



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Remuneração dos Executivos no PSI-Geral

por

Rita Pinho Fernandes Silva Cunha

Católica Porto Business School  
2024



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Remuneração dos Executivos no PSI-Geral

Trabalho Final na modalidade de Dissertação  
apresentado à Universidade Católica Portuguesa  
para obtenção do grau de mestre em Auditoria e Fiscalidade

por

Rita Pinho Fernandes Silva Cunha

sob orientação de  
Professora Doutora Maria José Martins Lourenço da Fonseca  
Professor Doutor Ricardo Miguel Martins da Costa Ribeiro

Católica Porto Business School  
Julho de 2024



# Agradecimentos

Não seria possível realizar esta dissertação sem o contributo de várias pessoas, que me apoiaram nesta desafiante caminhada, a quem gostaria de expressar os meus sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Maria José Martins Lourenço da Fonseca e ao meu coorientador, Professor Doutor Ricardo Miguel Martins da Costa Ribeiro, pelo apoio contínuo, disponibilidade constante, rigor exigido e pelos sábios conhecimentos e sugestões partilhadas.

À minha família, por ter estado sempre ao meu lado e por todo o encorajamento, amor e motivação incondicional, que foram essenciais para a conclusão deste trabalho. Sem eles, nada disto seria possível.

Ao meu namorado, por ser o primeiro a acreditar em mim e nas minhas capacidades, incentivando-me sempre a ir cada vez mais longe, sem nunca me deixar desistir, e pela sua presença, amor e compreensão ao longo deste período.

Aos meus amigos, por festejarem todas as minhas vitórias como se fossem as deles, por toda a amizade, diversão e motivação neste percurso.

A todos,

O meu profundo obrigada!



# Resumo

A presente dissertação, cuja amostra é constituída por 28 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, entre 2018 e 2022 (inclusive), visa estudar se (a) existe uma relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas; (b) a remuneração dos executivos é menor quando estes são do sexo feminino e maior quando estes são do sexo masculino; (c) existe uma relação entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas.

Os resultados obtidos indicam a não existência de uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o ROA, mas uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o ROE, ou seja, à medida que o desempenho financeiro das empresas diminui, a remuneração dos seus executivos tende a aumentar. Estes resultados indicam um desalinhamento dos interesses entre os gestores e os acionistas, demonstrando a necessidade de uma revisão dos pacotes de remuneração dos gestores destas empresas.

Adicionalmente, identificou-se uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre os executivos do sexo feminino e a remuneração dos executivos, verificando-se que, nesta amostra, as mulheres são menos remuneradas do que os homens, ou seja, existe discriminação salarial entre sexos. Por último, não foi possível, verificar uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas significando que, nesta amostra, as empresas de maior dimensão não remuneram melhor os seus executivos. Isto pode sugerir que estas empresas não estão a contratar os executivos mais qualificados. Assim, os pacotes de remuneração estão desajustados a três níveis.

**Palavras-chave:** remuneração, desempenho financeiro, discriminação salarial, Teoria da Agência, governança corporativa, empresas portuguesas, administradores executivos.



# Abstract

This dissertation, whose sample consists of 28 companies listed on Euronext Lisbon, between 2018 and 2022 (inclusive), aims to study whether (a) there is a relationship between executive remuneration and companies' financial performance; (b) executive remuneration is lower when they are female and higher when they are male; (c) there is a relationship between executive remuneration and company size.

The results obtained indicate the non-existence of a statistically significant relationship between executive remuneration and ROA, but a statistically significant, and negative, relationship between executive remuneration and ROE, that is, as the companies' financial performance decreases, the remuneration of its executives tends to increase. These results indicate a misalignment of interests between managers and shareholders, demonstrating the need for a review of the remuneration packages of managers in these companies.

Additionally, a statistically significant and negative relationship was identified between female executives and executive remuneration, verifying that, in this sample, women are paid less than men, that is, there is salary discrimination between sexes. Finally, it was not possible to verify a statistically significant relationship between executive remuneration and company size, meaning that, in this sample, larger companies do not pay their executives better. This may suggest that these companies are not hiring the most qualified executives. Therefore, remuneration packages are out of adjustment at three levels.

**Key-words:** remuneration, financial performance, salary discrimination, Agency Theory, corporate governance, portuguese companies, executive directors.



# Índice

Agradecimentos .....	iv
Resumo .....	vi
Abstract .....	viii
Índice .....	x
Índice de Acrónimos .....	xii
Índice de Tabelas .....	xiv
Índice de Figuras.....	xvi
Introdução.....	18
Capítulo 1- Revisão de Literatura .....	21
1.1. Remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas ....	21
1.2. Remuneração dos executivos e o sexo dos mesmos .....	28
1.3. Remuneração dos executivos e a dimensão das empresas.....	29
Capítulo 2- Hipóteses Teóricas e Método .....	30
2.1. Hipóteses Teóricas.....	30
2.2. Método .....	32
Capítulo 3- Aplicação Empírica.....	34
3.1. Descrição da Amostra .....	34
3.2. Estatísticas Descritivas .....	36
3.3. Análise Preliminar .....	37
3.4. Resultados da Estimação .....	39
3.5. Análise de Robustez .....	42
Capítulo 4- Conclusão.....	44
Bibliografia.....	46

Nº de palavras: 6.491



# Índice de Acrónimos

CEO- Chief Executive Officer

EVA- Economic Value Added (Valor Económico Acrescentado)

MVA- Market Value Added (Valor de Mercado Acrescentado)

IPCG- Instituto Português de Corporate Governance

ROA- Return on Assets (Retorno sobre os Ativos)

ROE- Return on Equity (Retorno sobre o Capital Próprio)

ROS- Return on Sales (Retorno sobre as Vendas)

RET- Annual Stock Return (Retorno Anual de Ações)



# Índice de Tabelas

Tabela 1- Descrição das Variáveis .....	35
Tabela 2- Estatísticas Descritivas das Variáveis .....	36
Tabela 3- Resultados de Estimação .....	40
Tabela 4- Resultados de Estimação - Análise de Robustez .....	43



# Índice de Figuras

Figura 1- Remuneração dos executivos versus desempenho .....	37
Figura 2- Remuneração média dos executivos por sexo .....	38
Figura 3- Remuneração dos executivos versus dimensão da empresa .....	39



# Introdução

O presente estudo tem como foco principal estudar se (a) existe uma relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas; (b) a remuneração dos executivos é menor quando estes são do sexo feminino e maior quando estes são do sexo masculino; (c) existe uma relação entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas.

A Teoria da Agência estuda as relações e os conflitos de interesses entre duas partes fundamentais de uma organização, sendo estas os acionistas ou proprietários (designados como os principais) e os executivos ou gerentes (designados como os agentes). De forma a mitigar possíveis conflitos de interesse entre estas partes (geralmente, os gestores estão mais focados em metas de curto prazo e os acionistas em metas de longo prazo; os gestores pretendem segurança no emprego e os acionistas maximizar o lucro; os gestores procuram crescimento profissional e os acionistas crescimento do valor da empresa) manifesta-se a necessidade de criar mecanismos de governança corporativa. Para tal, surgem os pacotes de remuneração, como uma ferramenta orientadora de interesses entre executivos e proprietários, remunerando os gestores pelas decisões que tomam.

No passado, já vários autores se dedicaram a estudar a relação remuneração-desempenho existindo resultados controversos na literatura. Kato e Kubo (2006) e Conyon (2014), por exemplo, encontraram uma relação positiva entre estas duas variáveis, enquanto Brick *et. al* (2006) e Duffhues & Kabir (2008) identificaram uma relação negativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas. Este estudo permitirá avaliar se, efetivamente, os pacotes de remuneração atribuídos por estas empresas são eficazes, ao ponto de estarem associados a desempenhos financeiros positivos, comprovando o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

Conyon (2014) analisou a existência de discriminação salarial entre sexos, nas empresas norte-americanas e concluiu que a remuneração dos executivos femininos é aproximadamente 6% inferior à dos executivos masculinos. Ao identificar possíveis desigualdades de género nas empresas, pretende-se incentivar as empresas a implementarem políticas mais justas e inclusivas.

Autores como Ghosh (2003), Parthasarathy *et. al* (2006), Gregg e Tonks (2010) e Conyon (2014) encontraram uma correlação positiva entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas. Ao compreender a relação entre a dimensão das empresas e a remuneração dos seus executivos, será possível avaliar se, de facto, neste estudo, empresas com mais recursos financeiros estarão a oferecer pacotes de remuneração mais competitivos aos seus executivos.

Desta forma, esta dissertação pretende, não só, contribuir para a literatura existente, colmatando a lacuna nesta matéria em relação às empresas portuguesas, como também oferecer *insights* valiosos para as empresas, permitindo uma gestão eficaz através do alinhamento dos pacotes de remuneração com os objetivos estratégicos.

A amostra é constituída por 28 empresas portuguesas, cotadas na *Euronext Lisbon* entre 2018 e 2022 (inclusive), e a metodologia utilizada consistiu em dois modelos de regressão linear múltiplos, cada um analisando uma medida de desempenho (ROA ou ROE). A variável explicada corresponde à remuneração total dos executivos e as variáveis explicativas são, então: o ROA; o ROE; se o executivo é, ou não, do sexo feminino; e o volume de negócios da empresa (como medida da dimensão das empresas). Foram, também, adicionadas variáveis de controlo como: se o executivo é, ou não, CEO; o grau de liquidez geral; e a estrutura de capital. A estes modelos, foram ainda acrescentados efeitos fixos de ano, de empresa e de executivo.

Os resultados obtidos evidenciam que não existe uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o ROA. No entanto, constatou-se que existe uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a

remuneração dos executivos e o ROE. Estes resultados indicam um desalinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas, exprimindo a necessidade de estas reverem os pacotes de remuneração dos seus gestores, de forma a aumentar o alinhamento de interesses.

Para além disso, verificou-se a existência de uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o sexo feminino dos mesmos, demonstrando a presença de discriminação salarial entre sexos. Destaca-se, com isto, a necessidade de as empresas reverem as suas políticas de remuneração de forma a remunerarem, de forma equivalente, homens e mulheres com funções executivas.

Por fim, não se identificou uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas, significando que o volume de negócios não impacta a remuneração dos executivos. Assim, verifica-se que empresas de maior dimensão não remuneram melhor os seus gestores, sugerindo que estas podem não estar a contratar os executivos mais qualificados.

Deste modo, constata-se que os pacotes de remuneração destas empresas estão desajustados a três níveis. Para além de estarem desalinhados com o desempenho das empresas, existe discriminação salarial entre sexos e as empresas de maior dimensão não estão a contratar os executivos mais qualificados.

Esta dissertação está estruturada em quatro capítulos, para além desta introdução. No primeiro capítulo é apresentada uma revisão da literatura sobre o tema. No segundo capítulo, são explicadas as hipóteses teóricas e o método utilizado. No terceiro capítulo, é feita uma descrição da amostra, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis, realiza-se uma análise preliminar, apresentam os resultados da estimação das equações e, ainda, é elaborada uma análise de robustez. Por último, no quarto capítulo, é possível encontrar as conclusões finais do estudo.

# Capítulo 1

## Revisão de Literatura

Este capítulo encontra-se dividido em três subcapítulos onde, em cada um, é realizada uma descrição da literatura existente acerca de cada questão de investigação.

### 1.1. Remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas

A relação de agência definida por Ross (1973) surge quando uma parte, designada de agente, age no benefício ou em representação de outra, designada de principal, no âmbito da tomada de decisão. De acordo com Jensen e Murphy (1990), a relação de agência mais comum na literatura é a que ocorre entre o CEO (agente) e os acionistas (principal). Berle e Means (1932) concluíram que as empresas separam o controlo e a propriedade. Demonstraram que os acionistas não têm interesse direto nas atividades diárias da empresa, o que dá liberdade aos gestores para gerirem a empresa conforme os seus próprios interesses. É neste contexto, de separação entre controlo e propriedade, que surge a Teoria da Agência.

Jensen e Meckling (1976) consideram existir um contrato entre o principal e o agente, com o objetivo de ser desempenhada uma atividade, com autonomia para a tomada de decisão, em favor do principal. Salientam, ainda, que se cada uma das partes tiver como objetivo a maximização pessoal, então irá existir um conflito de interesses, originando o chamado “problema de agência”. Estes conflitos de agência são, então, provocados por uma divergência de interesses entre acionistas e gestores, em que os primeiros procuram maximizar a sua riqueza e os segundos maximizar os seus interesses (Andrade & Rosseti, 2011).

Com vista a reduzir as consequências negativas que possam ocorrer pelo desalinhamento de interesses entre gestores e acionistas, Cheng e Warfield (2005) referem que as empresas procuram implementar mecanismos de governo. Bhagat e Bolton (2008) estudaram que uma melhor governança corporativa está positivamente relacionada, e de forma significativa, com um melhor desempenho presente e futuro.

A remuneração variável dos executivos é um tipo de mecanismo de governança corporativa, já que vincula a remuneração do gestor ao desempenho da empresa, mitigando os conflitos de agência e aproximando interesses. Desta forma, minimiza os custos provenientes do problema da agência, os chamados custos de agência que, pela definição de Jensen e Meckling (1976), representam a soma das despesas incorridas com um sistema de monitorização, das despesas de ligação e da perda residual. Segundo estes, o sistema de monitorização tem a finalidade de limitar as atividades anormais do agente incluindo, por exemplo, auditorias, relatórios de desempenho e sistemas de controlo interno. Já as despesas de ligação garantem que o agente não desenvolva ações que prejudiquem o principal ou asseguram que este seja recompensado se tais ações existirem e são o caso dos contratos de incentivo e bónus. Por último, esta “perda residual” a que os autores se referem, representa a redução dos benefícios para o principal, provocada pela divergência de interesses entre o principal e o agente,

mesmo após a implementação do sistema de monitorização e das despesas de ligação.

Para uma melhor compreensão do tema em questão, importa analisar a diferença entre administradores executivos e não executivos. Segundo Martinho (2022), os administradores executivos são aqueles que possuem um papel ativo no que diz respeito à gestão da sociedade (é o caso do CEO, que é responsável por liderar a organização) e, por outro lado, os administradores não executivos são aqueles cujas ações não vinculam a sociedade, ou seja, não lhes são atribuídas funções de gestão propriamente ditas. De acordo com o código do IPCG (2023), para a plena realização do fim social, os administradores não executivos exercem, de modo efetivo e criterioso, uma função de vigilância geral e de desafio à gestão executiva. Sendo assim, seria excessivo um administrador não executivo ver a sua remuneração dependente de objetivos diretamente relacionados com a *performance* de um administrador executivo (Martinho, 2022).

Por outro lado, se um administrador executivo obtiver uma remuneração composta, totalmente, por uma componente fixa, não terá incentivos para exercer as suas funções de gestão de forma benéfica para a sociedade, maximizando os interesses dos sócios. Para tal, a sua remuneração deverá ter uma componente que esteja diretamente relacionada com a *performance* da administração, tornando-se num incentivo ao bom desempenho do gestor, criando valor tanto para a sociedade, como para o acionista (Martinho, 2022).

Para além disso, a remuneração variável aliada ao desempenho, poderá incentivar a atração de administradores de renome, que acrescentem valor à sociedade, afastando profissionais sem qualidade (Martinho, 2022). De acordo com o mesmo autor, um mau profissional na área não iria conseguir atingir os objetivos que lhe seriam definidos. Lazear e Shaw (2005) referem que a remuneração variável permite evitar que colaboradores indesejáveis se juntem às empresas.

Segundo Larrate (2013), a remuneração dos executivos é composta, geralmente, pelo salário (que abrange um valor fixo), pelos benefícios (como seguros, assistência, viagens, entre outros) e pela remuneração variável (que está relacionada com o desempenho e pode incluir a aquisição de ações/opções). Wood Jr. e Picarelli Filho (1999) definem remuneração variável como aquela que vincula as metas de desempenho dos indivíduos, das equipas ou da organização.

Georgen e Renneboog (2011) fazem, ainda, a distinção entre remuneração corporativa de curto prazo e de longo prazo. A remuneração de curto prazo é constituída pelo salário base (definido pela comissão de remunerações, tendo em conta fatores como as tarefas e os desafios do gestor, bem como a sua antiguidade, experiência e os salários praticados na indústria em questão) e qualquer plano de bónus que se relacione ao desempenho do ano anterior. Já a remuneração de longo prazo engloba as opções de compra de ações, as ações restritas<sup>1</sup> e os planos de incentivo de longo prazo, como os bónus pagos com base no desempenho da empresa ao longo de vários anos.

A componente variável da remuneração pode assumir vários formatos, consoante o tipo de sociedade, a sua dimensão, o país onde se localiza e a sua atividade, de acordo com Martinho (2022). Um exemplo é a participação nos lucros da empresa onde, como o próprio nome sugere, o administrador obtém uma parte do lucro proveniente da atividade da empresa, num determinado ano. Com isto, existe uma tentativa de aproximar os interesses do gestor aos da empresa, almejando um esforço por parte do gestor em garantir o sucesso e a rentabilidade da empresa a longo prazo, caso contrário não irá obter nenhuma remuneração.

Os planos de ações, apesar de não serem a modalidade mais utilizada pelas sociedades em Portugal são, também, uma forma de remuneração variável que

---

<sup>1</sup> As ações restritas são uma forma de remuneração dos executivos que consiste em ações da própria empresa com algumas restrições e condições que o executivo deve cumprir. Por exemplo, podem estar sujeitas a um período de aquisição, durante o qual não podem ser transacionadas ou controladas pelo próprio executivo. Também podem estar condicionadas a condições de desempenho podendo, apenas, ser adquiridas se a empresa atingir determinadas metas.

pretende retribuir, ao administrador, o cumprimento de objetivos previamente estabelecidos, através da atribuição de ações da sociedade ou de *stock options* (opções). Estas últimas, segundo Ahlert (2017) consistem em contratos que permitem ao executivo o direito de comprar uma ação por um preço predeterminado.

Por último, surgem os prémios ou bónus, como uma modalidade de remuneração variável bastante utilizada nas sociedades em Portugal, de acordo com Martinho (2022). Os prémios “traduzem-se na concessão de bens pecuniários ao administrador como reconhecimento de um desempenho positivo ou alcance de resultados” e “podem ser atribuídos findo o ano de atividade ou, caso estejam dependentes de resultados, dependerão do prazo dos mesmos” (Martinho 2022, p.18). Esta modalidade, geralmente focada no curto prazo, procura remunerar, adicionalmente, os executivos pelo cumprimento de metas individuais, de equipa ou da própria empresa.

Abowd e Kaplan (1999) consideram que a remuneração baseada em ações deve alinhar os interesses dos acionistas com os dos executivos, aliando a remuneração aos aumentos no valor de mercado. Murphy (1999) refere que a maioria das empresas com fins lucrativos aprovam um plano de remuneração que contém bónus para os seus executivos, sendo este pago tendo em conta o desempenho do período. Healy (1985), Lewellen *et al.* (1987) e Sloan (1993) estudaram que os incentivos estão positivamente relacionados às atitudes e ao empenho dos gestores em maximizar o valor das empresas. Também Jensen e Murphy (1990) destacam a importância da existência de políticas de remuneração por incentivos para a maximização do valor das empresas. Aggarwal e Samwick (1999) defendem que vincular a remuneração ao desempenho financeiro das empresas pode representar uma alternativa conveniente de remuneração. Adams e Ferreira (2008) concluíram, no seu estudo acerca de contratos de remuneração, que os diretores respondem a incentivos de remuneração.

Apesar de todas as vantagens que a remuneração variável apresenta, esta também pode desencadear comportamentos oportunistas por parte dos executivos, como a manipulação do desempenho, quando existe uma remuneração em bônus ou ações (Murphy, 1999). Martinho (2022) afirma que planos de ações mal configurados, poderão levar a que o administrador assuma projetos que tenham como consequência o aumento do preço das ações a curto prazo, permitindo que este proceda à venda das suas ações por um valor atrativo, ou que exerça a sua opção, no caso das *stock options*. Este comportamento poderá colocar a sociedade perante determinados riscos e pôr em causa a sua viabilidade a longo prazo. Healy (1985) refere que, quando não há possibilidade de atingir os resultados estabelecidos previamente, existe uma tendência em reduzir os resultados através de procedimentos contabilísticos levando, no futuro, a uma superação do esperado e evitando, ao gestor, perder a bonificação. Sloan (1993) constata que os gestores reduzem o valor contabilístico dos ativos em períodos onde os resultados não foram alcançados. Este método permite criar uma reserva para que, em períodos subsequentes onde o desempenho seja melhor, os lucros pareçam mais elevados, aumentando o valor do bônus a receber. Gutiérrez *et al.* (2020) menciona que a prática de manipulação de resultados é intensificada quando a remuneração variável dos executivos é calculada com base nos resultados da empresa.

Desta forma, os pacotes de remuneração variável, para além de atrativos e com metas claras de desempenho, devem ser cuidadosamente estruturados e acompanhados por práticas de governança corporativa, de forma a garantir uma maior qualidade das demonstrações financeiras. Segundo Silva e Chein (2013), o desenho de um pacote de remuneração que apresente incentivos de curto e longo prazo, com metas de desempenho claras, favorece a relação entre acionistas e executivos.

Na sequência da crise financeira internacional, ocorrida entre 2007 e 2010, e dos vários escândalos financeiros sucedidos em empresas como a Enron e a

WorldCom, foi possível identificar que os pacotes de remuneração dos administradores eram fracos sendo que se baseavam, essencialmente, em objetivos de desempenho de curto prazo, estimulando políticas de risco agressivas (Martinho, 2022). Desde então, tem surgido a necessidade de estudar a relação existente entre o nível de remuneração dos executivos e o desempenho das empresas por estes geridas (Nascimento, 2009).

Bebchuk e Fried (2006) identificaram diversos problemas relacionados com o desenho dos pacotes de remuneração nas empresas norte-americanas. Salientaram o facto de opções sobre ações não vincularem, corretamente, a remuneração do gestor ao seu desempenho, permitindo que estes consigam obter ganhos inesperados com o aumento dos preços das ações, que apenas têm a ver com o mercado e com o setor. Também as funções desempenhadas pelo comité de remuneração, tem levado autores a questionarem a relação entre a remuneração e o desempenho. Kuo *et al.* (2014) argumentam que não existem indícios robustos que suportem a evidência empírica existente sobre a relação da remuneração com o desempenho. Em 2004, Warren Buffet, presidente da *Berkshire Hathaway*, criticou a falta de independência dos comités de remuneração, insinuando que estes agiam sob influência dos próprios executivos, desprotegendo os interesses dos acionistas. Assim, este estudo pretende, principalmente, estudar a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, nomeadamente através das medidas de desempenho ROA e ROE.

Anteriormente, diversos autores já se dedicaram ao estudo da relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas, obtendo conclusões diversas, evidenciando uma controvérsia nos meios académicos. Funchal (2005), Luo e Jackson (2012) e Silva e Chein (2013) não encontraram evidências significativas de relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas. Duffhues e Kabir (2008) questionaram se, de facto, a remuneração dos executivos tem como objetivo o alinhamento dos interesses

entre os gestores e os acionistas, uma vez que encontraram uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas cotadas na *Euronext Amsterdam* dos Países Baixos. Brick *et. al* (2006) também identificaram uma relação negativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas.

Por outro lado, Camargos e Helal (2007) e Krauter (2013) concluíram que existe uma relação positiva entre os dois temas. Kato e Kubo (2006) encontraram uma relação positiva e significativa entre a remuneração do CEO e o retorno sobre os ativos. Wet (2012) estudou a relação entre a remuneração dos executivos das empresas cotadas na *Johannesburg Securities Exchange*, na África do Sul, e alguns indicadores de desempenho (ROA, ROE, EVA e MVA) e afirmam existir uma relação positiva entre eles.

## 1.2. Remuneração dos executivos e o sexo dos mesmos

Conyon (2014), quando estudou a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro de empresas norte-americanas, dedicou-se também à análise de discriminação salarial e concluiu que, na sua amostra, a remuneração dos executivos femininos é aproximadamente 6% inferior à dos executivos masculinos. Bertrand e Hallock (2001) analisaram as desigualdades de género existentes entre os executivos de topo das empresas norte-americanas e concluíram que as mulheres são 45% menos remuneradas do que os homens.

### 1.3. Remuneração dos executivos e a dimensão das empresas

Em relação aos estudos da relação entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas, Conyon (2014) encontrou uma correlação positiva entre as duas variáveis. Também Gregg e Tonks (2010) concluíram que o tamanho da empresa tem um efeito dominante na determinação da remuneração dos executivos. Ghosh (2003) e Parthasarathy *et. al* (2006) também constataram que a dimensão das empresas tem um efeito muito significativo e positivo na remuneração total dos CEO.

# Capítulo 2

## Hipóteses Teóricas e Método

### 2.1. Hipóteses Teóricas

Segundo a Teoria da Agência, numa empresa, os interesses dos gestores podem não estar completamente alinhados com os interesses dos acionistas. Assim, a remuneração surge como um mecanismo de governança corporativa, vinculando a remuneração dos gestores ao desempenho da empresa, incentivando-os a tomar decisões que acrescentem valor à empresa, beneficiando os acionistas.

Autores como Kato e Kubo (2006) e Conyon (2014) encontraram uma relação estatisticamente significativa, e positiva, entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas, demonstrando a eficácia deste mecanismo no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

No entanto, ao longo dos anos, têm surgido estudos que põem em causa existência de uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e a *performance* das empresas. Duffhues e Kabir (2008) explicam que estas duas variáveis podem estar negativamente relacionadas devido ao facto de os gestores se aproveitarem do seu poder dentro das empresas para influenciar a definição da sua própria remuneração. Assim, obtêm remunerações elevadas, mesmo quando a empresa não tem um bom desempenho financeiro. Também argumentam que a remuneração dos executivos pode estar a ser mais

influenciada por fatores como a retenção e a atração de talento, do que pelo desempenho financeiro da empresa. No sentido de testar se, de facto, na amostra selecionada, a remuneração dos executivos alinha os interesses entre os gestores e os acionistas, pretende-se estudar a seguinte hipótese:

*H1: A remuneração dos executivos está positivamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas.*

Para além disso, esta dissertação tenciona, também, retirar conclusões acerca da discriminação salarial entre sexos, já que evidências empíricas demonstram que gestoras do sexo feminino têm remunerações menores do que gestores do sexo masculino. Assim, surge a motivação para estudar a seguinte hipótese:

*H2: A remuneração dos executivos é menor quando estes são do sexo feminino e maior quando estes são do sexo masculino.*

Por último, pretende-se analisar a relação entre o tamanho das empresas e a remuneração dos executivos, utilizando como medida de dimensão o logaritmo do volume de negócios. De acordo com Murphy (1999), empresas de maior dimensão exigem indivíduos mais qualificados para as gerirem. Logo, é esperado que estes sejam mais bem remunerados e que estas duas variáveis estejam positivamente relacionadas (Murphy, 2012). Desta forma, procura-se estudar a seguinte hipótese:

*H3: A remuneração dos executivos está positivamente relacionada com a dimensão das empresas.*

## 2.2. Método

De modo a testar as hipóteses anteriormente mencionadas, estimou-se a seguinte equação:

$$\log(REMUN_{ijt}) = \beta_1 PERF_{jt} + \beta_2 FEM_i + \beta_3 TAM_{jt} + \beta_4 CEO_{ij} + \beta_5 GL_{jt} + \beta_6 EC_{jt} + \gamma_j + \theta_t + \varepsilon_{jit}, \quad (1)$$

onde  $REMUN_{ijt}$ , a variável dependente, corresponde à remuneração total, ou seja, à soma da remuneração fixa com a remuneração variável do executivo  $i$ , na empresa  $j$ , no ano  $t$ ;  $PERF_{jt}$  corresponde à medida de desempenho financeiro da empresa  $j$ , no ano  $t$ ;  $FEM_i$  é uma variável binária que, para um executivo  $i$ , assume o valor 1 se este for do sexo feminino e 0 se for do sexo masculino;  $TAM_{jt}$  corresponde à dimensão da empresa  $j$ , no ano  $t$ ;  $CEO_{ij}$  é uma variável binária que, para um executivo  $i$  na empresa  $j$ , assume o valor 1 se este for CEO, e valor 0 se não;  $GL_{jt}$  corresponde ao grau de liquidez geral da empresa  $j$ , no ano  $t$ ;  $EC_{jt}$  corresponde à estrutura de capital da empresa  $j$ , no ano  $t$ ;  $\gamma_j$  corresponde aos efeitos fixos da empresa  $j$ ;  $\theta_t$  corresponde aos efeitos fixos do ano  $t$ ;  $\varepsilon_{jit}$  corresponde ao erro associado do executivo  $i$ , na empresa  $j$ , no ano  $t$ .

A utilização de efeitos fixos procura captar efeitos específicos não observados que podem, também, influenciar a remuneração dos executivos. Com isto, os efeitos fixos do ano tentam captar efeitos específicos de cada ano como, por exemplo, mudanças macroeconómicas, e os efeitos fixos de empresa pretendem captar efeitos específicos de cada empresa como, por exemplo, as diferenças entre as práticas de remuneração e entre setores. Desta forma, os efeitos fixos ajudam a melhorar (mas não a eliminar completamente) os problemas de enviesamento de variáveis omitidas (Conyon, 2014).

Os betas  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  e  $\beta_3$  permitem responder às hipóteses H1, H2 e H3, respetivamente. Assim, de acordo com a hipótese H1 espera-se que  $\beta_1$  tenha um

sinal positivo; de acordo com a hipótese H2 espera-se que  $\beta_2$  tenha um sinal negativo; e, por fim, de acordo com a hipótese H3 espera-se que  $\beta_3$  tenha um sinal positivo.

# Capítulo 3

## Aplicação Empírica

### 3.1. Descrição da Amostra

A amostra selecionada nesta dissertação é constituída pelas empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, que integravam o PSI-Geral. O período de análise compreende os anos de 2018 a 2022 (inclusive), correspondendo a 5 anos.

Para a composição da amostra, foram excluídas as empresas do setor financeiro, por apresentarem características específicas (Beuren, Pamplona & Leite (2020)), bem como empresas cujo período de relato não termine no dia 31 de dezembro. Foram, também, excluídos executivos que apresentaram uma remuneração igual a zero e, ainda, empresas e anos que não apresentavam dados para as variáveis selecionadas neste estudo. Para além disso, para os anos em que deixaram de integrar o PSI-Geral (e apenas nesses), foram eliminadas empresas que deixaram de ser negociadas na *Euronext Lisbon*. Por último, foram, ainda, excluídos executivos que apresentavam remunerações muito baixas.<sup>2</sup> Assim, a amostra final é composta por 525 observações, compreendendo 28 empresas diferentes e 143 executivos.

Os dados relativos à remuneração dos executivos (variável dependente) foram recolhidos, manualmente, dos relatórios financeiros das empresas e dos

---

<sup>2</sup> A empresa Teixeira Duarte apresentou uma remuneração de 7971,28€ a dois dos seus executivos, em 2021.

relatórios de governo societário, disponíveis no site da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Os restantes dados foram recolhidos da base de dados *Refinitiv Eikon*.

A Tabela 1, apresentada abaixo, descreve as variáveis utilizadas.

Tabela 1- Descrição das Variáveis

Variável	Definição
REMUN	Remuneração Total = Remuneração Fixa + Remuneração Variável
ROA	$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido} + (\text{Gastos de Juros} - \text{Juros Capitalizados}) * (1 - \text{Taxa Imposto})}{\frac{\text{Ativo Total } t - 1 + \text{Ativo Total } t}{2}} * 100$
ROE	$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido} - \text{Dividendos Preferenciais}}{\frac{\text{Capital Próprio } t - 1 + \text{Capital Próprio } t}{2}} * 100$
FEM	Variável Binária (1 = Sexo Feminino; 0 = Sexo Masculino)
VN	Volume de Negócios = (Vendas Brutas + Outras Receitas Operacionais – (Devoluções + Descontos + Abatimentos))
CEO	Variável Binária (1 = CEO; 0 = Não CEO)
GL	Grau de Liquidez Geral = $\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$
EC	Estrutura de Capital = $\frac{\text{Passivo Corrente} + \text{Passivo Não Corrente}}{\text{Ativo Total}}$

Nota: As fórmulas apresentadas são as utilizadas pela base de dados *Refinitiv Eikon*, de onde foram extraídos os dados relativos às variáveis independentes. A variável VN pretende medir a dimensão das empresas. As variáveis REMUN e VN são apresentadas em milhões de euros. A remuneração variável constitui a soma da remuneração variável de curto prazo (remuneração paga no ano em questão e que corresponde ao desempenho do ano imediatamente anterior) e da remuneração variável de longo prazo (remuneração paga no ano em questão, mas referida a desempenhos de anos anteriores).

## 3.2. Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas das variáveis que integram os modelos de regressão linear encontram-se detalhadas na Tabela 2.

*Tabela 2- Estatísticas Descritivas das Variáveis*

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio- Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
REMUN	0,509	0,382	0,475	0,013	4,611
ROA	4,333	3,410	4,618	-19,530	26,420
ROE	12,449	9,570	17,820	-62,760	86,540
FEM	0,135	0,000	0,342	0,000	1,000
VN	3,648	0,887	6,022	0,019	27,161
CEO	0,246	0,000	0,431	0,000	1,000
GL	1,383	1,058	1,786	0,268	17,305
EC	0,650	0,668	0,181	0,039	0,977

Nota: As estatísticas apresentadas são calculadas com base em 525 observações.

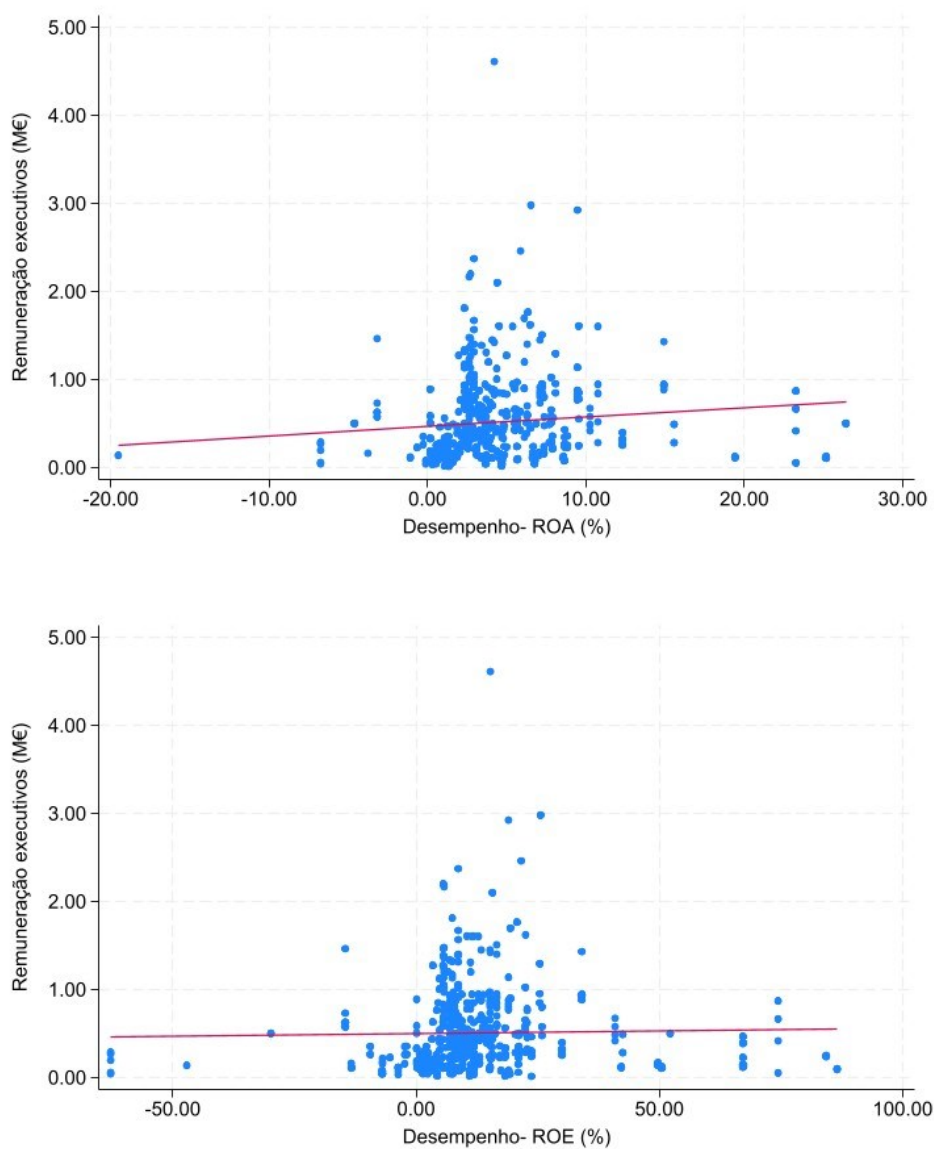
Considerando esta tabela, é possível concluir que, na amostra recolhida, a remuneração anual dos executivos é, em média, de 509.000€; em média, as empresas geraram 4,333% de retorno sobre o total dos seus ativos; em média, as empresas geraram 12,449% de retorno sobre o capital próprio dos acionistas; 13,5% dos executivos na amostra são do sexo feminino; o volume de negócios, das empresas que constituem a amostra é, em média, de 3.648.000€; 24,6% dos executivos são CEO; em média, as empresas têm ativos correntes superiores em 1,383 vezes aos seus passivos correntes, evidenciando um grau de liquidez geral superior a um; e, por último, em média, 65% dos ativos das empresas são financiados pelos seus passivos, enquanto os restantes 35% são financiados pelo capital próprio.

### 3.3. Análise Preliminar

O objetivo deste subcapítulo consiste em realizar uma análise inicial das relações entre as variáveis que constituem as questões de investigação.

A Figura 1 apresenta a relação entre a remuneração e o desempenho, utilizando as duas medidas de desempenho (ROA e ROE).

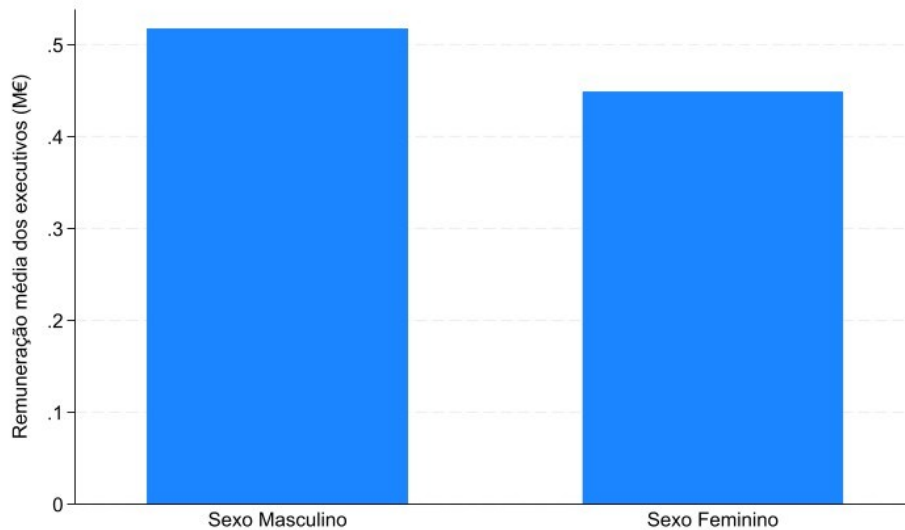
*Figura 1- Remuneração dos executivos versus desempenho*



Através da linha de tendência do gráfico, é possível identificar uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e as duas medidas de desempenho. Isto significa que, à medida que aumentam o ROA e o ROE, ou seja, que as empresas melhoram o seu desempenho, aumenta a remuneração dos seus executivos.

A Figura 2, apresentada abaixo, demonstra a remuneração média, dos executivos, por sexo.

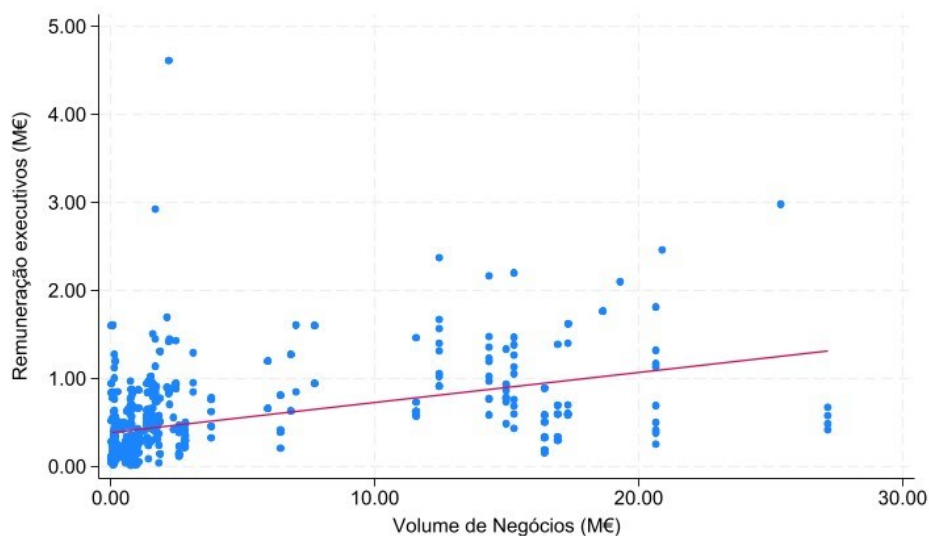
*Figura 2- Remuneração média dos executivos por sexo*



Com base nesta figura, conclui-se que os executivos do sexo feminino são, em média, menos remunerados do que os executivos do sexo masculino, apresentando uma remuneração anual média de 449.000€ e 518.004€, respetivamente.

Por último, a Figura 3, apresenta a relação entre a remuneração dos executivos e o volume de negócios das empresas.

Figura 3- Remuneração dos executivos versus dimensão da empresa



Com base nesta figura, constata-se que existe uma relação positiva entre a remuneração dos executivos e o volume de negócios das empresas. Isto significa que, à medida que o volume de negócios aumenta, a remuneração dos executivos também aumenta.

### 3.4. Resultados da Estimação

Os resultados dos modelos de regressão linear encontram-se descritos na Tabela 3, tendo sido estimados de duas formas distintas: nas colunas (i) foi utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários (OLS) e nas colunas (ii) foram utilizados efeitos fixos de empresa. As colunas (A) utilizam o ROA como medida de desempenho, enquanto as colunas (B) utilizam o ROE. Em todos os métodos foram aplicados efeitos fixos de ano (Conyon, 2014).

Tabela 3- Resultados de Estimação

LOGREMUN	(iA)	(iB)	(iiA)	(iiB)
ROA	0,011 (0,008)		-0,006 (0,007)	
ROE		0,001 (0,002)		-0,005*** (0,002)
FEM	-0,314*** (0,098)	-0,322*** (0,097)	-0,190** (0,079)	-0,192** (0,079)
LOG(VN)	0,382*** (0,016)	0,382*** (0,016)	0,209 (0,219)	0,366* (0,217)
CEO	0,439*** (0,065)	0,439*** (0,065)	0,383*** (0,045)	0,380*** (0,044)
GL	0,071*** (0,022)	0,069*** (0,022)	0,046 (0,046)	0,070 (0,046)
EC	-1,479*** (0,224)	-1,613*** (0,217)	-1,333** (0,524)	-1,684*** (0,530)
R <sup>2</sup>	0,514	0,513	0,761	0,764

Nota: As estatísticas apresentadas são calculadas com base em 525 observações. O erro padrão robusto é apresentado entre parêntesis (Conyon, 2014). Os níveis de significância são: \*\*\* quando p-value < 0,01; \*\* quando p-value < 0,05; \* quando p-value < 0,1.

Considerando os resultados obtidos nas colunas (i), verifica-se a inexistência de uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e entre o ROA, bem como entre a remuneração dos executivos e o ROE, para um grau de confiança de 95%. No entanto, para o mesmo grau de confiança, é possível identificar uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a os executivos do sexo feminino e a remuneração dos mesmos. Para além disso, verifica-se a existência de uma relação estatisticamente significativa, e positiva, entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas.

Observando os resultados obtidos nas colunas (ii), os resultados alteram-se ligeiramente quando comparados aos de (i), uma vez que, na coluna (iiB), é possível identificar uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o ROE, para um grau de confiança de 95%. Para além disso, não se verifica uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas, para um grau de confiança de 95% nas duas colunas. Assim, apenas é possível confirmar a hipótese H2.

O facto de não ter sido encontrada uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o ROA e ter sido encontrada uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o ROE, demonstra um desalinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro. As empresas em questão deverão rever os seus pacotes de remuneração com o objetivo de aumentar o alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas. A relação negativa encontrada entre a remuneração dos executivos e o ROE, segundo a literatura, poderá estar relacionada com o facto de os gestores usarem o seu poder dentro das empresas para influenciar a definição da própria remuneração, tendo remunerações elevadas em períodos de pior desempenho. Em termos práticos, esta relação pode ser justificada pela existência, geralmente, de tetos máximos, nas empresas, para a componente variável da remuneração. Para além disso, a componente variável pode estar vinculada a KPI operacionais (baseados em resultados de transações correntes) logo, se as empresas obtiverem resultados muito elevados, mas que não sejam decorrentes da sua atividade operacional, estes não vão estar refletidos na remuneração dos executivos.

A relação estatisticamente significativa, e negativa, encontrada nesta amostra, entre a remuneração dos executivos e o sexo feminino demonstra que executivas do sexo feminino são menos remuneradas do que executivos do sexo masculino, expressando a existência de discriminação salarial entre sexos. Logo, as empresas

devem rever as suas práticas de remuneração de forma a garantir, equitativamente, homens e mulheres com funções executivas.

A inexistência de uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas não permite confirmar que, efetivamente, o volume de negócios impacta a remuneração. Conclui-se que, nesta amostra, as empresas de maior dimensão não remuneraram melhor os seus executivos. Isto pode significar que não estão a contratar os executivos mais qualificados.

### 3.5. Análise de Robustez

A Tabela 4 apresenta os resultados dos modelos de regressão linear, utilizando os efeitos fixos de executivo, que permitem captar características individuais específicas de cada executivo como, por exemplo, a capacidade de gestão, de liderança e de negociação.

Conyon (2014) apenas encontrou uma relação estatisticamente significativa, e positiva, entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro quando utilizou os efeitos fixos de executivo. No entanto, como a utilização dos mesmos não permite estudar a variável “FEM” em simultâneo, não será possível tirar conclusões acerca da hipótese H2.

A coluna (A) utiliza o ROA como medida de desempenho e a coluna (B) utiliza o ROE. Foram, ainda, aplicados efeitos fixos de ano (Conyon, 2014).

Tabela 4- Resultados de Estimação - Análise de Robustez

LOGREMUN	(A)	(B)
ROA	-0,004 (0,006)	
ROE		-0,005*** (0,002)
LOG(VN)	0,067 (0,173)	0,194 (0,176)
CEO	0,308*** (0,106)	0,315*** (0,111)
GL	0,029 (0,032)	0,048 (0,032)
EC	-0,803 (0,518)	-1,141** (0,526)
R <sup>2</sup>	0,905	0,908

Nota: As estatísticas apresentadas são calculadas com base em 525 observações. O erro padrão robusto é apresentado entre parêntesis (Conyon, 2014). Os níveis de significância são: \*\*\* quando p-value < 0,01; \*\* quando p-value < 0,05; \* quando p-value < 0,1. Foi utilizada a combinação executivo-empresa.

Os resultados apresentados nesta tabela vão ao encontro dos resultados obtidos anteriormente nas colunas (ii) da Tabela 3. Foi, também, realizada uma segunda análise de robustez, em que foi substituída a variável de remuneração total pela remuneração total de curto prazo e os resultados mantiveram-se. Constata-se, assim, que os resultados são robustos.

# Capítulo 4

## Conclusão

Esta dissertação tem como finalidade testar três hipóteses teóricas: (a) se a remuneração dos executivos está positivamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas; (b) se a remuneração dos executivos é menor quando estes são do sexo feminino e maior quando estes são do sexo masculino; (c) se a remuneração dos executivos está positivamente relacionada com a dimensão das empresas.

Sendo a amostra constituída pelas empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, entre 2018 e 2022 (inclusive), foram utilizados dois modelos de regressão linear múltiplos, a fim de testar as três questões de investigação.

No que diz respeito à hipótese H1, os resultados obtidos permitiram concluir a não existência de uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o ROA, para um nível de confiança de 95% (à semelhança dos resultados obtidos por Parthasarathy *et. al* (2006)). No entanto, foi possível identificar, para um grau de confiança de 95%, uma relação estatisticamente significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o ROE. Estes resultados evidenciam a existência de um desalinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro, manifestando a necessidade de as empresas reverem os pacotes de remuneração dos seus gestores, com o fim de aumentar o alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas.

Estes resultados vão ao encontro dos obtidos por Duffhues & Kabir (2008), que estudaram a relação entre as medidas de desempenho ROA, ROS (*Return on Sales*), RET (*Annual Stock Return*) e Q de Tobin, e a remuneração dos executivos, nas empresas cotadas na *Euronext Amsterdam*, dos Países Baixos, e encontraram uma relação estatisticamente significativa e negativa. Segundo os autores, uma relação negativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho pode ser explicada pelo facto de a remuneração ser influenciada por fatores que não o desempenho empresarial. As empresas podem oferecer remunerações elevadas com o objetivo de reter os executivos, evitando que estes sejam atraídos para a concorrência.

Estes resultados são, também, consistentes com a perspectiva de alguns autores (Bertrand & Mullainathan (2001); Bebchuk & Fried (2006)) de que os executivos podem exercer uma força negocial nos conselhos de administração e nos comités de remuneração, influenciando a sua própria remuneração e afastando-se dos interesses dos acionistas. Apesar de, por norma, o comité de remuneração ser constituído por diretores externos e independentes, podem existir motivações por parte destes (como laços familiares com a empresa, deverem o seu cargo no comité ao CEO atual da empresa, serem ex-funcionários, estarem ocupados a serem executivos noutras empresas) que põem em causa a sua independência (Conyon, 2014). Na prática, esta relação negativa entre as duas variáveis pode ser justificada por, geralmente, nas empresas, existirem tetos máximos no que toca à componente variável da remuneração. Para além disso, esta componente encontra-se, habitualmente, vinculada a KPI operacionais (baseados em resultados de transações correntes). Assim, se as empresas obtiverem resultados muito elevados, não decorrentes da sua atividade operacional, mas sim de transações não frequentes, estes não vão estar refletidos na remuneração dos executivos.

Em relação à hipótese H2, para a amostra em questão e para um grau de confiança de 95%, foi possível aferir a existência de uma relação estatisticamente

significativa, e negativa, entre a remuneração dos executivos e o sexo feminino dos mesmos. Deste modo, verifica-se a existência de discriminação salarial entre homens e mulheres, confirmando a hipótese H2 (consistente com os resultados obtidos por Conyon (2014)).

Relativamente à hipótese H3, para um grau de confiança de 95%, não foi possível identificar a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas, significando que as empresas de maior dimensão não remuneram melhor os seus executivos. Isto pode querer dizer que não estão a contratar os executivos mais qualificados. Desta forma, não é possível confirmar a hipótese H3.

Posto isto, não é possível concluir, na amostra em questão, que a remuneração dos executivos é influenciada positivamente pelo desempenho das empresas, medido pelo ROA e pelo ROE. Estes resultados devem motivar os conselhos de administração e/ou os comités de remuneração a rever os seus pacotes de remuneração com o fim de vincular, eficazmente, a remuneração dos seus executivos ao desempenho financeiro, aumentando o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

O facto de se ter demonstrado que, nesta amostra, existe discriminação salarial entre sexos, deverá estimular as empresas a reconsiderar as suas políticas, de forma garantir uma remuneração equivalente entre homens e mulheres em cargos executivos.

Por último, a inexistência de uma relação estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e a dimensão das empresas, deverá incentivar as empresas do PSI-Geral, de maior dimensão, a rever as suas práticas de contratação e os seus pacotes de remuneração, de forma a atrair executivos mais qualificados ou a aumentar a remuneração aos gestores atuais.

# Bibliografia

Abowd, J. M., & Kaplan, D. S. (1999). Executive Compensation: Six Questions That Need Answering. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 145-168.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay? *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 154-171.

Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (1999). Executive compensation, strategic competition and relative performance evaluation: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 54(6), 1999-2043.

Ahlert, B. K. (2017). *O impacto da forma de remuneração dos executivos no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto*

Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2011). *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. Atlas.

Bebchuk, L., & Fried, J. (2006). *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press].

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2001). Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932.

Bertrand, M., & Hallock, K. F. (2001). The Gender Gap in Top Corporate Jobs. *ILR Review*, 55(1), 3-21.

Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514-531. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>

Brick, I., Palmon, O., & Wald, J. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance*, 12, 403-423.

Camargos, M. A., & Helal, D. H. (2007). Remuneração executiva, desempenho econômico financeiro e estrutura de governança corporativa em empresas brasileiras. 1-15.

Conyon, M. J. (2014). Executive Compensation and Board Governance in US Firms. *The Economic Journal*, 124(574), F60-F89. <https://doi.org/10.1111/eoj.12120>

Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, 80(2), 441-476.

Da Silva, J. P. D. (2023). *Remuneração variável de executivos e manipulação de resultados* Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa].

Duarte, C. M. C. (2006). *Determinantes da remuneração variável nas empresas portuguesas* Instituto Politécnico de Tomar].

Duffhues, P., & Kabir, R. (2008). Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 45-60.

Funchal, J. d. A. (2005). *Determinantes da remuneração dos executivos em empresas de capital aberto latino-americanas* Universidade do Vale do Rio dos Sinos].

Georgen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068-1077. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002>

Gondim, D. C. M. *Remuneração variável como impulsor na gestão de resultados*.

Ghosh, A. (2003). Board Structure, Executive Compensation and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. *IGIDR Working Paper Series*.

Gregg, P., Jewell, S., & Tonks, I. (2010). *Executive Pay and Performance in the UK* University of Bath].

Gutiérrez, M., Papiashvili, N., Tribó, J. A., & Vazquez, A. B. (2020). Managerial incentives for attracting attention. *European Financial Management*, 26, 896-937.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-264.

Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1), 1-19.  
<https://doi.org/10.1016/j.jjie.2004.05.003>

Kayani, U. N., & Gan, C. (2022). Executive Compensation and Firm Performance Relationship. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 25(01). <https://doi.org/10.1142/s0219091522500084>

Krauter, E. (2009). *Contribuições do sistema de remuneração dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras* Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo].

Krauter, E. (2013). Remuneração De Executivos E Desempenho Financeiro: Um Estudo Com Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 7(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>

Kuo, H-C., Lin, D., Lien, D., Wang, L-H., & Yeh, L-J. (2014). *Is there an inverse U-Shaped relationship between pay and performance?* *North American Journal of Economics and Finance*, 28(1), 347-357. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.03.007>

Larrate, M. (2013). *Governança corporativa e remuneração dos gestores*. Atlas.

Lazear, E. P., & Shaw, K. L. (2005). Wage Structure, Raises and Mobility: International Comparisons of The Structure of Wages Within and Across Firms. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*.

Lewellen, W., Loderer, C., & Martin, K. (1987). Executive compensation and executive incentive problems: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 9(3), 287-310.

Luo, Y., & Jackson, D. (2012). Executive compensation, ownership structure and firm performance in chinese financial corporation. *Global Business and Finance Review*, 17(1), 56-74.

Martinho, G. (2022). *A Remuneração dos Administradores à luz da Teoria da Agência - As Práticas Adotadas em Portugal* Universidade Católica Portuguesa-Faculdade de Direito].

Müller, V.-O. (2014). Do Corporate Board Compensation Characteristics Influence the Financial Performance of Listed Companies? *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 983-988. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.575>

Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation.

Murphy, K. J. (2012). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. *Handbook of the Economics of Finance*.

Nascimento, R. S. P. (2009). *A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: o Caso Português*.

Parthasarathy, A., Menon, K., & Bhattacharjee, D. (2006). *Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance: An Empirical Analysis* Indian Institute of Management Calcutta].

Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

Serapicos, A. J. C., Leite, J. M., & Fernandes, P. O. *A teoria da agência, o desempenho organizacional, a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista: Gaps teóricos na literatura* Instituto Politécnico de Bragança].

Silva, A. L. C. d., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502.

Sloan, R. G. (1993). Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 55-100.

Wang, Y., Wang, F., Liu, S., & Gong, D. (2021). The Influence of Executive Compensation Gap on Earnings Management from the Perspective of Media Supervision: Evidence from China. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2021, 1-10. <https://doi.org/10.1155/2021/3203759>

Wet, J. d. (2012). Executive Compensation and the EVA and MVA Performance of South African Listed Companies. *Southern African Business Review*, 16(3).

Wood Jr., T., Picarelli Filho, V. (1999). *Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva*. Atlas.