teorias psicológicas de pequenas dinâmicas de grupo e influência social, investigou em que medida os administradores podem ser influenciados ou capturados pelo CEO, de tal forma que os executivos recebem os níveis mais elevados de remuneração do que o desempenho ou as teorias económicas poderiam prever” (Fernandes, 2008:43).

¹⁰ “Também, Santella *et al.* (2006) verifica se as empresas cotadas [no índice S&P/MIB no ano de 2003] na verdade aplicam as normas de independência e as pretendem seguir. Os seus resultados sugerem que dos 284 administradores formalmente identificados como independentes pelas suas empresas, apenas 5 realmente respeitam as normas de independência italianas e outros 5 as normas da CE (Comunidade Europeia)” (Fernandes, 2008:42).

Em terceiro lugar, a ineficácia dos administradores não executivos pode ser explicada pela falta de um mercado para a reputação (“*market for reputation*”). Assim, se não existir um mercado de trabalho para os administradores não executivos ou se este for ineficiente, a construção de uma reputação como defensores eficazes dos interesses dos accionistas não será importante para eles (Fernandes, 2008). A elevada remuneração dos administradores não executivos e o facto de não ser necessário muito esforço no desempenho das suas funções contribuem para que não existam incentivos suficientes para estimular estes administradores a agirem de acordo com os interesses dos accionistas, comprometendo, deste modo, a sua independência e credibilidade (Boyd, 1994).

Deve-se, ainda, salientar a assimetria de informação existente entre os dois tipos de administradores (executivos e não executivos). Long *et al.* (2005:671) sugerem que, “embora os não executivos que servem em Conselhos de Administração de empresas cotadas estejam satisfeitos com a qualidade e apresentação das informações financeiras, (...) eles operam a uma distância considerável das fontes dos dados significativos”. Esta situação leva a que os executivos tenham superioridade de informação relativamente aos não executivos, obrigando-os a depender fortemente da interpretação dos primeiros. Para além disso, se eles estiverem presentes em diferentes Conselhos “podem não conseguir compreender suficientemente bem cada negócio para serem realmente eficazes” (Bathala e Rao, 1995:60).

Apesar dos críticos do governo das sociedades sugerirem que o controlo do Conselho terá melhorias significativas a partir do momento em que os Conselhos de Administração forem constituídos por mais administradores não executivos, os resultados de Bathala e Rao (1995) e Kren e Kerr (1997) indicam que uma percentagem relativamente maior de administradores não executivos no Conselho não é

necessariamente melhor no controlo dos conflitos de agência do que os outros mecanismos¹¹ que as empresas têm ao seu dispor. Um dos objectivos deste trabalho é averiguar qual a relação que se estabelece entre a utilização dos administradores não executivos e um conjunto de variáveis chave da empresa.

2.2 Estudos empíricos sobre os determinantes da representação dos administradores não executivos

2.2.1 Dimensão da empresa

Uma importante variável na análise dos determinantes da representação dos administradores não executivos nas empresas cotadas é a dimensão da empresa. O conceito de dimensão normalmente “reflecte o retorno da alta complexidade organizacional” (Conyon e Peck, 1998:151). No que concerne ao método para mensurar esta variável, os estudos realizados têm adoptado várias formas de o fazer. O’Sullivan (2000), por exemplo, utiliza a capitalização de mercado de cada empresa (ou seja, o número de acções emitidas, multiplicado pelo preço da acção no final do ano) e Fernandes (2008) usa o logaritmo do total das vendas para representar a dimensão da empresa. O logaritmo das vendas líquidas da empresa tem sido sugerido por outros investigadores para representar um possível efeito da dimensão (ver, por exemplo, Boyd, 1994; Bathala e Rao, 1995). Surge ainda o logaritmo natural das vendas médias anuais, logaritmo natural do total de activos e logaritmo do número total de empregados.

¹¹ Por exemplo, a participação accionista da gestão, o pagamento de dividendos e a alavancagem da dívida.

Os resultados destes estudos têm sido mistos. Alguns investigadores verificaram que a dimensão da empresa tem um efeito positivo sobre o grau de representação dos administradores não executivos (ver, por exemplo, Li, 1994; O’Sullivan, 2000; Fernandes, 2008). De acordo com O’Sullivan (2000), este resultado é consistente com a noção de que, com o aumento da dimensão da empresa, o controlo exercido pelos accionistas individuais através da posse de participações significativas é mais difícil e menos eficiente, e por isso, as empresas recorrem a outros mecanismos de *governance*, nomeadamente, os administradores não executivos. Dentro da mesma lógica, Demsetz e Lehn (1985) argumentam que, à medida que a dimensão da empresa aumenta, é necessário um maior esforço financeiro por parte dos accionistas para adquirir uma determinada percentagem de participação, pelo que as grandes empresas tendem a apresentar uma maior difusão da propriedade. Esta situação faz com que se torne mais dispendioso e conseqüentemente mais difícil para os accionistas o controlo do comportamento dos gestores (Berle e Means, 1932), sendo dada uma maior ênfase ao uso de administradores não executivos. Segundo Fernandes (2008:33), “embora a dimensão do Conselho de Administração aumente claramente com a dimensão da empresa, a tendência é ainda mais clara para os membros não executivos do Conselho”. Este concluiu que as pequenas empresas têm, em média, menos de dois administradores não executivos, enquanto as grandes empresas têm quase oito¹².

Contudo, existem estudos que referem que a dimensão da empresa não tem qualquer influência sobre a composição do Conselho. Este é o caso de Bathala e Rao

¹² Fernandes (2008) dividiu as empresas da sua amostra (empresas cotadas na *Euronext Lisbon* de 2002 a 2004) em três grupos de acordo com a sua dimensão (grande, média e pequena dimensão), recorrendo, para o efeito, à mediana da capitalização de mercado de cada empresa no período em análise. Deste modo, classificadas com “*Large*” estão 20% das maiores empresas, “*Small*” reúne 20% das empresas mais pequenas e “*Medium*” abrange as empresas que estão entre os percentis 20 e 80 da capitalização de mercado.

(1995) e Kren e Kerr (1997), uma vez que constataram que não havia uma relação estatisticamente significativa entre estas duas variáveis.

2.2.2 Estrutura accionista

A estrutura de propriedade é considerada por vários autores como um importante factor de controlo e vigilância do Conselho (Tosi e Gomez-Mejia, 1994; Zajac e Westphal, 1994; Hambrick e Finkelstein, 1995). Para Hambrick e Finkelstein (1995) a estrutura de propriedade da empresa é talvez o principal factor de entre todos os que influenciam o controlo do Conselho.

Existem, conceptualmente, dois grandes tipos de estruturas de propriedade das empresas (Li, 1994). No primeiro caso, a estrutura de propriedade é caracterizada por ser dispersa por um elevado número de accionistas (individuais e institucionais não relacionados), não tendo nenhum deles uma participação dominante. No segundo caso, a propriedade das empresas está concentrada num pequeno número de accionistas de referência (empresas directamente relacionadas, bancos e famílias), os quais têm poder para influenciar significativamente as decisões da empresa. A propriedade dispersa é específica do Modelo Anglo-Saxónico, que inclui a Grã-Bretanha e os Estados Unidos e a propriedade concentrada é particular do Modelo Continental, abrangendo os países da Europa Continental e o Japão. Os dois tipos de estruturas de propriedade podem ainda ser distinguidos através da composição dos seus Conselhos de Administração. Enquanto nos países marcados pela concentração da propriedade, os membros dos Conselhos de Administração são, frequentemente, os accionistas maioritários da empresa ou pessoas da sua confiança (existindo o risco de expropriação dos accionistas minoritários), nos Conselhos das empresas do Modelo Anglo-Saxónico, os accionistas não têm capacidade para se fazerem representar directamente, pelo que os administradores, normalmente,

estão divididos em administradores executivos e administradores não executivos, os quais possuem um certo conhecimento e nenhuma participação accionista (Li, 1994; Silva *et al.*, 2006).

As grandes empresas cotadas, normalmente, possuem uma estrutura de propriedade dispersa, onde há uma separação entre a propriedade de capital e o controlo das decisões das empresas (Berle e Means, 1932; Fama e Jensen, 1983; Demsetz e Lehn, 1985). Neste caso, os accionistas individuais (amplamente dispersos) podem ter poucos incentivos para controlar a gestão (Hambrick & Finkelstein, 1995). Isto acontece porque é improvável que o controlo do comportamento dos gestores seja rentável, uma vez que nada garante que os benefícios que os accionistas esperam obter sejam superiores aos custos incorridos nesse processo (O’Sullivan, 2000). Deste modo, admite-se que a vigilância praticada pelo accionista seja muito reduzida, e que este não possa “exercer as suas responsabilidades de controlo empresarial de forma óptima” (Conyon e Peck, 1998:150). Perante esta situação, os accionistas com uma participação na propriedade relativamente pequena podem optar por introduzir mais administradores não executivos no Conselho para que estes controlem a equipa de gestão em seu nome (O’Sullivan, 2000).¹³ Li (1994), considera, assim, que a responsabilidade dos administradores não executivos de defenderem os interesses dos accionistas é ainda mais importante quando a propriedade está dispersa do que quando esta se encontra concentrada¹⁴.

¹³ Segundo O’Sullivan (2000:286) há outras opções de monitorização disponíveis para além da utilização de administradores não executivos: “Primeiro, eles podem comprar acções suficientes da empresa para garantir que os benefícios de controlar activamente o comportamento dos gestores excedam os custos incorridos no controlo. Segundo, eles podem procurar incentivar os gestores a administrar a empresa de acordo com os seus interesses, permitindo que os gestores possuam uma participação no capital da empresa”.

Nas empresas com propriedade concentrada, os grandes accionistas estão dispostos a assumir um papel importante no controlo da gestão, por vezes, através de um lugar no Conselho, pois eles suportam um custo relativamente maior resultante do comportamento ineficiente da gestão (Kren e Kerr, 1997). Esta participação directa no Conselho fornece-lhes acesso a uma quantidade considerável de informação privilegiada, facilitando a redução dos custos de agência decorrentes do conflito entre os accionistas e gestores. O'Sullivan (2000:287) argumenta que, quando um accionista detém uma grande participação no capital da empresa, este tem um forte incentivo para monitorizar o desempenho dos gestores uma vez que ele receberá uma fracção maior dos benefícios que advêm “do desincentivo ou da detecção da má gestão”.¹⁵ Deste modo, a presença de um grande proprietário pode dar origem a um melhor controlo, vigilância e governo das sociedades (Hambrick & Finkelstein, 1995), diminuindo a probabilidade deste despende recursos adicionais para o controlo dos gestores, nomeadamente, na utilização de administradores não executivos. Isto significa que nas empresas com propriedade concentrada a arbitrariedade de que gozam os gestores face aos accionistas, na sua totalidade, não é um problema tão relevante. Aqui, o principal problema reside na eventual “expropriação” dos accionistas minoritários pelos accionistas maioritários.

A literatura sugere que a concentração de propriedade e o uso de administradores não executivos são mecanismos de governo alternativos utilizados pelas empresas, uma vez que estes compensam o controlo possivelmente enfraquecido dos accionistas

¹⁴ Porque, como veremos de seguida, quando a propriedade está concentrada, os grandes accionistas têm incentivos para, eles próprios, controlar a gestão.

¹⁵ “Mesmo quando eles não podem controlar a gestão por si mesmos, os grandes accionistas podem facilitar os *takeovers* por terceiros ao dividir os grandes ganhos das suas acções com o licitante” (Li, 1994:362).

dispersos. Alguns estudos empíricos estão de acordo com esta hipótese pois mostram que o controlo do Conselho de Administração, medido pela percentagem de administradores não executivos nos Conselhos está negativamente relacionado com a concentração de propriedade (por exemplo, Li, 1994). No entanto, os resultados de O’Sullivan (2000) mostram que a propriedade dos grandes accionistas tem um efeito positivo e significativo sobre a percentagem de não executivos utilizados pelas empresas.

Embora os administradores não executivos forneçam ao Conselho uma importante função de controlo, na tentativa de reduzir os conflitos de agência, a literatura indica que outros mecanismos tais como a participação accionista dos investidores institucionais e da gestão também servem como instrumentos importantes no alinhamento de interesses entre gestores e accionistas (ver, por exemplo, Bathala e Rao, 1995; Becht *et al.*, 2002). Uma série de estudos tem sugerido que os accionistas institucionais (isto é, as companhias de seguros, fundos de pensão, fundos de investimento e bancos) podem obter um controlo mais activo do comportamento dos gestores (Bathala e Rao, 1995; O’Sullivan, 2000)¹⁶, frequentemente através da obtenção de lugares no Conselho de Administração (Boyd, 1994). Isto deve-se ao facto de que à medida que as suas participações aumentam, fica mais caro retirar ou transferir as participações para outras empresas (Boyd, 1994; Bathala e Rao, 1995) e, por isso, há uma maior dificuldade no *trading* diário e em “votar com os pés”, pelo que estes optam por exercer o activismo institucional de outra forma – através da “*voice*”¹⁷. Deste modo, Bathala e Rao (1995) documentam a existência de uma relação significativamente

¹⁶ Este controlo é exercido sem se correr o risco de expropriar os pequenos accionistas pois, presumivelmente, os interesses dos investidores institucionais não colidem com os interesses dos outros accionistas (Silva *et al.*, 2006).

positiva entre a percentagem de administradores não executivos no Conselho e a percentagem de acções detidas por investidores institucionais.¹⁸

Relativamente à participação accionista da gestão, O'Sullivan (2000) argumenta que esta pode ser utilizada pelos accionistas em vez da composição do Conselho de Administração para desencorajar qualquer comportamento por parte dos executivos que destrua o valor da empresa. Jensen e Meckling (1976) também notam que, quando a percentagem de capital detida pelo gestor aumenta, é menos provável que este aceite o consumo excessivo de gratificações, tornando os interesses do principal e do agente estritamente mais alinhados. De acordo com esta noção, diversos estudos documentam que a posse de acções por parte da gestão tem um impacto negativo sobre a percentagem de membros não executivos no Conselho de Administração (por exemplo, Bathala e Rao, 1995; Kren e Kerr, 1997). Weisbach (1988) e O'Sullivan (2000) encontram a mesma evidência mas apenas para o caso específico do CEO. Estas descobertas são consistentes com as expectativas de que quando a gestão possui capital significativo nas suas empresas, há uma menor necessidade de controlo adicional dos administradores não executivos. Neste sentido, a propriedade da gestão e a utilização de não executivos no Conselho de Administração são mecanismos de controlo alternativos utilizados pelas empresas (O'Sullivan, 2000).

¹⁷ Segundo Pound (1993), o activismo institucional (nova forma de relacionamento) pode ser exercido de duas formas – *Exit vs Voice*.

¹⁸ “Isto é consistente com a evidência popular de que os investidores institucionais pressionam as empresas a aumentar os membros não executivos do Conselho, a fim de proteger os seus interesses como accionistas” (Bathala e Rao, 1995:67).

2.2.3 Dualidade do CEO

Nos estados membros da União Europeia predominam duas modalidades de estruturas de administração e fiscalização: o sistema monista e o sistema dualista (Silva *et al.*, 2006)¹⁹. O primeiro sistema é caracterizado pela existência de um único órgão de administração na empresa – o Conselho de Administração – e um Conselho Fiscal e o segundo, pela presença de dois órgãos com responsabilidade administrativa – a Direcção e o Conselho Geral – para além de um Revisor Oficial de Contas. Deste modo, no sistema dualista há uma clara separação da gestão quotidiana da empresa (Direcção) da gestão estratégica (Conselho Geral). No caso da estrutura monista também é usual esta divisão, pois, frequentemente, o Conselho de Administração delega poderes da gestão corrente da empresa sobre uma Comissão Executiva, criada e supervisionada por ele e constituída exclusivamente por administradores executivos²⁰. Uma das consequências da existência de dois centros de tomada de decisões é a possibilidade dos respectivos presidentes serem pessoas distintas. No entanto, no sistema monista, isto nem sempre acontece, dando origem à dualidade do CEO.

“A dualidade do CEO existe quando o CEO de uma empresa também actua como Presidente do Conselho de Administração. Manter a posição altamente simbólica de Presidente do Conselho proporcionará ao CEO uma maior base de poder e um lugar de controlo” (Boyd, 1994: 338).

De acordo com a ideia anterior, uma percentagem bastante elevada de investigadores defende que a dualidade do CEO não favorece os interesses dos accionistas. Finkelstein e Hambrick (1996: 251) também constataam que “a dualidade do

¹⁹ O sistema monista impera em Portugal (embora os dois sistemas estejam consagrados no artigo 278º do CSC) enquanto o sistema dualista predomina na Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça.

²⁰ Em Portugal, esta matéria encontra-se consagrada no artigo 407º do CSC.

CEO é outro indicador de poder do CEO sobre o Conselho”. Desta forma, para o Conselho de Administração cumprir o seu papel de governo é importante separar os cargos de CEO e de Presidente (Conyon e Peck, 1998 e O’Sullivan, 2000). A este propósito, o relatório *Cadbury* (1992) recomendou que deveria haver uma divisão das responsabilidades na direcção da empresa para que ninguém tenha poderes ilimitados no processo de decisão.²¹ Partilhando da mesma opinião, a CMVM entende que nas empresas cotadas é recomendável que as funções de Presidente do Conselho de Administração e de Presidente da Comissão Executiva sejam desempenhadas por pessoas distintas. No caso de tal não se verificar, as empresas devem criar condições para garantir que os administradores não executivos cumprem a sua missão de forma eficaz e independente e proceder à sua respectiva divulgação²².

Os defensores desta separação na estrutura de liderança baseiam os seus argumentos na teoria da agência (Rhoades *et al.*, 2001). Segundo esta, as empresas atribuem a responsabilidade das decisões de gestão ao CEO e as decisões de controlo ao Conselho, de modo a combater os problemas de agência (O’Sullivan, 2000). Se tivermos presente que a função do Conselho é garantir que os CEOs e os outros gestores desempenham as suas tarefas de acordo com os interesses dos accionistas, no caso de um CEO ser também Presidente do Conselho, facilmente constatamos que este enfrenta “uma situação de potencial conflito de interesse no exercício dessas funções” (Conyon e Peck, 1998:149). Esta situação poderá dar origem à ocorrência de um comportamento ineficiente e oportunista (Jensen e Meckling, 1976), uma vez que compete ao CEO avaliar e controlar o seu próprio desempenho. Segundo Boyd (1994), a avaliação

²¹ “Os accionistas activistas nos E.U.A. são cada vez mais exigentes para que as empresas separem os empregos do CEO e do Presidente do Conselho; por exemplo, empresas como a Electronic Data Systems Corporation, Kmart, ITT, Baxter International, e USAirways foram recentemente alvo de tais divisões” (Rhoades *et al.*, 2001:311)

objectiva do CEO e do desempenho da equipa de gestão é mais facilmente alcançada através de um Presidente independente.

Em contraste, os defensores da dualidade do CEO alegam que esta estabelece linhas bem definidas de autoridade e responsabilidade e cria uma unidade de comando, capazes de reduzir os conflitos de papéis entre os gestores e melhorar a tomada de decisão (Rhoades *et al.*, 2001). Além disso, esta pode ser utilizada pelo Conselho para fazer transparecer aos *stakeholders* a noção de que a empresa tem um “sentido claro de direcção” (Finkelstein e D'Aveni, 1994: 1084). Este ponto de vista é reforçado pela literatura sobre a formação da estratégia porque, frequentemente, considera que uma liderança forte e unida é importante para o sucesso de uma empresa (Rhoades *et al.*, 2001).

A fim de examinar o impacto de um CEO e Presidente dominante sobre a representação dos administradores não executivos, vários autores utilizaram uma variável binária que é igual a “1” se o CEO também é Presidente do Conselho, e “0” caso contrário (cf. Boyd, 1994; Daily e Dalton, 1994; Li, 1994; Zajac e Westphal, 1994; Conyon e Peck, 1998; O’Sullivan, 2000). No que concerne aos resultados empíricos, Kren e Kerr (1997) mostram que quando a mesma pessoa detém os cargos de CEO e de Presidente, o Conselho tem, tendencialmente, mais administradores não executivos, enquanto O’Sullivan (2000) descobre que a presença da dualidade do CEO tem um impacto negativo sobre a representação dos não executivos. Isto sugere que o aumento do poder concedido ao CEO, que também é Presidente do Conselho, está associado a uma quebra na capacidade dos accionistas para nomear mais administradores não executivos e, conseqüentemente, a um enfraquecimento do controlo do Conselho (O’Sullivan, 2000).

²² De acordo com o Código de Governo das Sociedades da CMVM nº II.2.3 (2010).

2.3 Impacto da representação dos administradores não executivos em variáveis chave da empresa

2.3.1 Remuneração dos executivos

Na última década tem havido um aumento do interesse sobre a remuneração dos executivos como consequência do crescimento exponencial que esta remuneração tem registado. O nível e a qualidade dos sistemas de compensação das empresas cotadas têm sido alvo de discussão entre diversos autores (por exemplo, Hall e Liebman, 1998; Conyon e Murphy, 2000; Bebchuk e Fried, 2003). Os últimos escândalos empresariais e o respectivo envolvimento dos executivos tornaram este tema ainda mais interessante e debatido.

O modo como o pagamento é definido tem estado no centro das atenções. Diversos autores têm atribuído ao Conselho de Administração da empresa o papel de principal mecanismo interno responsável por determinar a remuneração dos executivos e o controlo da gestão (cf. Baysinger e Hoskisson, 1990; Main e Johnston, 1993; Boyd, 1994; Zajac e Westphal, 1994; Finkelstein e Hambrick, 1996; Conyon e Peck, 1998). Neste sentido, o relatório *Cadbury Committee* (Cadbury, 1992) afirma que devem existir comissões de remuneração, nomeadas pelos Conselhos e constituídas total ou principalmente por administradores não executivos, para a deliberação sobre a determinação do pagamento da gestão de topo, de modo a que os administradores executivos não participem nas decisões sobre a sua própria remuneração. Alguns anos

antes, Singh e Harianto (1989) já salientavam a importância das comissões de compensação para o processo de tomada de decisão²³.

Deve-se, antes de mais, esclarecer que a remuneração total do Conselho de Administração inclui a remuneração dos membros executivos e a remuneração dos membros não executivos. Esta, por sua vez, é dividida em componentes fixas e variáveis para cada tipo de membro da administração. Segundo Fernandes (2008:33) a remuneração fixa “consiste numa remuneração mensal, regular e periódica, com uma quantidade invariável, paga durante o ano. A remuneração variável é indexada a um grupo de indicadores financeiros” (por exemplo, EBITDA e vendas) com o intuito de alinhar os interesses do principal e do agente. Deste modo, os administradores podem ser compensados de uma variedade de formas. Silva *et al.* (2006) notam que a componente variável pode ser constituída por dinheiro, acções, opções de compra de acções e *fringe benefits*, ou seja, bens ou serviços para uso pessoal²⁴. De acordo com Kren e Kerr (1997:299), a compensação dos executivos pode incluir “dinheiro, opções de acções, compensação a longo prazo (...) e benefícios variados, tais como planos de pensões (...)”, enquanto Boyd (1994) utiliza a soma da retenção anual juntamente com os honorários por reunião para mensurar a compensação. No trabalho de Conyon e Peck (1998), a compensação da gestão é medida como o salário, gratificações e outros rendimentos do administrador melhor pago da empresa. Em pesquisas anteriores, nos

²³ A nível nacional, a figura da comissão de remuneração também está consagrada na lei. Segundo o CSC, compete à assembleia geral ou a uma comissão (designada pela assembleia geral) a fixação da remuneração dos administradores (artigo 399º, nº1).

²⁴ Por regra, em Lisboa, as empresas não divulgam informação sobre os *fringe benefits* atribuídos, ao contrário do que acontece em Londres. Muitas vezes, estes benefícios são uma forma de atrair ou de “segurar” os trabalhadores. Exemplos de *fringe benefits* são a atribuição de um carro da empresa para uso pessoal, o pagamento de viagens e a realização de planos de seguro de vida.

E.U.A. e no Reino Unido, esta medida foi bastante utilizada (por exemplo, Main e Johnston, 1993).

Com o objectivo de aumentar a transparência e a independência das comissões de compensação vários organismos têm introduzido orientações a este respeito. Por exemplo, a SEC, em 2006, passou a exigir que as empresas revelem o valor agregado de todas as recompensas e benefícios dos cinco empregados que são melhor pagos. No domínio português, ao longo da última década, várias recomendações foram emitidas pelo regulador do mercado bolsista (CMVM) acerca desta temática. Em 2001, foi publicado o Regulamento n.º 7/2001, o qual determina que as empresas cotadas têm o dever de divulgar os pagamentos realizados aos administradores nos seus relatórios anuais de governo (parte dos seus relatórios anuais), dando a opção de o fazer de forma agregada ou individual. Estas devem, ainda, fazer a distinção entre a componente fixa e a variável e entre o montante pago aos administradores executivos do montante que corresponde aos não executivos. Os anos seguintes também foram marcados por várias publicações²⁵ mas a grande mudança ocorreu em 2010 com o Regulamento n.º 1/2010 da CMVM que, na alínea a) do seu artigo 3º, estabeleceu que essas duas formas (agregada e individual) de apresentar as remunerações deixam de ser alternativas e passam a ser complementares²⁶. No caso de haver qualquer desvio a estas recomendações, as empresas têm de divulgar anualmente tal facto numa Declaração de Cumprimento segundo o princípio “*comply or explain*”²⁷ (Regulamento n.º 1/2010 da

²⁵ Por exemplo, o Regulamento n.º 11/2003, Regulamento n.º 10/2005 e o Regulamento n.º 1/2007 da CMVM.

²⁶ Em 2007, com o Regulamento n.º 1/2007 da CMVM já era obrigatório a divulgação em termos individuais mas apenas dos “montantes cujo pagamento esteja previsto, independentemente da sua natureza, em caso de cessação das funções durante o mandato em causa e sempre que estes excedam o dobro da remuneração mensal fixa recebida” (II.21.).

²⁷ De acordo com este princípio, as empresas cotadas têm o dever de divulgar, na referida declaração, as recomendações sobre o governo das sociedades que são adoptadas e apresentarem uma justificação para

CMVM). O que se pretende é que a remuneração dos membros do Conselho de Administração permita alinhar os interesses dos gestores e dos accionistas.

Diversos estudos testaram se a percentagem de administradores não executivos influencia a remuneração da gestão de topo (cf. Zajac e Westphal, 1994; Conyon e Peck, 1998), através de um forte controlo do Conselho (Boyd, 1994; Finkelstein e Hambrick, 1996).

Mais uma vez os resultados são mistos. Se por um lado, há investigadores que relatam uma relação negativa entre a percentagem de administradores não executivos e a remuneração da gestão, por outro, há quem mencione uma relação positiva. Brickley e James (1987) e Mayers *et al.* (1997) enquadram-se no primeiro caso, ao verificarem que um maior número de administradores não executivos está associado a uma menor remuneração dos executivos no sector bancário e nas companhias de seguro mútuo dos E.U.A., respectivamente. Os resultados de Boyd (1994) são consistentes com os estudos referidos anteriormente. Portanto, estas descobertas suportam a noção de que os administradores não executivos perseguem os interesses dos accionistas.

No entanto, contrariando as expectativas que se baseiam na teoria da agência, existem resultados que indicam que a remuneração dos executivos de topo é maior quando existe um nível mais elevado de membros não executivos no Conselho de Administração (por exemplo, Fernandes, 2008). Cosh e Hughes (1997), Core *et al.* (1999) e Cohen e Lauterbach (2008) notam que as empresas dos E.U.A., Reino Unido e Israel, respectivamente, que possuem uma maior percentagem de administradores não executivos pagam um salário superior ao CEO²⁸. Existem, ainda, resultados que

aquelas que não são adoptadas, sendo consideradas não adoptadas as recomendações que não são seguidas na íntegra (Silva *et al.*, 2006).

²⁸ Segundo Core *et al.* (1999), este resultado é uma consequência do fraco governo da sociedade. Para tal, contribuíram, nomeadamente, a presença de administradores não executivos com idade superior a 69

indicam que os administradores não executivos não desempenham qualquer papel na determinação da compensação, uma vez que estas duas variáveis não estão significativamente relacionadas, como é o caso de Conyon e Peck (1998) e Nascimento (2009).

Relativamente ao pagamento da gestão de topo com base no desempenho da empresa, alguns autores defendem que há uma relação mais estreita entre estas variáveis quando os Conselhos de Administração têm mais administradores não executivos (por exemplo, Conyon e Peck, 1998), enquanto outros relatam que a percentagem de não executivos tem pouco impacto nesta relação (Boyd, 1994; Kren e Kerr, 1997; Main e Johnston, 1993 e Cosh e Hughes, 1997).

2.3.2 Desempenho da empresa

As consecutivas falências de grandes empresas a que temos assistido recentemente têm sido um dos factores que está na origem do aumento do interesse dos investigadores pelas questões relacionadas com o desempenho dos executivos, com especial destaque para o papel de controlo dos administradores não executivos. A forma mais usual para analisar a sua eficácia no controlo dos conflitos de agência é relacionar a composição do Conselho com o desempenho da empresa.

Alguns autores referem que o desempenho da empresa depende dos incentivos que eventualmente os gestores tenham para proteger os interesses dos accionistas (por exemplo, Conyon e Peck, 1998). De acordo com Long *et al.* (2005), se os

anos, o facto de actuarem em vários Conselhos (dificultando o exercício adequado das suas funções) e a sua falta de independência, uma vez que existem administradores não executivos que recebem pagamentos em excesso, têm ligações com os executivos da empresa e são nomeados pelo CEO.

administradores executivos não apresentarem um bom desempenho é porque não têm incentivos suficientes que os estimulem a alinhar os seus interesses com os da empresa.

Para mensurar a variável do desempenho organizacional a literatura tem utilizado dois tipos de medidas: medidas contabilísticas e medidas baseadas no mercado. Segundo Rhoades *et al.* (2001) as principais medidas contabilísticas de desempenho utilizadas na literatura são a Rendibilidade do Capital Próprio (ROE) (por exemplo, Boyd, 1994) e a Rendibilidade do Activo (ROA), definido por Kren e Kerr (1997:300) como “o rendimento antes de impostos, itens extraordinários e operações descontinuadas dividido pelo activo total médio”. Há ainda quem utilize uma combinação da rendibilidade do activo, rendibilidade das vendas e rendibilidade do capital próprio (por exemplo, Haleblian e Finkelstein, 1993)²⁹ ou a margem de lucro média (por exemplo, Li, 1994). Quanto às medidas baseadas no mercado, os investigadores têm recorrido à rendibilidade anual das acções da empresa (por exemplo, Fernandes, 2008 e Kren e Kerr, 1997). Jensen e Murphy (1990) e Hambrick e Finkelstein (1995) também utilizaram as medidas baseadas no mercado³⁰.

Contudo, embora os resultados de ambas as medidas sejam frequentemente divulgados, a utilização destas são alvo de algumas críticas. As primeiras têm sido acusadas de serem facilmente manipuladas pelos gestores e de poderem não reflectir o real valor da empresa (Kren e Kerr, 1997). Relativamente às medidas de desempenho baseadas no mercado, ainda que consideradas mais fortes, por não estarem “sujeitas à manipulação directa da gestão” (Rhoades *et al.*, 2001:313), o facto de os mercados

²⁹ Seguindo as recomendações de Venkatraman e Ramanujam (1986), Haleblian e Finkelstein (1993) estandardizaram estes três indicadores de desempenho ($x = 0$, s.d. = 1) e fizeram a média desses valores para criar uma medida composta de desempenho da empresa.

³⁰ Para Jensen e Murphy (1990) o desempenho da empresa é representado pela variação na riqueza dos accionistas, enquanto Hambrick e Finkelstein (1995) utilizaram a rendibilidade para os accionistas, embora também tenham recorrido às medidas contabilísticas (ROE).

financeiros poderem não ser a principal fonte onde as empresas Portuguesas se financiam dá origem a que os preços das acções não sejam considerados uma medida adequada do desempenho da empresa (Fernandes, 2008).

Os trabalhos realizados apresentam resultados mistos. Alguns estudos identificaram um efeito positivo da percentagem de administradores não executivos sobre o desempenho da empresa (Pearce e Zahra, 1992; Daily e Dalton, 1993)³¹. No lado oposto estão as descobertas de Bhagat e Black (2002), pois constataram que as empresas americanas com maior número de administradores não executivos tiveram uma redução significativa do desempenho financeiro e do desempenho do mercado de acções nos três anos seguintes. Outras pesquisas não encontraram qualquer relação significativa entre a composição do Conselho e o desempenho da empresa (Kren e Kerr, 1997; Dulewicz e Herbert, 2004 para o Reino Unido).

Vários trabalhos indicam que o facto do desempenho da empresa poder depender de outros factores, muitas vezes não identificáveis, que não estão no âmbito do controlo dos gestores é uma possível razão para que existam estudos incapazes de apresentar uma relação directa com a composição do Conselho (por exemplo, Walsh e Seward, 1990; Bathala e Rao, 1995; Heslin e Donaldson, 1999; Long *et al.*, 2005). Acerca disto, Rhoades *et al.* (2001:313) notam que o uso de diferentes medidas de desempenho é a causa de “algumas das variações observadas em relação ao controlo do desempenho”. Outra razão prende-se com o facto de os novos regulamentos virem reduzir a variabilidade da composição dos Conselhos, diminuindo, também, a probabilidade de

³¹ Com uma amostra constituída pelas 266 principais empresas dos EUA, Baysinger e Butler (1985) verificaram um resultado semelhante, mas com efeito tardio, ou seja, estes autores verificaram que as empresas com maior percentagem de administradores não executivos no início da década de 1970 apresentaram, em média, um melhor desempenho financeiro relativo (calculado através da rendibilidade do capital próprio da empresa a dividir pela rendibilidade média do capital próprio de todas as empresas do seu sector) mas somente no final dos anos 80 e não naquele exacto momento.

encontrar uma relação com o desempenho (Finegold *et al.*, 2007). Além disso, de acordo com a literatura de agência, a composição do Conselho é apenas um dos mecanismos alternativos de redução dos custos de agência que a empresa pode usar.

Para tentar compreender estes resultados contraditórios foram realizadas várias meta-análises da pesquisa sobre a composição do Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Por exemplo, Dalton *et al.* (1998) apresentam 54 estudos e não encontraram nenhuma diferença no desempenho financeiro da empresa em função da composição do Conselho e Wagner *et al.* (1998), ao analisar 29 estudos, descobriram que o aumento do número de administradores teve um impacto positivo no desempenho, o que sugere que a dimensão do Conselho pode eventualmente ser mais relevante do que a sua composição. Foi, ainda, encontrada alguma evidência de uma relação em forma de U entre a composição do Conselho e o desempenho, ou seja, os Conselhos com uma percentagem elevada ou particularmente pequena de administradores não executivos apresentam um desempenho superior àqueles que possuem uma percentagem semelhante de executivos e não executivos. Em contraste, os resultados de Barnhart *et al.* (1994) e Barnhart e Rosenstein (1998) mostram o inverso, isto é, a existência de uma relação côncava entre estas variáveis.³²

2.4 Síntese e objectivo do trabalho

Em suma, a literatura existente denota uma elevada indeterminação relativamente às relações existentes entre a composição do Conselho de Administração e variáveis como a dimensão da empresa, estrutura accionista, dualidade do CEO, remuneração dos

³² Estes autores notam que tanto as empresas que possuem Conselhos de Administração constituídos predominantemente por administradores não executivos como as que têm Conselhos com muito poucos administradores não executivos tiveram um desempenho inferior no mercado de acções.

executivos e desempenho da empresa. Com este trabalho, nós procuramos identificar qual a relevância estatística de cada uma destas variáveis e o conseqüente efeito dessas relações para o conjunto de empresas em estudo.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

Com o intuito de compreender quais os factores susceptíveis de influenciar a composição do Conselho de Administração, nós desenvolvemos algumas hipóteses com base na revisão da literatura e que relacionam a percentagem de administradores não executivos com a dimensão da empresa, a estrutura accionista e a dualidade do CEO.

A dimensão da empresa surge na literatura como uma variável explicativa para “um conjunto de questões de governo” da sociedade (Werner e Zimmermann, 2006:108). Neste caso, nós esperamos que a dimensão da empresa influencie a percentagem de administradores não executivos com assento no Conselho de Administração de forma positiva. A ideia subjacente é a de que com o aumento da dimensão da empresa torna-se mais difícil e dispendioso para os accionistas individuais deterem uma parcela significativa da propriedade e, conseqüentemente, a sua estrutura accionista ficará mais dispersa (Demsetz e Lehn, 1985). Deste modo, estes accionistas provavelmente terão uma maior dificuldade em exercer um controlo activo e eficiente do comportamento dos gestores, pelo que espera-se que privilegiem outros mecanismos de governo, nomeadamente, a inclusão de mais administradores não executivos (O’Sullivan, 2000).

Hipótese 1: Uma maior dimensão da empresa está associada a um maior número de não executivos no Conselho de Administração.

A estrutura de propriedade tem sido apontada por diversos investigadores como uma variável com potencial para explicar a percentagem de não executivos que está presente nos Conselhos de Administração das empresas.

Uma vez que o controlo activo do comportamento dos gestores acarreta sempre alguns custos, os pequenos accionistas (comuns em estruturas accionistas dispersas) podem ter poucos incentivos para exercer esse controlo (Conyon e Peck, 1998), tal como vimos no caso da dimensão da empresa, pois é provável que os benefícios que daí possam retirar sejam inferiores aos respectivos custos (O’Sullivan, 2000). Com base na teoria de agência, estes accionistas podem, então, optar pela adopção de mais administradores não executivos para garantir o adequado controlo da gestão e, consequentemente, reduzir os custos de agência resultantes dos conflitos entre accionistas e gestores.

Em contraste, quando existe um accionista com uma participação relativamente grande, este tem um maior incentivo para controlar pessoalmente o desempenho da gestão, por vezes através de um lugar no Conselho (Li, 1994; Boyd, 1994), uma vez que eles “suportam um custo relativamente maior” que advém da má gestão (Kren e Kerr, 1997:305). Neste caso, é menos provável que esse accionista incorra em despesas adicionais para assegurar que os seus interesses estão salvaguardados, pelo que nós esperamos que o grau de concentração da propriedade tenha um impacto negativo no uso de administradores não executivos.

Hipótese 2: O grau de concentração de propriedade tem uma relação inversa com a percentagem de administradores não executivos.

A determinação da composição do Conselho também pode estar relacionada com a dualidade do CEO, onde a mesma pessoa desempenha os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO da empresa.

A maioria das pesquisas defende que é importante a adopção de uma estrutura de liderança independente, na qual há uma separação dos cargos de Presidente e de CEO, para que exista uma protecção adequada dos interesses dos accionistas (Conyon e Peck, 1998; Rhoades *et al.*, 2001). Os seus argumentos baseiam-se na teoria da agência. De acordo com esta, ao CEO são delegadas tarefas de gestão e o papel do Conselho é controlar as acções e o desempenho dos gestores, pelo que, se o CEO for também o Presidente do Conselho, ele obtém uma “maior base de poder e um lugar de controlo” (Boyd, 1994: 338) e a eficácia deste papel de governo fica comprometida (Rhoades *et al.*, 2001). Perante esta situação, é provável que os CEOs que também são Presidentes usem a sua influência para impedir (ou limitar) a nomeação de mais administradores não executivos (O’Sullivan, 2000).

Hipótese 3: A dualidade do CEO tem um impacto negativo sobre a representação de administradores não executivos no Conselho de Administração.

Para além das anteriores variáveis de agência, nós incluímos também no modelo teórico variáveis explicativas que a literatura sugere como úteis para explicar as variações na composição do Conselho, sendo elas: Adesão ao PSI20, Sector de Actividade, Cargos adicionais do administrador não executivo, Duração do cargo de CEO e Dimensão do Conselho.

A utilização da primeira variável é motivada pela noção de que as empresas que integram o PSI20, pela sua notoriedade estão susceptíveis de obter um controlo mais activo do comportamento dos gestores através da eleição de não executivos. Nós acreditamos, também, que o sector de actividade onde as empresas actuam tem influência sobre a proporção de administradores não executivos. Segundo Bathala e Rao

(1995:62), “uma empresa que opera num sector altamente tecnológico pode descobrir que o benefício marginal de adicionar um membro não executivo no Conselho é inferior ao custo marginal”. Por outro lado, “os membros não executivos do Conselho podem não estar totalmente familiarizados com as particularidades do sector e a presença de muitos não executivos no Conselho poderá tornar-se prejudicial” (Bathala e Rao, 1995:62).

Tal como sugerido por O’Sullivan (2000), o número de cargos adicionais de administrador detidos por cada não executivo pode ser uma variável relevante para representar a independência dos não executivos. Portanto, esta também pode explicar o controlo exercido pelo Conselho, representado pela percentagem de administradores não executivos.

Os resultados de Bathala e Rao (1995) sugerem que os CEOs que ocupam esta posição durante longos períodos de tempo são bem sucedidos a restringir a representação de administradores não executivos nos Conselhos das suas empresas. A literatura existente indica que quanto mais tempo o CEO está no poder, maior é a influência que ele tem para alterar o Conselho numa forma que lhe seja mais favorável, ou seja, mediante a introdução de executivos. Relativamente à dimensão do Conselho, Fernandes (2008) nota que quando o número de administradores aumenta, a proporção de não executivos segue a mesma tendência. Isto dá origem às seguintes hipóteses:

Hipótese 4: As empresas que pertencem ao principal índice português (PSI20) apresentam uma estrutura de administração com mais administradores não executivos.

Hipótese 5: O sector de actividade exerce uma influência significativa na composição do Conselho.

Hipótese 6: O número de cargos de administrador não executivo que este ocupa noutras empresas tem impacto na composição do Conselho.

Hipótese 7: Quanto mais tempo o CEO ocupa este cargo menor será o número de administradores não executivos representados no Conselho de Administração.

Hipótese 8: A dimensão do Conselho é um mecanismo de controlo que tem um efeito significativamente positivo sobre a composição do Conselho.

A nossa análise também procurou explicar a influência da composição do Conselho de Administração sobre duas variáveis importantes para a empresa: o nível de remuneração praticada e o desempenho das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Segundo a CMVM, os pacotes de remuneração dos administradores devem ser estruturados de forma a alinhar os interesses dos membros da administração com os da empresa. Para o efeito, é importante a existência de mecanismos de controlo, como por exemplo, de administradores não executivos. Visto que estes administradores estão “mais susceptíveis a manter a objectividade nas decisões de compensação” (Kren e Kerr, 1997:306) e a aumentar a transparência, e admitindo que cumprem o seu papel de controlo, nós esperamos que eles evitem os excessos de compensação desfrutados por alguns administradores, principalmente, por executivos.

Hipótese 9: A percentagem de administradores não executivos no Conselho de Administração afecta negativamente a remuneração dos administradores.

Outra forma de analisar a eficácia dos administradores não executivos no controlo dos conflitos de agência é relacionar a composição do Conselho de Administração com o desempenho da empresa.

Bathala e Rao (1995:60) notam que “se os Conselhos são eficazes no controlo dos problemas de agência e asseguram que as decisões de gestão são consistentes com o aumento do valor do accionista”, as empresas devem obter um desempenho superior. Sendo estas as principais funções atribuídas aos administradores não executivos, então nós podemos esperar que haja uma relação directa e positiva entre a composição do Conselho e o desempenho da empresa, em particular com o ROA e o ROE.

Hipótese 10: A presença de administradores não executivos no Conselho de Administração tem um efeito positivo no ROA e ROE da empresa.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE EMPÍRICA

4.1 Análise da amostra

A amostra deste estudo é composta pelas 40 empresas³³ cotadas na *Euronext Lisbon* no período entre 2006 e 2009. Para se proceder ao teste das hipóteses descritas anteriormente foi necessário reunir um conjunto de dados sobre cada empresa. Estes dados foram obtidos, principalmente, a partir dos relatórios anuais das empresas e dos respectivos relatórios de governo da sociedade. Também foi realizada uma pesquisa no *Datastream*, um banco de dados on-line, para recolher dados sobre a correspondente capitalização de mercado.

A Tabela 1 apresenta o número médio de administradores que estão presentes no Conselho de Administração, incluindo a sua composição (executivos versus não executivos) e tendo em conta a dimensão da empresa.

Em média, as empresas reúnem 9,6 membros no Conselho de Administração, sendo 4,89 executivos e 4,71 não executivos mas existem 3 empresas³⁴ que permanecem isentas de qualquer administrador não executivo ao longo dos quatro anos de amostragem. A percentagem máxima de administradores não executivos foi de 80,95%³⁵. Estes números não parecem estar de acordo com o nível desejado de

³³ Em anexo, na Tabela A.1, apresentamos a designação destas 40 empresas, assim como informação sobre a respectiva percentagem de administradores não executivos (média do período 2006-2009) e se pertenceram ou não ao PSI20.

³⁴ São elas a Altri, Estoril Sol e Lisgráfica.

³⁵ Registada em 2008 pela Portugal Telecom.

representação de administradores não executivos, pois indicam que os Conselhos têm, em média, uma maioria de executivos (58,22% contra 41,78% de não executivos)³⁶.

Tabela 1: Composição do Conselho de Administração (média 2006-2009)

Esta tabela apresenta o número médio de administradores que estão presentes no Conselho de Administração, incluindo a sua composição (executivos versus não executivos) e tendo em conta a dimensão da empresa. As empresas da amostra foram divididas em três categorias de dimensão de acordo com a mediana da sua capitalização de mercado, à semelhança de Fernandes (2008). Deste modo, “Grande” são 20% das maiores empresas, “Pequena” são 20% das empresas mais pequenas e “Média” são as restantes empresas. O peso do número de cada tipo de administrador relativamente ao número total de administradores também é apresentado. Os valores aqui presentes são valores médios para o período 2006-2009.

Dimensão da empresa	Administradores executivos		Administradores não executivos		Total de administradores
	Nº	%	Nº	%	
Grande	7,22	47,74%	10,16	52,26%	17,38
Média	4,60	57,28%	4,02	42,72%	8,63
Pequena	3,44	71,53%	1,32	28,47%	4,76
Total	4,89	58,22%	4,71	41,78%	9,60

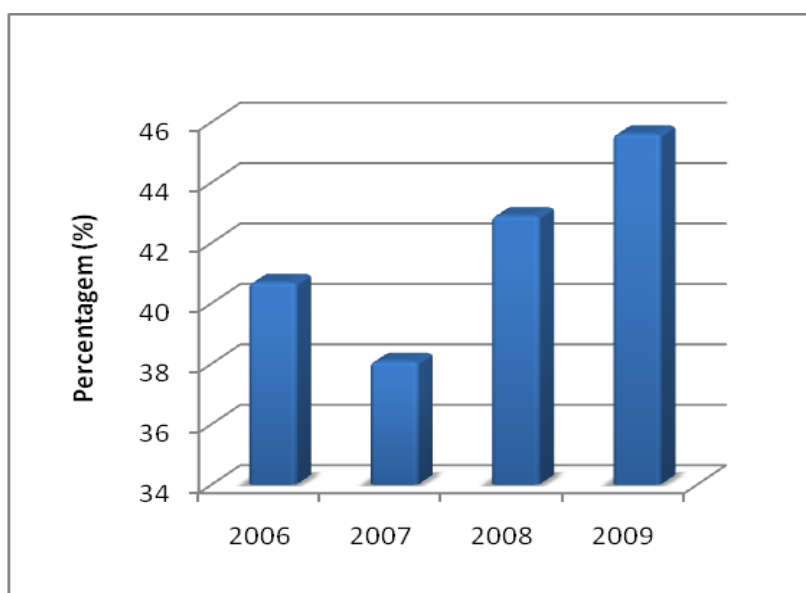
Contudo, com exceção de 2007, o peso dos não executivos tem estado a evoluir de forma positiva ao longo dos anos (Gráfico 1). Relativamente à dimensão do Conselho verifica-se que à medida que a dimensão da empresa aumenta, a dimensão do Conselho segue a mesma tendência. Apesar deste aumento se verificar tanto em termos de administradores executivos como em termos de não executivos, esta evidência é ainda mais clara no caso dos administradores não executivos – as pequenas empresas têm, em média, cerca de 1 administrador não executivo enquanto as grandes empresas têm aproximadamente 10.

³⁶ No trabalho de Kren e Kerr (1997), esta percentagem é mais elevada. Eles apresentam uma percentagem média de administradores não executivos de 60,4%. No estudo de Li (1994), cerca de 58% dos administradores dos Conselhos são não executivos. Conyon e Peck (1998) notam que as empresas da amostra tinham números aproximadamente iguais de administradores executivos e não executivos.

Alargando a nossa análise, nós concluímos que os membros do Conselho de Administração representam 0,68% do total dos empregados registados. No caso específico dos administradores não executivos, este rácio cai para 0,28%.

Gráfico 1: Evolução da percentagem de administradores não executivos nos Conselhos de Administração (2006-2009)

Este gráfico apresenta a percentagem de administradores não executivos nos Conselhos de Administração das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* para cada um dos anos do período 2006-2009.



Embora, teoricamente, as empresas cotadas se caracterizem por ter uma estrutura accionista dispersa, no caso português, o capital accionista está significativamente concentrado. Efectivamente, todas as empresas apresentam uma grande concentração da estrutura de propriedade.

Considerando apenas os dois maiores accionistas, estes detêm directa e indirectamente³⁷, em média, 57,47% do capital da amostra. Este valor é bastante influenciado pelas empresas Estoril Sol, Fisipe e Media Capital, todas com uma percentagem média superior a 90%, não existindo nenhuma empresa onde, em conjunto,

eles possuam, em média, menos de 15 pontos percentuais das acções. Entre as empresas que integram o PSI20, a percentagem de capital detido por estes accionistas é, em média, menor (51,36%) do que nas restantes empresas (63,58%). Curiosamente a variação nos dois casos é a mesma (6,11%), embora no sentido oposto.

Em alternativa, se analisarmos as acções detidas pelos quatro maiores accionistas verificamos que a percentagem por estes detida, em média, sobe para 67,59%, sendo que 61,05% corresponde às empresas pertencentes ao PSI20 e 74,13% às restantes. Neste caso, em média, não existe nenhum valor registado abaixo dos 26% e, mais uma vez, a concentração de propriedade é maior nas empresas que não constituem o principal índice português.

Através do Gráfico A.1, constatamos ainda que, em média, nestes quatro anos a concentração accionista das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* acentuou-se ligeiramente.

Tabela 2: Estrutura accionista das empresas (média 2006-2009)

Esta tabela apresenta a percentagem de acções detidas pelos dois e pelos quatro maiores accionistas (C₂ e C₄) das empresas da amostra, fazendo a distinção entre as empresas que pertencem ao PSI20 e as restantes para a média do período 2006-2009.

	2006-2009	PSI20	Não PSI20
C₂	57,47%	51,36%	63,58%
C₄	67,59%	61,05%	74,13%

A dimensão média das empresas incluídas neste estudo pode ser expressa em termos de Capitalização de mercado, Activo, Vendas, Resultado Operacional (RO), Resultado Líquido (RL) e número de trabalhadores. Nós consideramos relevante apresentar a análise destas variáveis, separando o sector financeiro do sector não

³⁷ Um investidor detém, de forma indirecta, uma determinada quantidade de acções quando estas lhe são

financeiro. Deste modo, em média, uma empresa que presta serviços financeiros tem uma capitalização de mercado de 3.413.555 mil euros que varia entre os 366.750 mil euros e os 7.112.476 mil euros. É no Activo financeiro onde existe uma maior amplitude entre os valores mínimos e máximos – enquanto a empresa Finibanco tem, em média, neste período de amostragem, um Activo mínimo de 2.845.418 mil euros, o BCP tem um Activo máximo de 89.296.441 mil euros. Isto significa que a dimensão das empresas analisadas varia significativamente. No que respeita ao sector não financeiro, as empresas que lhe estão associadas têm, individualmente, uma capitalização média de mercado de 1.496.742 mil euros, 2,28 vezes inferior às empresas financeiras.

A capitalização de mercado total das 40 empresas e, conseqüentemente, do mercado da *Euronext Lisbon* é, em média, de 69.453.746 mil euros. Em conjunto, estas empresas empregam 249.709 trabalhadores. Todos estes valores podem ser observados nas Tabelas 3 e 4.

Tabela 3: Estatísticas descritivas da dimensão das empresas do sector financeiro

(média 2006-2009)

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que representam a dimensão das empresas do sector financeiro (Capitalização Mercado, Total do Activo, Produto Bancário, RO, RL e N° trabalhadores) para a média do período 2006-2009, nomeadamente, a média e os valores mínimos e máximos registados. À excepção do número de trabalhadores, estes valores são expressos em milhares de euros.

	Média	Mínimo	Máximo	Total
Capitalização Mercado	3.413.555	366.750	7.112.476	17.067.776
Activo	42.998.582	2.845.418	89.296.441	214.992.912
Produto Bancário	1.252.320	155.279	2.626.362	6.261.602
RO	445.717	2.838	1.245.077	2.228.585
RL	255.268	-1.279	507.505	1.276.339
N° trabalhadores	9.042	1.274	21.208	45.209

imputáveis nos termos do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

Tabela 4: Estatísticas descritivas da dimensão das empresas do sector não financeiro
(média 2006-2009)

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que representam a dimensão das empresas do sector não financeiro (Capitalização Mercado, Total do Activo, Vendas e Prestações Serviços, RO, RL e Nº trabalhadores) para a média do período 2006-2009, nomeadamente, a média e os valores mínimos e máximos registados. À excepção do número de trabalhadores, estes valores são expressos em milhares de euros.

	Média	Mínimo	Máximo	Total
Capitalização Mercado	1.496.742	6.105	11.359.613	52.385.970
Activo	2.905.308	25.457	33.239.882	101.685.783
Vendas e Prest. Serv.	1.676.671	4.018	12.961.745	58.683.491
RO	172.930	-8.584	1.678.232	6.052.567
RL	111.628	-11.158	1.104.158	3.906.969
Nº trabalhadores	6.015	62	45.787	204.500

Das empresas que compõem a amostra, em média, metade integra o principal índice português, 54,38% tem o mesmo indivíduo a ocupar os cargos de CEO e de Presidente do Conselho e a duração de tempo que o CEO ocupa a posição³⁸ é de cerca de 12 anos, o que demonstra a quão elevada é a influência exercida por parte do CEO nestas empresas³⁹.

As empresas foram divididas por 7 sectores de actividade, sendo a Distribuição o sector que obtém a percentagem mais elevada de administradores não executivos no Conselho de Administração (60,83%) e o único que apresenta uma taxa acima dos 50% (tal como descrito na Tabela 5). Na nossa amostra, o sector com maior representação é o das Telecomunicações (Gráfico A.2), abrangendo um quarto das empresas estudadas.

³⁸ Qualquer tipo de cargo de administrador e não apenas o cargo de CEO, pois os dados disponíveis assim o exigem.

³⁹ Conyon e Peck (1998) relatam uma dualidade média de 47%. Bathala e Rao (1995) notam que a duração média de tempo que o CEO ocupou esta posição é de 10,5 anos.

Tabela 5: Distribuição dos administradores não executivos por sector de actividade

(média 2006-2009)

Esta tabela apresenta a percentagem de administradores não executivos que está presente em cada sector de actividade para a média do período 2006-2009. O número de empresas que actua em cada um dos 7 sectores também é apresentado.

Sector de actividade	Nº empresas	% Não executivos
Distribuição	2	60,83%
Construção	6	40,99%
Telecomunicações	10	47,74%
Indústria	8	37,86%
Serv. Financeiros	5	37,40%
Elect., Gás e Retalho	4	48,14%
Outros Serviços	5	28,76%
Total	40	

As Tabelas 6 e 7 fornecem um panorama geral das práticas de remuneração das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. A remuneração média anual *per capita* dos administradores do Conselho de Administração é de 295,56 mil euros (494,59 mil euros para os executivos e 100,64 mil euros para os não executivos), enquanto os restantes trabalhadores da empresa auferem, em média, 34,41 mil euros anuais *per capita*. Deste modo, os administradores executivos e não executivos ganham 14,38 e 2,92 vezes mais, respectivamente, do que os outros colaboradores. No total, o montante pago aos membros do Conselho de Administração corresponde a 16,26% do Resultado Líquido da empresa.

Como era de se esperar as grandes empresas bem como as empresas que pertencem ao PSI20 são as que melhor remuneram os seus administradores mas esta diferença torna-se ainda maior se considerarmos apenas os administradores executivos. Em média, um administrador de uma grande empresa recebe 512,6 mil euros (981,1 mil

euros no caso dos executivos) enquanto numa pequena empresa esse administrador receberia 152,64 mil euros (216,51 mil euros no caso referido).

No período em análise, a componente fixa, em média, representa 69,43% da remuneração total dos administradores, ao passo que a componente variável soma 30,57%. Denota-se, também, através da Tabela 7, que a componente fixa da remuneração tem uma maior expressão nas empresas que não aderiram ao PSI20 (83,93%) e nas empresas de menor dimensão (90,99%).

Tabela 6: Remuneração anual *per capita* dos administradores (média 2006-2009)

Esta tabela apresenta os montantes pagos anualmente, em média, aos administradores executivos e não executivos em termos *per capita*, fazendo a distinção entre as empresas que integram o PSI20 e as restantes e tendo em conta a sua dimensão. As empresas da amostra foram divididas em três categorias de dimensão de acordo com a mediana da sua capitalização de mercado, à semelhança de Fernandes (2008). Deste modo, “Grande” são 20% das maiores empresas, “Pequena” são 20% das empresas mais pequenas e “Média” são as restantes empresas. Os valores aqui presentes são valores médios para o período 2006-2009 e expressos em milhares de euros.

	PSI20	Não PSI20	Total	Grande	Média	Pequena
Executivos	715,21	273,96	494,59	981,10	425,11	216,51
Não executivos	144,58	54,25	100,64	102,05	122,58	14,63
Total	410,06	181,06	295,56	512,60	270,85	152,64

Tabela 7: Componentes da remuneração dos administradores (média 2006-2009)

Esta tabela apresenta o peso que cada componente (fixa e variável) tem sobre a remuneração total dos administradores do Conselho de Administração, fazendo a distinção entre as empresas que integram o PSI20 e as restantes e tendo em conta a sua dimensão. As empresas da amostra foram divididas em três categorias de dimensão de acordo com a mediana da sua capitalização de mercado, à semelhança de Fernandes (2008). Deste modo, “Grande” são 20% das maiores empresas, “Pequena” são 20% das empresas mais pequenas e “Média” são as restantes empresas. Os valores aqui presentes são valores médios para o período 2006-2009.

	PSI20	Não PSI20	Total	Grande	Média	Pequena
Fixa	54,93%	83,93%	69,43%	53,43%	67,41%	90,99%
Variável	45,07%	16,07%	30,57%	46,56%	32,59%	9,01%

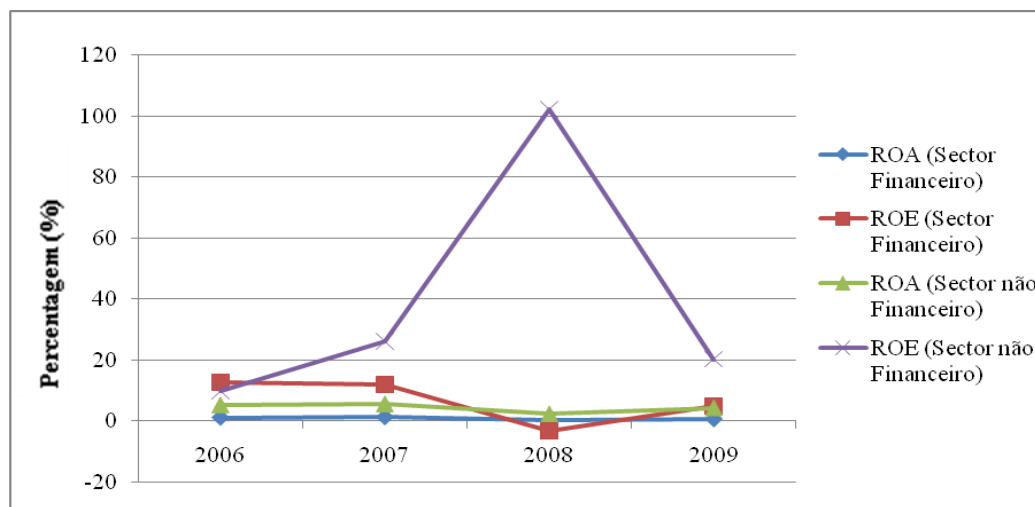
Em termos *per capita*, a empresa que, em média, melhor remunera os seus administradores é o Banco Comercial Português (843,77 mil euros) mas se realizarmos esta análise de acordo com o tipo de administrador verificamos que são os executivos da Portugal Telecom e os não executivos da Portucel que recebem as melhores recompensas (1.727,57 mil euros e 539,94 mil euros, respectivamente). No extremo oposto, encontramos a Compta com valores 12,75 vezes inferiores aos da primeira empresa referida. Os montantes totais pagos por cada empresa podem ser observados no Gráfico A.3.

No que concerne ao desempenho, as empresas do sector financeiro apresentam, ao longo destes anos, um ROA⁴⁰ médio de 0,01 e um ROE⁴¹ médio de 0,07, enquanto as empresas consideradas não financeiras têm, em média, um ROA de 0,04 e um ROE de 0,4. Verifica-se que 2008 foi um ano excepcional com uma subida acentuada da Rendibilidade média dos Capitais Próprios das empresas não financeiras (Gráfico 2). A Lisgráfica foi a empresa que mais contribuiu para esta situação, talvez devido à fusão de que foi alvo. Naturalmente, o maior ROE registado pertenceu à Lisgráfica, em 2008, enquanto o maior ROA correspondeu à Novabase, no ano de 2007. Deste modo, as empresas analisadas mostram, em média, um desempenho (ROA e ROE) positivo.

⁴⁰ Definido como $ROA = RO / Activo$.

Gráfico 2: Evolução do desempenho empresarial (2006-2009)

Este gráfico apresenta o desempenho das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* para cada um dos anos do período 2006-2009, tendo em conta a separação entre o sector financeiro e o não financeiro. O desempenho é representado pela Rendibilidade do Activo e pela Rendibilidade do Capital Próprio das empresas.



Em suma, através da análise descritiva da amostra nós podemos concluir que as empresas que estão cotadas na *Euronext Lisbon* caracterizam-se por uma ligeira predominância de administradores executivos nos Conselhos de Administração, têm uma estrutura accionista significativamente concentrada e uma capitalização de mercado média de 1.736.344 mil euros. Em mais de metade dos casos o CEO é também o Presidente do Conselho de Administração e mantêm-se no poder durante longos períodos de tempo. O sector das Telecomunicações é o que arrecada maior número de empresas mas são as empresas do sector da Distribuição que possuem a percentagem mais elevada de administradores não executivos.

A nível remuneratório verificamos que há uma maior expressão da componente fixa e à medida que a dimensão das empresas aumenta, os salários assumem o mesmo comportamento. De um ponto de vista geral, o desempenho das empresas revela-se positivo.

⁴¹ Em que $ROE = RL / CP$.

A Tabela A.2 dos anexos resume as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste estudo.

4.2 Definição do modelo

4.2.1 Dados de Painel

Tendo em conta as características do estudo⁴² considerou-se necessário e enriquecedor recorrer a um tipo específico de metodologia – metodologia econométrica com Dados de Painel (DP). Os conjuntos de DP (ou dados longitudinais) caracterizam-se por terem tanto a dimensão de uma série transversal como de uma série temporal e têm sido cada vez mais utilizados em pesquisas empíricas (Wooldridge, 2009). Os dados com este aspecto, por exemplo, “são muito úteis para a análise política, especialmente na avaliação de programas” na medida em que podem esclarecer questões políticas importantes (Wooldridge, 2009:462).

Para recolher este tipo de dados os investigadores têm de seguir⁴³ as mesmas unidades transversais ao longo do tempo, podendo tratar-se, nomeadamente, de indivíduos, famílias, empresas, cidades ou países. Ou seja, primeiro, é recolhido um conjunto de DP através da selecção aleatória de unidades de um universo num determinado momento no tempo. Depois, estas mesmas unidades são novamente analisadas em vários períodos de tempo posteriores. Com este procedimento de estimação, e no nosso caso em particular, nós conseguimos obter dados sobre uma determinada realidade para o mesmo grupo de empresas em diferentes anos.

⁴² Pretendemos analisar diferentes variáveis sobre 40 empresas durante 4 períodos de tempo.

⁴³ Ou, pelo menos, tentar segui-las porque, por vezes, os conjuntos de DP são difíceis de recolher. Por exemplo, quando estamos a recolher dados sobre empresas, muitas vezes, numa segunda pesquisa, deparamo-nos com empresas que entretanto foram à falência ou que se fundiram com outras empresas.

Segundo Wooldridge (2009:461) para uma correcta utilização dos dados de painel num estudo econométrico, estes devem estar organizados “de modo que os períodos de tempo diferentes (T) para a mesma unidade transversal (N) sejam facilmente ligados”. Uma vez que os nossos dados dizem respeito a 40 empresas e são relativos a quatro anos, nós organizamo-los de forma a ter quatro registos, dispostos por ordem cronológica, para cada empresa, um para cada ano.

O número máximo de observações neste estudo é, portanto, $NT = 40 * 4 = 160$. No entanto, como nós temos anos em falta para algumas empresas da amostra, o nosso conjunto de dados é composto por um painel desequilibrado (*unbalanced panel data*). Normalmente, os conjuntos de DP têm um N grande e um T pequeno, mas, neste trabalho, como podemos ver, o N é relativamente pequeno, embora englobe todo o universo em análise.

4.2.2 Modelo

Como forma de avaliar a influência de um conjunto de variáveis sobre a representação dos administradores não executivos nos Conselhos de Administração das empresas cotadas, nós propomos o seguinte modelo teórico:

$$\begin{aligned}
 \% \text{ Não executivos }_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão empresa }_{i,t} \\
 & + \beta_2 \text{ Estrutura accionista }_{i,t} + \beta_3 \text{ Dualidade CEO }_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{ Adesão PSI20 }_{i,t} + \beta_5 \text{ Distribuição }_{i,t} + \beta_6 \text{ Construção }_{i,t} \\
 & + \beta_7 \text{ Telecom }_{i,t} + \beta_8 \text{ Indústria }_{i,t} + \beta_9 \text{ ServFianc }_{i,t} + \beta_{10} \text{ ElectGseRe }_{i,t} \\
 & + \beta_{11} \text{ Cargos adicionais }_{i,t} + \beta_{12} \text{ Duração cargo }_{i,t} + \\
 & + \beta_{13} \text{ Dimensão Conselho }_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad t = 2006, \dots, 2009 \quad (4.1)
 \end{aligned}$$

onde $\% \text{ Não executivos }_{i,t}$ é a variável dependente e representa a percentagem de administradores não executivos utilizada pela empresa i no ano t . As restantes variáveis são variáveis independentes, ou seja, tentam explicar as variações registadas na composição do Conselho.

Na sequência da literatura, a dimensão da empresa será controlada pelo número de empregados, total do activo, vendas e prestações de serviços (ou produto bancário)⁴⁴ e capitalização de mercado. A *Estrutura accionista* diz respeito à percentagem do número total de acções detidas pelos dois ou pelos quatro maiores accionistas da empresa⁴⁵. As variáveis *Dualidade CEO* e *Adesão PSI20* são duas variáveis *dummies*. No primeiro caso, a variável assume o valor “1” se o CEO é também Presidente do Conselho de Administração e “0”, se tal não se verifica. No segundo caso, a variável é igual a “1” se a empresa pertence ao principal índice português (PSI20) e “0”, caso contrário. Para avaliar a influência do sector de actividade na composição do Conselho nós utilizamos seis variáveis *dummies* – *Distribuição*, *Construção*, *Telecom* (Telecomunicações), *Indústria*, *ServFinanc* (Serviços Financeiros) e *ElectGseRe* (Electricidade, Gás e Retalho), cada uma a representar o sector onde a empresa exerce a sua actividade. *Cargos adicionais* refere-se ao número de cargos de administrador não executivo que este ocupa noutras empresas, o tempo que o CEO detém esta posição na empresa é representado pela variável *Duração cargo* e a *Dimensão Conselho* é o número de administradores no Conselho. Relativamente aos parâmetros, β_0 é uma constante e $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{13}$ são os coeficientes associados às respectivas variáveis explicativas. ε_{it} é o erro

⁴⁴ No caso do sector financeiro.

⁴⁵ O mais usual é utilizar a soma da percentagem das acções detidas pelos 4 maiores accionistas (C_4) mas, uma vez que a estrutura accionista das empresas portuguesas cotadas é bastante concentrada (conforme já referido na análise da amostra) considerou-se interessante recorrer também à informação sobre os 2 maiores accionistas (C_2).

ou resíduo do modelo e representa os factores não observados que mudam ao longo do tempo e afectam a variável dependente (Wooldridge, 2009).

No entanto, uma vez que não foi possível recolher informação sobre os cargos adicionais exercidos pelos não executivos, o modelo que efectivamente vamos testar é o seguinte:

$$\begin{aligned}
 \% \text{ Não executivos}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão empresa}_{i,t} \\
 & + \beta_2 \text{ Estrutura accionista}_{i,t} + \beta_3 \text{ Dualidade CEO}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{ Adesão PSI20}_{i,t} + \beta_5 \text{ Distribuição}_{i,t} + \beta_6 \text{ Construção}_{i,t} \\
 & + \beta_7 \text{ Telecom}_{i,t} + \beta_8 \text{ Indústria}_{i,t} + \beta_9 \text{ ServFianc}_{i,t} + \beta_{10} \text{ ElectGseRe}_{i,t} \\
 & + \beta_{11} \text{ Duração cargo}_{i,t} + \beta_{12} \text{ Dimensão Conselho}_{i,t} \\
 & + \varepsilon_{i,t}, \quad t = 2006, \dots, 2009 \quad (4.2)
 \end{aligned}$$

Adicionalmente analisamos o impacto que a percentagem de administradores não executivos tem sobre as seguintes variáveis: remuneração total dos administradores, remuneração dos executivos e desempenho da empresa. Para o efeito, estimamos os seguintes modelos, respectivamente:

$$\begin{aligned}
 \text{Remuneração total}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \% \text{ Não executivos}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \\
 & t = 2006, \dots, 2009 \quad (4.3)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Remuneração executivos}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \% \text{ Não executivos}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \\
 & t = 2006, \dots, 2009 \quad (4.4)
 \end{aligned}$$

$$\text{Desempenho empresa}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \% \text{ Não executivos}_{it} + \varepsilon_{it},$$
$$t = 2006, \dots, 2009 \quad (4.5)$$

Nós definimos a remuneração total dos administradores num determinado ano, como a soma dos seus salários (parte fixa) e de uma componente variável. O desempenho da empresa é representado pela rendibilidade do activo e pela rendibilidade do capital próprio. Mais uma vez, β_0 é uma constante e β_1 é o coeficiente associado à variável $\% \text{ Não executivos}_{it}$. ε_{it} é o erro ou resíduo do modelo.

Este estudo desenvolveu-se a partir da utilização de cinco variáveis dependentes e de um conjunto de variáveis independentes, tal como descritas na tabela seguinte.

Tabela 8: Resumo das variáveis utilizadas no estudo

Esta tabela apresenta a descrição de cada uma das variáveis utilizadas neste estudo bem como a sua mensuração e algumas referências bibliográficas.

Variáveis		Medida	Outros estudos que utilizam estas variáveis
Variáveis dependentes	% Não executivos	Percentagem de administradores não executivos	$\% \text{Não executivos} = \frac{\text{Não executivos}}{\text{Dimensão Conselho}}$ Li (1994), Bathala e Rao (1995), O'Sullivan (2000), Fernandes (2008)
	Remuneração total	Remuneração dos administradores	Remuneração total fixa + Remuneração total variável Fernandes (2008)
	Remuneração executivos	Remuneração dos administradores executivos	Remuneração fixa dos executivos + Remuneração variável dos executivos Kren e Kerr (1997), Conyon e Peck (1998), Fernandes (2008)
	ROA	Rendibilidade do Activo	Resultado Operacional / Activo Kren e Kerr (1997), Fernandes (2008)
	ROE	Rendibilidade do Capital Próprio	Resultado Líquido / Capital Próprio Boyd (1994), Fernandes (2008)
Variáveis independentes	Dimensão empresa	Dimensão da empresa	Nemp; TotalActivo; VPSProdbancario; CapMercado Kren e Kerr (1997), O'Sullivan (2000)
	Estrutura accionista	Concentração da propriedade	C2 – acções detidas pelos 2 maiores accionistas; C4 – acções detidas pelos 4 maiores accionistas Li (1994)
	Dualidade CEO	Dualidade do CEO	1 - se o CEO é também Presidente do Conselho 0 - se estes cargos são ocupados por pessoas diferentes Boyd (1994), Li (1994), Conyon e Peck (1998), O'Sullivan (2000)
	Adesão PSI20	Pertença ao PSI20	1 - se a empresa é uma das empresas que constituem o PSI20 0 - se a empresa não pertence ao PSI20 O'Sullivan (2000)
	Sector actividade	Sector de actividade	Distribuição; Construção; Telecom; Indústria; SerFinac; ElectGseRe Bathala e Rao (1995)
	Duração cargo	Duração do cargo de CEO	Número de anos que o CEO ocupa este cargo Bathala e Rao (1995)
	Dimensão Conselho	Número de membros do Conselho	Número de membros do Conselho Li (1994), Fernandes (2008)

4.3 Estimação e análise dos resultados

Com recurso ao programa *Stata*, estimou-se o modelo (4.2) com o intuito de identificar as variáveis que explicam o nível de representação dos administradores não executivos no Conselho de Administração. O modelo foi estimado segundo dois métodos: *Random Effects* (RE) e *Fixed Effects* (FE), que, como é sabido, se baseiam em diferentes pressupostos, nomeadamente relativamente ao comportamento dos resíduos.

Note-se que:

- a. Por um lado, dificuldades estatísticas associadas às características da amostra não permitiram obter resultados do teste de Hausman (o que permitiria de forma estatisticamente mais fundamentada escolher o método mais adequado)
- b. Mas por outro, analisando os resultados, em ambos os métodos, o modelo apresenta uma boa aderência global (*p-value* dos testes Wald e F, respectivamente, igual a 0), a significância estatística das variáveis é sensivelmente a mesma, o sentido dos coeficientes não se altera e a diferença no valor das estimativas desses coeficientes é mínima.

Assim sendo, e dadas as características do nosso modelo teórico (com um elevado número de variáveis binárias que não sofrem alterações ao longo dos quatro anos, pelo que não seriam estimáveis pelo método dos efeitos fixos), optou-se por, embora apresentando os resultados das estimativas pelos dois métodos, analisar apenas os resultados dos *random effects*. Este é mesmo, segundo Wooldridge (2009), uma vantagem dos efeitos aleatórios sobre os efeitos fixos - o facto de o método dos efeitos aleatórios permitir estimar parâmetros associados a variáveis explicativas que sejam constantes ao longo do tempo.

Nós estimamos (4.2) separadamente para as diferentes variáveis representativas da dimensão e da estrutura accionista da empresa. Para cada variável representante da dimensão da empresa (*nemp*, *totalactivo*, *vpsprodbancario* e *capmercado*) os resultados são apresentados da seguinte forma: a primeira e a segunda coluna utilizam as acções detidas pelos dois maiores accionistas (C_2), sendo que na primeira coluna, o modelo é estimado através dos efeitos aleatórios e na segunda através dos efeitos fixos. A terceira e a quarta coluna usam as acções detidas pelos quatro maiores accionistas (C_4) e apresentam, uma vez mais, as estimativas de acordo com estes dois métodos, respectivamente. Mas, como acima mencionado, nós iremos analisar apenas os resultados alcançados através do método dos efeitos aleatórios, pelo que a nossa atenção irá incidir sobre a primeira e terceira coluna de cada modelo.

A hipótese 1 prevê que a dimensão da empresa está positivamente associada à percentagem de não executivos no Conselho. Nós não encontramos suporte para esta hipótese. À semelhança de outros autores (por exemplo, Bathala e Rao, 1995; Kren e Kerr, 1997), nós verificamos que a dimensão da empresa não está estatisticamente relacionada com a percentagem de não executivos, embora haja uma relação negativa marginalmente significativa (ao nível de 10%) quando o modelo inclui o número de trabalhadores para a representar. De qualquer forma, neste caso, o coeficiente é negativo⁴⁶ (Tabela A.3), indicando que as grandes empresas estão menos propensas a admitir administradores não executivos para os seus Conselhos. A falta de significância poderá significar que, actualmente, estas empresas estão a optar por dar maior ênfase a outros mecanismos de governo, tal como a posse de acções por parte da gestão. Por exemplo, Jensen e Meckling (1976) argumentam que quando a gestão detém acções da

⁴⁶ Qualquer que seja a variável representativa da concentração de propriedade (C_2 ou C_4).

empresa, os interesses dos gestores e dos accionistas tornam-se mais alinhados, não havendo necessidade de recrutar mais administradores não executivos.

Ao contrário do que foi observado em pesquisas anteriores, os nossos resultados mostram que, em qualquer dos modelos apresentados, nem a variável C_2 nem a C_4 são significativas, indicando que a estrutura de propriedade não tem qualquer influência sobre a composição do Conselho. Isto parece inconsistente com a noção de que a concentração de propriedade é um mecanismo de controlo substituto dos administradores não executivos, uma vez que os grandes accionistas têm uma capacidade de controlo que os pequenos accionistas não têm quando a propriedade se encontra dispersa. Portanto, o esperado seria que as variáveis C_2 e C_4 estivessem associadas a uma diminuição do rácio de administradores não executivos.

A dualidade do CEO surge na literatura como um indicador do elevado poder desfrutado pelo CEO em relação aos outros membros do Conselho (Boyd, 1994; Finkelstein e Hambrick, 1996). Diversos autores têm chamado a atenção para esta questão. Uma vez que o CEO é capaz de influenciar o processo de nomeação e selecção dos administradores (Rhoades, 2001), nós esperávamos a dualidade do CEO afectasse negativamente este papel de controlo. Os resultados confirmam a nossa expectativa. Na nossa amostra, em média, uma empresa onde o CEO e o Presidente são a mesma pessoa tem menos administradores não executivos do que uma empresa onde estes cargos são exercidos por pessoas diferentes, mantendo tudo o resto constante. Estas duas variáveis também estão significativamente correlacionadas de forma negativa (Tabela A.11). Isto sugere que o CEO que também é Presidente utiliza a sua influência para impedir a admissão de mais administradores não executivos. Deste modo, a dualidade não favorece os interesses dos accionistas e para um Conselho de Administração ser eficaz é

necessário que a estrutura de liderança seja independente (O'Sullivan, 2000), tal como recomendado pela CMVM.

Existem ainda outras variáveis de controlo que também apresentam efeitos significativos sobre a composição do Conselho. A dimensão do Conselho é um desses casos. Para o nível de significância de 1%, a dimensão do Conselho é estatisticamente significativa, qualquer que seja a variável utilizada para medir a dimensão da empresa e a concentração da estrutura accionista. Quanto mais administradores o Conselho possuir, maior é a percentagem referente aos administradores não executivos, dando suporte à hipótese 8.

A adesão ao PSI20 é outro desses casos. O coeficiente desta variável é significativamente diferente de zero. Contudo, este tem um sinal negativo, indicando que as empresas que pertencem ao principal índice português têm menos administradores não executivos no *board* do que as restantes. Este resultado não permite aceitar a hipótese delineada anteriormente, pois seria de esperar que devido à sua maior visibilidade e prestígio, estas empresas fossem pressionadas a aumentar o acompanhamento realizado pelos administradores não executivos.

Houve também uma relação significativa entre a proporção de não executivos e os sectores da distribuição e dos serviços financeiros quando o número de empregados ou as vendas e prestações de serviços⁴⁷ são utilizados para caracterizar a dimensão da empresa. Contudo, estas relações têm o sentido inverso, ou seja, se uma empresa exerce a sua actividade no sector da distribuição esta percentagem, em média, aumenta. Todavia, se a nossa atenção recair sobre o sector financeiro, o impacto é negativo⁴⁸.

⁴⁷ Ou o produto bancário, no caso do sector financeiro.

⁴⁸ Relativamente ao sector financeiro, isto não se aplica quando o modelo utiliza as variáveis *nemp* e *C₄* para mensurar a dimensão e a estrutura accionista da empresa. Nessa situação, a variável em causa não é estatisticamente significativa.

Todas as outras variáveis não desempenham qualquer papel significativo na definição da proporção de membros não executivos nos Conselhos de Administração.

Analisando globalmente os resultados, podemos concluir que, de entre as variáveis dimensionais somente o número de empregados é estatisticamente significativo e a um nível de 10%. Independentemente da variável que representa a dimensão da empresa, constatamos que a estrutura accionista, bem como os sectores da construção, telecomunicações e indústria não são explicativos da percentagem de administradores não executivos, pelo que podem ser retirados do modelo. Já no que diz respeito à dualidade do CEO, dimensão do Conselho e adesão ao PSI20, estas são variáveis que permanecem sempre significativas⁴⁹. Qualquer que seja o modelo analisado, o único sector de actividade com coeficiente negativo é o dos serviços financeiros. Isto significa que somente as empresas que actuam neste sector vêem a percentagem dos seus administradores não executivos diminuir. O modelo que melhor explica a variação ocorrida na percentagem de não executivos é o que utiliza o total do activo para identificar a dimensão da empresa e a percentagem de acções detidas pelos dois maiores accionistas para simbolizar a estrutura accionista da empresa, com um R^2 de 53,17%.

A nossa análise também testou se a percentagem de não executivos é determinante para a remuneração dos administradores em geral e dos executivos em particular. Os resultados da estimação de (4.3) e (4.4) estão disponíveis nas Tabelas A.7 e A.8. Também aqui são apresentados os resultados da estimação realizada através do método dos efeitos aleatórios e do método dos efeitos fixos, contudo, por uma questão de coerência, só são analisados os resultados do primeiro método.

⁴⁹ As duas primeiras variáveis ao nível de significância de 1% e a última a 10%.

Estes outputs indicam que a percentagem de administradores não executivos tem uma relação significativa⁵⁰ e positiva tanto com a remuneração total dos administradores como com a dos executivos. Apuramos, também, que se houver uma variação de 1%, no sentido ascendente, na presença de não executivos no Conselho de Administração, a remuneração total dos administradores aumenta 35.962,5 euros. Se considerarmos apenas a remuneração dos administradores executivos, a Tabela A.8 mostra-nos que a mesma variação na percentagem de não executivos provoca um aumento de 27.558,8 euros na remuneração dos seus colegas executivos. Isto é consistente com estudos anteriores sobre a remuneração dos administradores (por exemplo, Cosh e Hughes, 1997; Core *et al.*, 1999; Cohen e Lauterbach, 2008; Fernandes, 2008). Contudo, estes resultados não corroboram a hipótese descrita anteriormente. Existe, assim, evidência estatística de que os não executivos não estão a cumprir adequadamente o seu papel de controlo. Acerca disto, Boyd (1994) nota que os altos níveis de remuneração comprometem a eficácia dos administradores, destruindo a sua eficácia. Estes modelos têm um poder explicativo de 5,07% e 2,65%, respectivamente.

Para estudar o impacto da percentagem de administradores não executivos no desempenho da empresa foi estimada (4.5)⁵¹. A partir das Tabelas A.9 e A.10 constatamos que a percentagem de não executivos explica a variação ocorrida no desempenho da empresa, aos níveis habituais de significância⁵², apenas quando o ROE é utilizado como variável dependente. Contrariando a hipótese 10, estes resultados

⁵⁰ Ao nível de 5%.

⁵¹ Uma vez mais esta estimação foi realizada através do método dos efeitos aleatórios e dos efeitos fixos, apesar de interpretarmos somente os resultados do primeiro método.

⁵² Leia-se 5%.

indicam que quando esta percentagem aumenta um ponto percentual, o ROE diminui 1,65%. Para além disso, quando a análise incide sobre o ROA existe evidência empírica de que não há qualquer relação entre estas duas variáveis. Se a função destes administradores é controlar e assegurar que as decisões da gestão são consistentes com o aumento do valor para o accionista, o espectável seria que uma maior percentagem de administradores não executivos induzisse um melhor desempenho (Bathala e Rao, 1995). No entanto, não é esse o caso. Em estudos semelhantes ao nosso, Bhagat e Black (2002) e Fernandes (2008) mostram que as empresas com mais administradores não executivos não apresentam um melhor desempenho comparativamente com as outras. Globalmente, o modelo que utiliza a variável ROE explica 2,96% da variação ocorrida no desempenho da empresa.

As Tabelas 9, 10 e 11 resumem os principais resultados da regressão linear múltipla entre as variáveis dependentes da composição do Conselho, remuneração dos administradores e desempenho da empresa e as variáveis independentes relacionadas com as características da empresa.

Tabela 9: Resumo dos resultados (Parte I)

Esta tabela apresenta o resumo das estimativas dos parâmetros do modelo (4.2) obtidas através do método dos efeitos aleatórios, considerando as acções detidas pelos dois maiores accionistas (C_2) para caracterizar a estrutura accionista e cada uma das variáveis representativas da dimensão da empresa (*nemp*, *totalactivo*, *vpsprodbancario* e *capmercado*). Nela consta, ainda, o nível de significância destas estimativas e o sinal previsto para a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes.

		Variável dependente				Sinal esperado
		% Não executivos (Nemp)	% Não executivos (TotalActivo)	% Não executivos (VPSProdba)	% Não executivos (CapMerca)	
Variáveis independentes	Nemp	-0,00000598 (10%)				+
	TotalActivo					+
	VPSProdbancario					+
	CapMercado					+
	C_2					-
	Dualidade CEO	-0,1262364 (1%)	-0,1103619 (1%)	-0,1104789 (1%)	-0,1074689 (1%)	-
	Adesão PSI20	-0,1490033 (10%)	-0,1439245 (10%)	-0,1489439 (10%)	-0,1678844 (5%)	+
	Distribuição	0,4642687 (5%)		0,3173085 (10%)		+/-
	Construção					+/-
	Telecom					+/-
	Indústria					+/-
	ServFinanc	-0,2308492 (10%)		-0,2318792 (10%)		+/-
	ElectGseRe					+/-
	Duração cargo					-
	Dimensão Conselho	0,0380898 (1%)	0,0364062 (1%)	0,0367466 (1%)	0,0360612 (1%)	+

Tabela 10: Resumo dos resultados (Parte II)

Esta tabela apresenta o resumo das estimativas dos parâmetros do modelo (4.2) obtidas através do método dos efeitos aleatórios, considerando as acções detidas pelos quatro maiores accionistas (C₄) para caracterizar a estrutura accionista e cada uma das variáveis representativas da dimensão da empresa (*nemp*, *totalactivo*, *vpsprodbancario* e *capmercado*). Nela consta, ainda, o nível de significância destas estimativas e o sinal previsto para a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes.

		Variável dependente				Sinal esperado
		% Não executivos (Nemp)	% Não executivos (TotalActivo)	% Não executivos (VPSProdba)	% Não executivos (CapMerca)	
Variáveis independentes	Nemp	-0,00000591 (10%)				+
	TotalActivo					+
	VPSProdBancario					+
	CapMercado					+
	C4					-
	Dualidade CEO	-0,1244297 (1%)	-0,1080324 (1%)	-0,1080529 (1%)	-0,105117 (1%)	-
	Adesão PSI20	-0,1459646 (10%)	-0,1408155 (10%)	-0,1446243 (10%)	-0,1631885 (10%)	+
	Distribuição	0,4639632 (5%)		0,3176568 (10%)		+/-
	Construção					+/-
	Telecom					+/-
	Indústria					+/-
	ServFinanc			-0,2245432 (10%)		+/-
	ElectGseRe					+/-
	Duração cargo					-
	Dimensão Conselho	0,0381864 (1%)	0,0364947 (1%)	0,0367783 (1%)	0,0360416 (1%)	+

Tabela 11: Resumo dos resultados (Parte III)

Esta tabela apresenta o resumo das estimativas dos parâmetros dos modelos (4.3), (4.4) e (4.5) obtidas através do método dos efeitos aleatórios. Nela consta, ainda, o nível de significância destas estimativas e o sinal previsto para a relação entre as variáveis dependentes e a variável independente. No último modelo, o desempenho da empresa é caracterizado pela Rendibilidade do Activo e pela Rendibilidade do Capital Próprio.

		Variáveis dependentes				Sinal esperado
		Remuneração total	Remuneração executivos	ROA	ROE	
Variável independente	% Não executivos	3596,252 (1%)	2755,88 (5%)			-
	% Não executivos				-1,653406 (5%)	+

CAPÍTULO V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA

5.1 Conclusões

Este trabalho procurou estudar toda a envolvente dos administradores não executivos das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Em primeiro lugar, nós fornecemos uma análise dos determinantes da composição do Conselho de Administração com base em técnicas econométricas com dados de painel. Em segundo lugar, oferecemos evidências sobre o papel desempenhado por estes administradores na mediação dos interesses entre accionistas e gestores.

Os principais resultados obtidos revelam que a dimensão da empresa tem influência no grau de representação de administradores não executivos somente quando esta é representada pelo número de trabalhadores. O facto desta influência marginal ser negativa contraria as nossas expectativas iniciais.

No caso da estrutura accionista, verificamos que esta é uma variável sem significância estatística, o que sugere que a concentração de propriedade não tem qualquer impacto no rácio de membros não executivos com assento no Conselho de Administração. Isto acontece em todos os modelos estimados.

Em terceiro lugar, encontramos evidência empírica acerca do efeito negativo da dualidade do CEO sobre a composição do Conselho. Este resultado corrobora a noção de que para um maior controlo da gestão, as empresas devem adoptar a recomendação da CMVM que aconselha que a função de CEO e a de Presidente do Conselho de Administração sejam exercidas por pessoas distintas.

Relativamente a outra das hipóteses de investigação, encontramos fortes indícios da existência de uma relação significativa entre a adesão ao PSI20 e a percentagem de não executivos, embora no sentido oposto à hipótese formulada, sugerindo que as empresas que constituem o principal índice português apresentam, em média, menos administradores não executivos.

À semelhança das duas variáveis anteriores, a dimensão do Conselho apresenta significância estatística em todas as regressões realizadas. Neste caso, o coeficiente tem sinal positivo o que significa que, quando o Conselho é constituído por um maior número de administradores, a proporção que corresponde aos não executivos aumenta.

Por último, das restantes variáveis introduzidas no modelo, somente os sectores da distribuição e financeiro têm alguma relevância estatística, mas apenas quando são utilizados o número de empregados e as vendas, prestações de serviços e produto bancário para caracterizar a dimensão da empresa.

O nosso conjunto de dados também permite-nos investigar se o papel de controlo atribuído aos administradores não executivos está realmente a ser cumprido. Contrariamente às expectativas, são os Conselhos de Administração com mais administradores não executivos que apresentam níveis remuneratórios mais elevados quer se considere apenas a remuneração dos executivos quer se estude a remuneração dos administradores em geral. Até a CMVM, reconhecendo o importante papel dos administradores não executivos no alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, recomendou que as comissões de remuneração fossem constituídas por estes administradores, acreditando que eles limitariam os excessos registados nos últimos anos.

Obtivemos, ainda, evidência mista acerca do desempenho da empresa. Se por um lado, aferimos que não existe relação estatística entre a percentagem de não executivos e

o ROA, por outro, constatamos que as empresas com o rácio maior de administradores não executivos obtiveram, em média, um desempenho mais fraco se considerarmos o ROE como variável dependente. Deste modo, rejeita-se, a hipótese formulada anteriormente.

Estes resultados obrigam-nos a repensar alguns pressupostos considerados ao longo do trabalho relativamente à função dos administradores não executivos. A maioria dos investigadores defende que os administradores não executivos protegem os interesses dos accionistas. No entanto, a nossa pesquisa sustenta o trabalho de Fernandes (2008) que confere um papel muito diferente para estes administradores. Em suma, analisando a composição do Conselho de Administração, nós constatamos que os administradores não executivos não maximizam a riqueza do accionista.

Nós esperamos que este trabalho tenha ajudado a compreender mais detalhadamente a composição do Conselho e o processo de governo e de controlo das empresas. Por outro lado, acreditamos que ele estimulará uma maior reflexão e discussão sobre a problemática do *corporate governance*, com a qual as empresas se deparam no seu dia-a-dia.

5.2 Limitações

A nossa análise está sujeita a algumas limitações. Uma limitação deste estudo prende-se com o facto de o número de empresas utilizadas para construir esta base de dados ser reduzido comparativamente com outros trabalhos realizados sobre o governo das sociedades. No entanto, esta é uma limitação apenas fictícia pois a amostra é constituída pelo universo que pretendemos investigar.

Apesar de este trabalho proporcionar uma análise dos factores que influenciam o grau de representação dos não executivos no Conselho de Administração, nós não conseguimos distinguir os administradores não executivos que são verdadeiramente independentes da gestão da empresa. Este é um aspecto importante que não deve ser desvalorizado, pois pode alterar as nossas conclusões acerca do controlo exercido por eles.

Nós também não podemos descartar a possibilidade de que as medidas que utilizámos para mensurar o desempenho da empresa tenham limitações⁵³. Uma nota final de atenção para o facto de existirem algumas variáveis para as quais não foi possível recolher toda a informação necessária, o que afecta a qualidade dos nossos dados.

⁵³ De acordo com Finegold (2007:874) “o ambiente em que as empresas estão a operar e as exigências sobre os Conselhos têm mudado dramaticamente desde 1989, e há uma necessidade de uma correspondente mudança na forma como os efeitos dos Conselhos sobre o desempenho da empresa são medidos”.

5.3 Investigação futura

Embora o nosso modelo sobre a composição do Conselho de Administração tenha originado resultados com uma boa qualidade global, existe um conjunto de variáveis que o poderiam melhorar, tais como a percentagem de acções detidas pelos não executivos, o número de cargos adicionais detidos por cada administrador não executivo, a sua experiência, nível de escolaridade e idade. Também seria interessante utilizar variáveis separadas para representar a posse de grandes blocos de acções por parte dos accionistas institucionais e por parte dos não institucionais, bem como inserir uma variável para a participação accionista da gestão.

Um estudo futuro que inclua variáveis macroeconómicas, tais como a inflação pode fornecer uma melhor análise para a influência da composição dos Conselhos de Administração sobre a política de remuneração praticada e o desempenho da empresa. Era conveniente ter em conta o crescimento significativo que a remuneração teve durante esta última década. Introduzir o efeito do sector de actividade também seria útil para compreender estas duas variáveis. Estudos posteriores poderão investigar o efeito do nível de participação dos administradores não executivos sobre o pagamento da gestão com base no desempenho financeiro.

E, ainda, consideramos que seria vantajoso a realização desta análise para um conjunto mais alargado de empresas, por exemplo, para as 100 maiores empresas portuguesas.

BIBLIOGRAFIA

- Barnhart, S. W., Marr, M. W., Rosenstein, S. (1994), Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence, *Managerial and Decision Economics*, 15 (4), 329-340.
- Barnhart, S. W., Rosenstein, S. (1998), Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis, *The Financial Review*, 33 (4), 1-16.
- Bathala, C.T. e Rao, R. P. (1995), The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective, *Managerial and Decision Economics*, 16 (1), 59-69.
- Baysinger, B., Buttler, H. (1985), Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition, *Journal of Law Economics and Organization*, 1, 101-124.
- Baysinger, B. e Hoskisson, R.E. (1990), The Composition of Board of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy, *Academy of Management Review*, 15 (1), 72-87.
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2009), What Matters in Corporate Governance?, *The Review of Financial Studies*, 22 (2), 783-827.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M. (2003), Executive compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), 71-92.
- Becht, M., Bolton, P., Röell, A. (2002), Corporate Governance and Control, Working Paper N.º 2/2002 ECGI.

- Berle, A. A. e Means, G. C. (1932), *The Modern Corporations and Private Properties*.
New York: McGraw-Hill.
- Bhagat, S., Black, B. (2002), The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporation Law*, 27 (2), 231-273.
- Boyd, B. K. (1994), Board Control and CEO Compensation, *Strategic Management Journal*, 15 (5), 335-344.
- Brickley, J.A. e James, C.M. (1987), The Takeover Market, Corporate Board Composition and Ownership Structure: The Case of Banking, *Journal of Law and Economics*, 30 (1), 161-180.
- Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London: Gee.
- CMVM (2001), Regulamento da CMVM n.º 7/2001 – Governo das Sociedades Cotadas (com as alterações introduzidas e republicado pelo Regulamento da CMVM n.º 11/2003, pelo Regulamento da CMVM n.º 10/2005 e pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2006)
- CMVM (2003), Regulamento da CMVM n.º 11/2003 (Regulamento de alteração ao Regulamento n.º 7/2001 e ao Regulamento n.º 11/2000 – Governo das sociedades cotadas)
- CMVM (2005), Regulamento da CMVM n.º 10/2005 (Altera os Regulamentos da CMVM n.º 7/2001 e n.º 4/2004 relativos ao Governo das Sociedades e a Deveres de Informação)

CMVM (2007), Regulamento da CMVM n.º 1/2007 – Governo das Sociedades Cotadas (Alteração ao Regulamento da CMVM n.º 7/2001)

CMVM (2008), Regulamento da CMVM n.º 5/2008 – Deveres de Informação (Revoga o Regulamento da CMVM n.º 4/2004 e altera os Regulamentos da CMVM n.ºs 7/2001 e 1/2007)

CMVM (2009), Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal

CMVM (2010), Código de Governo das Sociedades da CMVM (Recomendações)

CMVM (2010), Regulamento da CMVM n.º 1/2010 – Governo das Sociedades Cotadas

Código das Sociedades Comerciais (2009) - http://legixpt.legix.pt/docs/CSC-15_Set_2009.pdf - acedido em Janeiro de 2011

Código dos Valores Mobiliários (2010) - http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documents/CodVMVersDownload.pdf - acedido em Maio de 2011

Conyon, M. J. e Murphy, K. (2000), The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom, *Economic Journal*, 110, 640-671.

Conyon, M. J. e Peck, S. I. (1998), Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, *Academy of Management Journal*, 41 (2), 146-57.

Cohen, S. e Lauterbach, B. (2008), Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel, *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 4-15.

- Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Cosh, A.D. e Hughes, A. (1997), Executive remuneration, executive dismissal and institutional shareholdings. *International Journal of Industrial Organization*, 15, 469-493.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. (1993) Board of directors leadership and structure: Control and performance implications, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 17 (3), 65-81.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. (1994), Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure, *Academy of Management Journal*, 37, 1603-1617.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. e Johnson, J. L. (1998), Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, 19 (3), 269-290.
- Demsetz, H. e Lehn, K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Devers, C. E., Cannella Jr., A. A., Reilly, G. P. e Yoder, M. E. (2007), Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments, *Journal of Management*, 33 (6), 1016-1072.

- Dulewicz, V., Herbert, P. (2004), Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies?, *Corporate Governance: An International Review*, 12 (3), 263-280.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Fernandes, N. (2008), EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members, *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 30–44.
- Finegold, D., Benson, G. S. e Hecht, D. (2007), Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms, *Corporate Governance*, 15 (5), 865-878.
- Finkelstein, S., D’Aveni, R. A. (1994), CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command, *Academy of Management Journal*, 37 (5), 1079-1108.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C. (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and their Effects on Organizations*. St. Paul: West Publishing Company.
- Haleblian, J., Finkelstein, S. (1993), Top Management Team Size, CEO Dominance, and Firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion, *Academy of Management Journal*, 36 (4), 844-863.
- Hall, B.J. e Liebman, J.B. (1998), Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691.

- Hambrick, D. C., Finkelstein, S. (1995), The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises, *Strategic Management Journal*, 16, 175–193.
- Heslin, P. A., Donaldson, L. (1999), An Organizational Portfolio Theory of Board Composition, *Corporate Governance*, 7 (1), 81-88.
- Higgs, D. (2003), Review of the role and effectiveness of non-executive directors. London: The Department of Trade and Industry.
- Holderness, C. G. (2009), The Myth of Diffuse Ownership in the United States, *The Review of Financial Studies*, 22 (4), 1377-1408.
- Jensen, M. C. e Meckling W. H. (1976), Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. e Murphy, K. J. (1990), Performance Pay and Top-Management Incentives, *The Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-264.
- Johnson, J. L., Daily, C. M. e Ellstrand A. E. (1996), Boards of Directors: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*, 22, 409–438.
- Kren, L. e Kerr, J. L. (1997), The Effects of Outside Directors and Board Shareholdings on the Relation Between Chief Executive Compensation and Firm Performance, *Accounting and Business Research*, 27 (4), 297-309.

- Li, J., (1994), Ownership Structure and Board Composition: A Multi-Country Test of Agency Theory Predictions, *Managerial and Decision Economics: Aspects of Corporate Governance*, 15 (4), 359-368.
- Long, T., Dulewicz, V. e Gay, K., (2005), The Role of the Non-executive Director: findings of an empirical investigation into the differences between listed and unlisted UK boards, *Corporate Governance*, 13 (5), 667-679.
- Mayers, D., Shivdasani, A. e Smith Jr., C. W. (1997), Board Composition and Corporate Control: Evidence from the Insurance Industry, *The Journal of Business*, 70 (1), 33-62.
- Main, B.G.M. e Johnston, J. (1993), Remuneration Committees and Corporate Governance, *Accounting and Business Research*, 23, 351-362.
- Monks, R. A. G. e Minow, N. (2001), *Corporate Governance*, 2nd edition, Oxford: Blackwell Publishing.
- Nascimento, R. P do (2009), A remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 32, 73-93.
- O'Sullivan, N. (2000), The Determinants of Non-Executive Representation on the Boards of Large UK Companies, *Journal of Management and Governance*, 4, 283-297.
- Pearce, J.H., Zahra, S.A. (1992), Board Composition from a Strategic Contingency Perspective, *Journal of Management Studies*, 29 (4), 411-438.

- Pound, J. (1993), Creating Relationships Between Corporations and Institutional Investors: an Introduction, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (3), 32-34.
- Raheja, C. G. (2005), Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (2), 283-306.
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L. e Sundaramurthy, C. (2001), A Meta-analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: are “two heads better than one”?, *Corporate Governance*, 9 (4), 311-319.
- Santella, P., Paone, G., Drago, C. (2006), How independent are independent directors? The case of Italy, Working paper, University of Naples.
- Shivdasani, A., Yermack, D. (1999), CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis, *Journal of Finance*, 54 (5), 1829-1853.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., Monteiro, M. A. (2006), Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, Instituto Português de Corporate Governance.
- Singh, H., Harianto, F. (1989), Top management tenure, corporate ownership structure and the magnitude of golden parachutes, *Strategic Management Journal*, 10, 143-156.
- Tosi, H. L., Gomez-Mejia, L. R. (1994), CEO compensation monitoring and firm performance, *Academy of Management Journal*, 37, 1002-1016.

- Wagner, J. A., Stimpert, J. L., Fubara, E. I. (1998), Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects, *Journal of Management Studies*, 35 (5), 655-677.
- Walsh, J.P., Seward, J.K. (1990), On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. *Academy of Management Review*, 15 (3), 421-458.
- Weisbach, M. S. (1988), Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Werner, J. R. e Zimmermann, J. (2006), Disclosure of individualized executive compensation figures: An empirical analysis of compliance with the German Corporate Governance Code, *Corporate Ownership & Control*, 4 (1), 106-112.
- Westphal, J. D., Zajac, E.J. (1995) Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection, *Administrative Science Quarterly*, 40, 60-83.
- Wooldridge, J. M. (2009), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 4th Edition. South-Western Cengage Learning.
- Zajac, E.J., Westphal, J.D. (1994), The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in the largest U.S. corporations: When is more not better?, *Strategic Management Journal*, 15, 121-142.

Sítios da Internet

Banco de Portugal www.bportugal.pt

CMVM www.cmvm.pt

ECGI www.ecgi.org

IPCG www.cgov.pt

SSRN www.ssrn.com

Anexos

Tabela A.1: Empresas cotadas na *Euronext Lisbon* – algumas características (média 2006-2009)

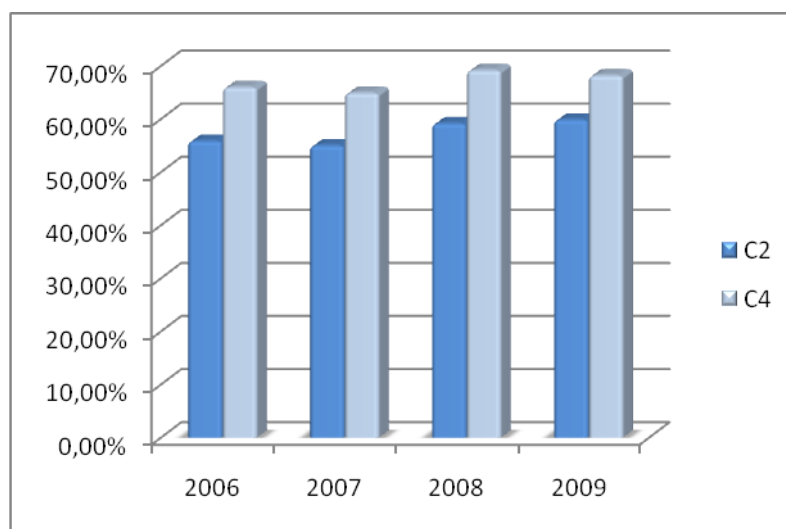
Esta tabela apresenta a definição das empresas que compõem a amostra e uma pequena análise de algumas das suas características individuais, nomeadamente, a sua adesão ao PSI20 e a percentagem de administradores não executivos que estão presentes no Conselho de Administração para a média do período 2006-2009.

Sociedade	PSI20	Administradores não executivos (%)
Altri, SGPS	x	0,00
Banco BPI	x	71,02
Banco Comercial Português	x	13,75
Banco Espírito Santo	x	57,92
Banif, SGPS	x	18,18
Brisa - Auto Estradas de Portugal	x	58,99
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS	x	56,29
Cires - Companhia Industrial Resinas Sintéticas		52,38
Cofina - SGPS		4,17
Compta - Equipamentos e Serviços de Informática		48,75
Corticeira Amorim - SGPS		57,14
EDP - Energias de Portugal	x	29,55
Estoril Sol, SGPS		0,00
Finibanco Holding, SGPS		26,14
Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal		40,00
Galp Energia, SGPS	x	62,34
Glintt - Global Intelligent Technologies, SGPS (Pararede)		45,56
Grupo Media Capital, SGPS		66,02
Grupo Soares da Costa, SGPS		48,26
Ibersol - SGPS		33,33
Imobiliária Construtora Grão-Pará		33,33
Impresa - SGPS		53,75
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão		67,56
Jerónimo Martins - SGPS	x	67,50
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas		0,00
Mota-Engil, SGPS	x	42,49
Novabase, SGPS		40,49
Papelaria Fernandes - Indústria e Comércio		33,33
Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, SGPS	x	40,48
Portugal Telecom, SGPS	x	68,24
Reditus - SGPS		23,81

REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS	x	54,85
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS		45,83
Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS	x	46,15
Sociedade Comercial Orey Antunes		20,00
Sonae - SGPS	x	54,17
Sonae Industria, SGPS	x	54,51
Sonaecom - SGPS	x	58,22
Teixeira Duarte - Engenharia e Construções	x	8,33
ZON Multimedia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS	x	68,44

Gráfico A.1: Evolução da percentagem de acções detidas pelos dois e pelos quatro maiores accionistas das empresas (2006-2009)

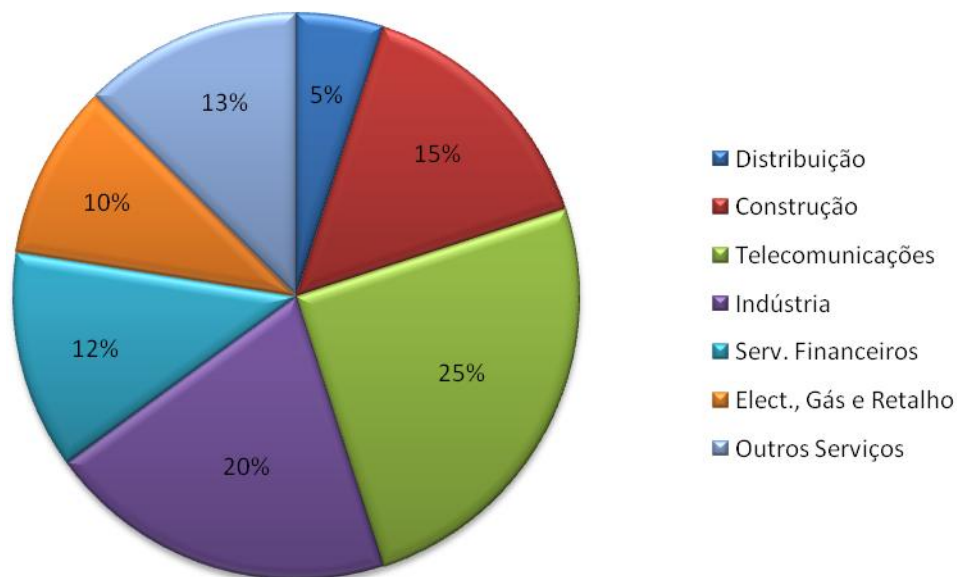
Este gráfico apresenta a percentagem de acções detidas pelos dois e pelos quatro maiores accionistas (C_2 e C_4) das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* para cada um dos anos do período 2006-2009.



Fonte: Elaboração própria

Gráfico A.2: Distribuição das empresas por sector de actividade (média 2006-2009)

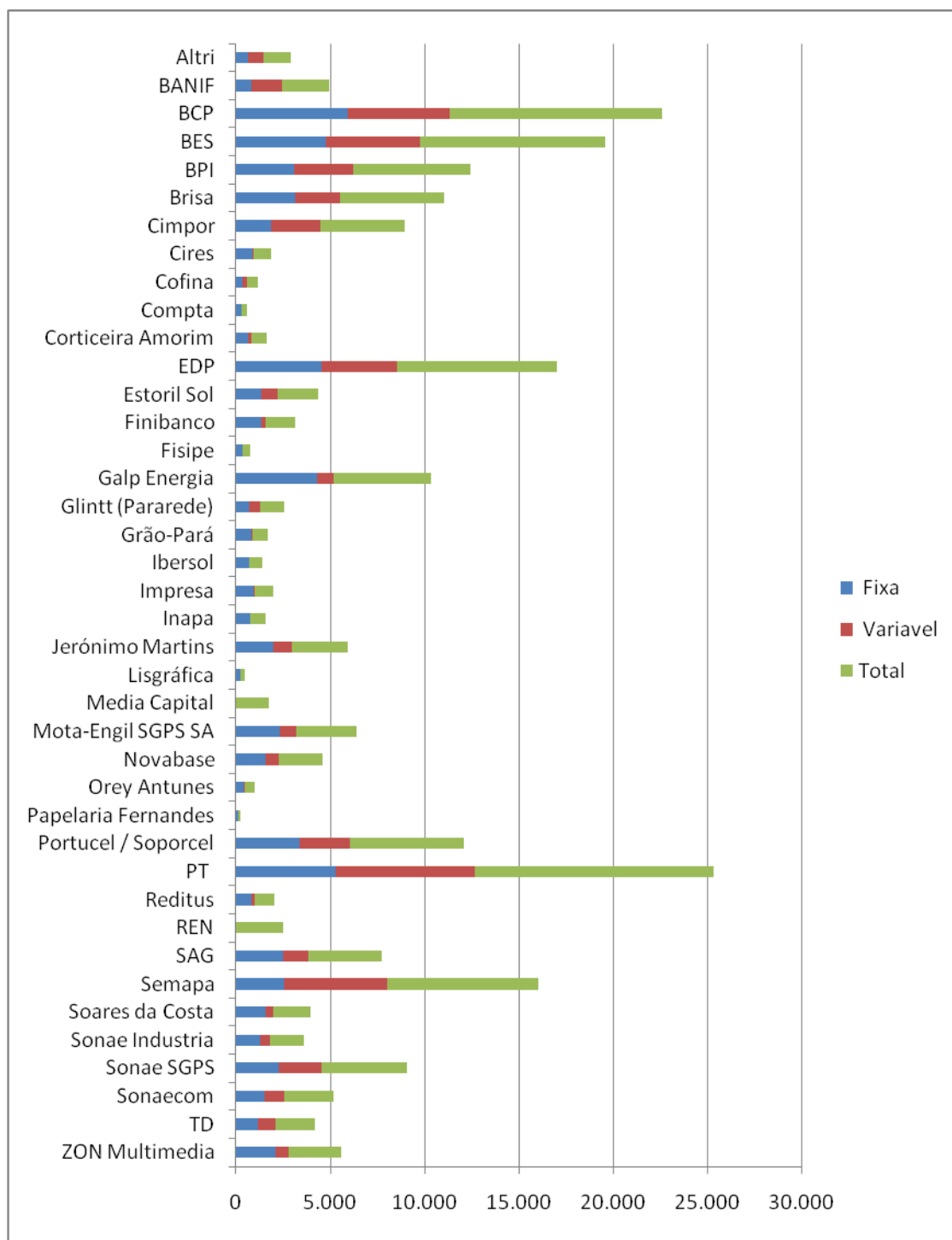
Este gráfico apresenta a percentagem de empresas cotadas na *Euronext Lisbon* que actuam em cada um dos 7 sectores de actividade para a média do período 2006-2009.

Sector de actividade

Fonte: Elaboração própria

Gráfico A.3: Remuneração total dos administradores dos Conselhos de Administração
(média 2006-2009)

Este gráfico apresenta os montantes totais pagos por cada uma das empresas aos seus administradores para a média do período 2006-2009, fornecendo ainda informação sobre a parte que corresponde à componente fixa e a que diz respeito à componente variável.



Fonte: Elaboração própria

Tabela A. 2: Estatísticas descritivas das variáveis dependentes e explicativas⁵⁴ (média 2006-2009)

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e explicativas utilizadas neste estudo para a média do período 2006-2009, nomeadamente o número de observações, a média, o desvio padrão e os valores mínimos e máximos registados.

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
% não executivos	158	0,4177	0,2438	0	0,8095
nemp	151	6.614,801	10.237,33	112	53.797
totalactivo	158	8.017.182	1,89E+07	23.928	9,56E+07
vpsprodbancario	158	1.644.180	2.938.024	2.295	1,51E+07
capmercado	157	1.762.343	2.906.279	386	1,38E+07
C ₂	153	0,5753	0,2253	0,1032	0,9974
C ₄	153	0,6714	0,1950	0,1812	0,9974
dualidade CEO	158	0,5506	0,4990	0	1
adesão PSI20	160	0,5	0,5016	0	1
distribuição	160	0,05	0,2186	0	1
construção	160	0,15	0,3582	0	1
telecom	160	0,25	0,4344	0	1
indústria	160	0,2	0,4013	0	1
servfinanc	160	0,125	0,3318	0	1
electgsere	160	0,1	0,3009	0	1
duração cargo	133	11,8045	9,8753	1	50
dimensão Conselho	158	9,6646	5,7790	3	31
remtotal	156	3.262,391	3.786,033	143	26.955
remexecutivos	152	2.750,836	3.407,812	130	26.955
ROA	158	0,0395	0,0632	-0,3335	0,2861
ROE	158	0,3573	2,3423	-3,6134	27,9396

⁵⁴ Os valores das estatísticas descritivas das variáveis dependentes e explicativas apresentados nesta tabela diferem ligeiramente dos valores mencionados ao longo do trabalho, uma vez estes últimos foram calculados para cada ano, enquanto esta tabela apresenta os valores totais da amostra.

Tabela A.3: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável *nemp*

Esta tabela apresenta os resultados da estimação do modelo (4.2) onde a variável dependente é a % não executivos presente no Conselho de Administração da empresa *i* e as variáveis independentes são a dimensão da empresa (*nemp*), assim como um conjunto de variáveis associadas à estrutura accionista da empresa (C_2 e C_4), à influência do CEO (*dualidade CEO* e *duração cargo*), ao facto da empresa pertencer ao PSI20 (*adesão PSI20*), ao sector de actividade onde está inserida (*distribuição*, *construção*, *telecom*, *indústria*, *servfinanc*, *electgsere*) e à dimensão do Conselho (*dimensão Conselho*). Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos *p-values*, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Nas colunas (1) e (3) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e nas colunas (2) e (4) através do método dos efeitos fixos. Enquanto as duas primeiras colunas utilizam a variável C_2 para representar a estrutura accionista da empresa, nas duas últimas colunas esta é caracterizada pela variável C_4 .

Regressores	Random Effects		Fixed Effects		Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
<i>nemp</i>	-5,98E-06	0,053	-7,57E-06	0,037	-5,91E-06	0,059	-7,70E-06	0,037
totalactivo								
vpsprodbancario								
capmercado								
C_2	-0,0686	0,584	-0,0806	0,640				
C_4					-0,0350	0,799	-0,0700	0,693
dualidade CEO	-0,1262	0,001	-0,1361	0,003	-0,1244	0,002	-0,1384	0,004
adesão PSI20	-0,1490	0,085			-0,1460	0,098		
distribuição	0,4643	0,018			0,4640	0,019		
construção	0,0522	0,691			0,0560	0,673		
telecom	0,0169	0,883			0,0262	0,821		
indústria	0,1119	0,393			0,1211	0,356		
servfinanc	-0,2308	0,095			-0,2246	0,107		
electgsere	0,0343	0,843			0,0399	0,819		
duração cargo	0,0015	0,587	0,0049	0,238	0,0017	0,531	0,0051	0,229
dimensão Conselho	0,0381	0,000	0,0435	0,000	0,0382	0,000	0,0434	0,000
constante	0,2393	0,116	0,1069	0,411	0,2104	0,204	0,1088	0,465
R^2 within	0,5253		0,5296		0,5253		0,5292	
R^2 between	0,5257		0,2323		0,5204		0,2295	
R^2 overall	0,5154		0,2459		0,5130		0,2445	
Wald/F	115,99		19,14		115,58		19,11	
<i>p-value</i> Wald/F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman (valor)	n.d.				n.d.			
<i>p-value</i> Hausman	n.d.				n.d.			

Tabela A.4: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável *totalactivo*

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.2) onde a variável dependente é a % não executivos presente no Conselho de Administração da empresa *i* e as variáveis independentes são a dimensão da empresa (*totalactivo*), assim como um conjunto de variáveis associadas à estrutura accionista da empresa (C_2 e C_4), à influência do CEO (*dualidade CEO* e *duração cargo*), ao facto da empresa pertencer ao PSI20 (*adesão PSI20*), ao sector de actividade onde está inserida (*distribuição*, *construção*, *telecom*, *indústria*, *servfinanc*, *electgsere*) e à dimensão do Conselho (*dimensão Conselho*). Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos *p-values*, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Nas colunas (1) e (3) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e nas colunas (2) e (4) através do método dos efeitos fixos. Enquanto as duas primeiras colunas utilizam a variável C_2 para representar a estrutura accionista da empresa, nas duas últimas colunas esta é caracterizada pela variável C_4 .

Regressores	Random Effects		Fixed Effects		Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
nemp								
totalactivo	-2,91E-09	0,159	-1,45E-10	0,972	-2,71E-09	0,194	-2,14E-10	0,959
vpsprodbancario								
capmercado								
C_2	-0,0919	0,449	-0,0870	0,599				
C_4					-0,0485	0,712	-0,0522	0,758
dualidade CEO	-0,1104	0,003	-0,1072	0,012	-0,1080	0,004	-0,1069	0,015
adesão PSI20	-0,1439	0,072			-0,1408	0,085		
distribuição	0,2624	0,114			0,2650	0,116		
construção	0,0460	0,714			0,0523	0,681		
telecom	0,0230	0,833			0,0353	0,749		
indústria	0,1264	0,308			0,1388	0,265		
servfinanc	-0,1270	0,383			-0,1257	0,394		
electgsere	0,0264	0,849			0,0310	0,825		
duração cargo	0,0009	0,740	0,0030	0,468	0,0011	0,666	0,0030	0,462
dimensão Conselho	0,0364	0,000	0,0410	0,000	0,0365	0,000	0,0408	0,000
constante	0,2421	0,095	0,0959	0,459	0,2057	0,187	0,0825	0,567
R^2 within	0,4910		0,4962		0,4911		0,4952	
R^2 between	0,5484		0,2778		0,5399		0,2777	
R^2 overall	0,5317		0,2817		0,5273		0,2843	
Wald/F	114,27		17,53		113,32		17,46	
<i>p-value</i> Wald/F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman (valor)	n.d.				n.d.			
<i>p-value</i> Hausman	n.d.				n.d.			

Tabela A.5: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável*vpsprodbancario*

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.2) onde a variável dependente é a % não executivos presente no Conselho de Administração da empresa *i* e as variáveis independentes são a dimensão da empresa (*vpsprodbancario*), assim como um conjunto de variáveis associadas à estrutura accionista da empresa (C_2 e C_4), à influência do CEO (*dualidade CEO* e *duração cargo*), ao facto da empresa pertencer ao PSI20 (*adesão PSI20*), ao sector de actividade onde está inserida (*distribuição*, *construção*, *telecom*, *indústria*, *servfinanc*, *electgsere*) e à dimensão do Conselho (*dimensão Conselho*). Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos *p-values*, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Nas colunas (1) e (3) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e nas colunas (2) e (4) através do método dos efeitos fixos. Enquanto as duas primeiras colunas utilizam a variável C_2 para representar a estrutura accionista da empresa, nas duas últimas colunas esta é caracterizada pela variável C_4 .

Regressores	Random Effects		Fixed Effects		Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
nemp								
totalactivo								
vpsprodbancario	-1,18E-08	0,391	-1,29E-08	0,602	-1,13E-08	0,411	-1,36E-08	0,585
capmercado								
C_2	-0,0639	0,595	-0,0883	0,592				
C_4					-0,0247	0,850	-0,0612	0,718
dualidade CEO	-0,1105	0,003	-0,1103	0,010	-0,1081	0,005	-0,1108	0,013
adesão PSI20	-0,1489	0,073			-0,1446	0,087		
distribuição	0,3173	0,071			0,3177	0,073		
construção	0,0558	0,665			0,0606	0,640		
telecom	0,0341	0,761			0,0443	0,694		
indústria	0,1382	0,278			0,1468	0,248		
servfinanc	-0,2319	0,087			-0,2245	0,099		
electgsere	0,0746	0,614			0,0764	0,608		
duração cargo	0,0009	0,744	0,0032	0,433	0,0010	0,694	0,0033	0,426
dimensão Conselho	0,0367	0,000	0,0412	0,000	0,0368	0,000	0,0411	0,000
constante	0,2204	0,132	0,1125	0,379	0,1869	0,233	0,1045	0,473
R^2 within	0,4951		0,4978		0,4945		0,4969	
R^2 between	0,5208		0,2523		0,5166		0,2488	
R^2 overall	0,5099		0,2608		0,5088		0,2600	
Wald/F	111,84		17,64		111,35		17,58	
<i>p-value</i> Wald/F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman (valor)	n.d.				n.d.			
<i>p-value</i> Hausman	n.d.				n.d.			

Tabela A.6: Resultados da estimação do modelo (4.2) utilizando a variável *capmercado*

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.2) onde a variável dependente é a % não executivos presente no Conselho de Administração da empresa *i* e as variáveis independentes são a dimensão da empresa (*capmercado*), assim como um conjunto de variáveis associadas à estrutura accionista da empresa (C_2 e C_4), à influência do CEO (*dualidade CEO* e *duração cargo*), ao facto da empresa pertencer ao PSI20 (*adesão PSI20*), ao sector de actividade onde está inserida (*distribuição, construção, telecom, indústria, servfinanc, electgsere*) e à dimensão do Conselho (*dimensão Conselho*). Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos *p-values*, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Nas colunas (1) e (3) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e nas colunas (2) e (4) através do método dos efeitos fixos. Enquanto as duas primeiras colunas utilizam a variável C_2 para representar a estrutura accionista da empresa, nas duas últimas colunas esta é caracterizada pela variável C_4 .

Regressores	Random Effects		Fixed Effects		Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
nemp								
totalactivo								
vpsprodbancario								
capmercado	5,89E-10	0,940	2,44E-09	0,778	1,04E-09	0,894	2,53E-09	0,770
C_2	-0,0520	0,669	-0,0853	0,605				
C_4					-0,0096	0,942	-0,0506	0,764
dualidade CEO	-0,1075	0,004	-0,1089	0,011	-0,1051	0,006	-0,1086	0,014
adesão PSI20	-0,1679	0,041			-0,1632	0,051		
distribuição	0,2796	0,102			0,2814	0,103		
construção	0,0650	0,614			0,0698	0,590		
telecom	0,0380	0,735			0,0483	0,668		
indústria	0,1455	0,254			0,1530	0,230		
servfinanc	-0,2189	0,105			-0,2121	0,118		
electgsere	0,0396	0,782			0,0421	0,770		
duração cargo	0,0009	0,742	0,0028	0,496	0,0010	0,703	0,0028	0,492
dimensão Conselho	0,0361	0,000	0,0408	0,000	0,0360	0,000	0,0406	0,000
constante	0,2091	0,153	0,0937	0,447	0,1731	0,268	0,0795	0,568
R^2 within	0,4940		0,4967		0,4933		0,4957	
R^2 between	0,5169		0,2752		0,5138		0,2734	
R^2 overall	0,5071		0,2785		0,5069		0,2793	
Wald/F	110,40		17,57		110,06		17,49	
<i>p-value</i> Wald/F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman (valor)	n.d.				n.d.			
<i>p-value</i> Hausman	n.d.				n.d.			

Tabela A.7: Resultados da estimação do modelo (4.3)

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.3) onde a variável dependente é a remuneração total dos administradores do Conselho de Administração da empresa i e a variável independente é a % *não executivos*. Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos p -values, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Na coluna (1) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e na coluna (2) através do método dos efeitos fixos.

Regressores	Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)	
	Coefficiente	p -value	Coefficiente	p -value
% não executivos	3596,252	0,006	3646,763	0,023
constante	1713,181	0,019	1736,844	0,013
R^2 within	0,0444		0,0444	
R^2 between	0,0565		0,0565	
R^2 overall	0,0507		0,0507	
Wald/F	7,64		5,35	
p -value Wald/F	0,0057		0,0226	
Hausman (valor)	n.d.			
p -value Hausman	n.d.			

Tabela A.8: Resultados da estimação do modelo (4.4)

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.4) onde a variável dependente é a remuneração total dos administradores executivos do Conselho de Administração da empresa i e a variável independente é a % *não executivos*. Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos p -values, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Na coluna (1) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e na coluna (2) através do método dos efeitos fixos.

Regressores	Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)	
	Coefficiente	p -value	Coefficiente	p -value
% não executivos	2755,88	0,026	3206,522	0,041
constante	1604,027	0,018	1423,939	0,035
R^2 within	0,0373		0,0373	
R^2 between	0,0226		0,0226	
R^2 overall	0,0234		0,0234	
Wald/F	4,93		4,30	
p -value Wald/F	0,0265		0,0405	
Hausman (valor)	n.d.			
p -value Hausman	n.d.			

Tabela A.9: Resultados da estimação do modelo (4.5) utilizando a variável ROA

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.5) onde a variável dependente é a rentabilidade do activo da empresa i e a variável independente é a % *não executivos*. Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos p -values, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Na coluna (1) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e na coluna (2) através do método dos efeitos fixos.

Regressores	Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)	
	Coefficiente	p -value	Coefficiente	p -value
% não executivos	-0,0031	0,892	-0,0512	0,075
constante	0,0399	0,001	0,0609	0,000
R^2 within	0,0268		0,0268	
R^2 between	0,1075		0,1075	
R^2 overall	0,0301		0,0301	
Wald/F	0,02		3,22	
p -value Wald/F	0,8924		0,0754	
Hausman (valor)	n.d.			
p -value Hausman	n.d.			

Tabela A.10: Resultados da estimação do modelo (4.5) utilizando a variável ROE

Esta tabela apresenta os resultados do modelo (4.5) onde a variável dependente é a rentabilidade do capital próprio da empresa i e a variável independente é a % *não executivos*. Aqui são apresentadas as estimativas para os coeficientes de cada regressor e os respectivos p -values, assim como indicadores da qualidade global dos resultados obtidos (valor do R^2 e do teste de Wald/F). Na coluna (1) as estimativas foram obtidas através do método dos efeitos aleatórios e na coluna (2) através do método dos efeitos fixos.

Regressores	Random Effects		Fixed Effects	
	(1)		(2)	
	Coefficiente	p -value	Coefficiente	p -value
% não executivos	-1,6534	0,029	-0,0105	0,994
constante	1,0479	0,004	0,3617	0,577
R^2 within	0,0000		0,0000	
R^2 between	0,1499		0,1499	
R^2 overall	0,0296		0,0296	
Wald/F	4,76		0,00	
p -value Wald/F	0,0291		0,9944	
Hausman (valor)	n.d.			
p -value Hausman	n.d.			

Tabela A.11: Correlações entre as variáveis

Esta tabela apresenta as correlações existentes entre as diversas variáveis incluídas neste estudo.

	noexec	nemp	totalactivo	vpsproban	dualidCEO	adesPSI20	duracargo	remexec	remtotal	capmerc	estrutC2	estrutC4	dimenso
noexec	1												
nemp	0.1802	1											
totalactivo	-0.0239	0.2696	1										
vpsprodbancar	0.2994	0.5319	0.1381	1									
dualidadeCEO	-0.5093	-0.2703	-0.0591	-0.3382	1								
adesoaoPSI20	0.2755	0.4674	0.3603	0.4572	-0.3545	1							
duraodocargo	-0.1519	-0.1186	0.0175	-0.2462	0.2377	-0.1848	1						
remexec	0.1572	0.2253	0.5365	0.2849	0.0099	0.4637	-0.1438	1					
remtotal	0.2217	0.2531	0.5356	0.3243	-0.0664	0.5169	-0.1515	0.9811	1				
capmercado	0.2613	0.3697	0.5379	0.6474	-0.1380	0.5500	-0.2000	0.6846	0.7026	1			
estrutacciC2	-0.0456	-0.1145	-0.3851	-0.0694	-0.1288	-0.2201	-0.1630	-0.3368	-0.3106	-0.4070	1		
estrutacciC4	0.0007	-0.2233	-0.4221	-0.1257	-0.0450	-0.3092	0.0306	-0.3594	-0.3365	-0.4191	0.9093	1	
dimensocons	0.4918	0.2020	0.5776	0.3798	-0.4073	0.5916	-0.1192	0.5234	0.6074	0.6193	-0.2288	-0.2409	1

