

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO E ESTRUTURA
DE COMPENSAÇÃO DO BOARD OF DIRECTORS:
UMA PERSPECTIVA DO SECTOR FINANCEIRO MUNDIAL

Paulo Ricardo Vitor Falcão

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Gestão

Orientadora:

Prof.^a Doutora Clara Raposo, Prof.^a Associada, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Maio 2009

Agradecimentos

À Prof.^a Clara Raposo, pela orientação e acompanhamento do presente estudo. A sua disponibilidade foi um factor essencial para o resultado que aqui apresento.

Ao Prof. Miguel Ferreira pela disponibilização de informação e pela oportunidade concedida para colaborar como *Research Assistant*. Esta experiência contribuiu para o desenvolvimento do meu interesse e conhecimento na temática que aqui desenvolvo.

Por último, quero deixar uma palavra de agradecimento ao meu colega Pedro Henriques pelo aconselhamento e opiniões construtivas ao longo deste trabalho.

Resumo

O interesse no estudo da compensação de executivos tem tido um aumento progressivo na última década. Os estudos existentes são elaborados numa perspectiva geral, agregadora de todas as empresas, independentemente do seu sector de actividade. Muitos autores consideram o sector financeiro como um caso particular onde, por via de regulamentações específicas, existe um conjunto de características que as diferencia das demais empresas. O presente estudo procura precisamente confirmar esta opinião, através da observação das empresas do sector financeiro mundial.

Partindo da recolha de dados de compensação do ano de 2006, relativos às maiores empresas dos cerca de 30 países com o maior PNB em 2006, foi criada a base de dados, que suportou toda a análise posterior.

Concluí-se que a estrutura do *Board of Directors* não apresenta grandes diferenças a nível mundial, sendo a principal evidência a diferença de valor e estrutura do vencimento atribuído no continente americano. Neste continente verifica-se que a remuneração dos executivos é em muito superior às restantes regiões, em parte resultado do facto de existir um predomínio claro do vencimento baseado em *shares*. Ao invés das restantes regiões onde o vencimento fixo predomina em detrimento da componente *share based* (10% do total do vencimento), no continente americano essa componente atinge pesos na casa dos 50%.

Estas conclusões acabam por se assemelhar às tendências demonstradas nos estudos mais recentes desta área, para a generalidade dos sectores de actividade. De facto, o sector financeiro parece apresentar as mesmas práticas, patentes nas maiores empresas da economia mundial.

Abstract

The interest in the study of executive compensation has progressively increase in the last decade. Existing studies are developed in a general perspective of all economy sectors, without focusing on a specific industry. Many authors consider the financial sector as a particular case, with different characteristics from all others, due to the specific laws and regulations that control the financial markets. This study seeks to confirm this view, through an observation of the financial sector companies from all over the world.

I begin with the collection of data from executive compensation for the year 2006, from the largest companies from the 30 countries with the highest GNP in 2006, creating a database, which endured throughout the analysis.

The study concluded that the structure of the Board of Directors does not vary widely throughout the world. The main evidence was the difference in value and structure of the salary awarded in the American continent, where the remuneration of executives is much higher than in the other regions, in part as a result of the fact that there is a predominance of pay based on shares. Unlike the other regions, where the fixed salary is preferred rather than share-based (10% of total awards), the American continent affects about 50% of share-based compensation in the total executive award.

The conclusions are similar to the trends shown in recent studies, for the most industries. In fact, the financial sector seems to show the same practices as the other industries.

Key words: Corporate Governance, Compensação de executivos, Sector financeiro, Diferenças de vencimento de executivos

JEL Classification number: G34, G38

Índice

Índice	V
Índice Figuras	VI
Índice Tabelas	VII
1. Introdução	1
2. Revisão Bibliográfica	3
2.1. Enquadramento	3
2.2. Modelos de <i>Corporate Governance</i>	7
2.3. Estrutura e componentes da compensação executiva	8
2.4. Determinantes das diferenças de compensação	12
2.5. Diferenças a nível regional	13
2.6. Importância do estudo do sector financeiro.	15
3. Amostra	17
3.1. Critérios de pesquisa e processo de recolha	17
3.2. Dados recolhidos	19
3.3. Fontes consultadas	21
3.4. Descrição da Amostra	22
4. Análise dos Dados	26
4.1. Composição do <i>Board of Directors</i>	26
4.2. Estrutura de compensação dos membros executivos do <i>Board</i> .	34
4.3. Estrutura da compensação dos membros não executivos do <i>Board</i> .	38
4.4. Estrutura de compensação dos CEO's	43
4.5. Estrutura de remuneração do <i>Board of Directors</i>	47
5. Relação entre indicadores financeiros e a estrutura e vencimento do <i>Board</i>	49
5.1. Correlação entre <i>Market Value</i> e Composição e Compensação do <i>Board</i>	50
5.2. Correlação entre <i>Equity Capital and Reserves</i> e Composição e Compensação do <i>Board</i>	52
5.3. Correlação entre <i>Total Sales</i> e Composição e Compensação do <i>Board</i>	55
6. Modelo de regressão linear	57
7. Conclusões	62
8. Bibliografia	66
9. Anexos	69

Índice Figuras

Figura 1: Componentes do modelo típico de incentivos	10
Figura 2: <i>SIC Codes</i> – Classe 6	18
Figura 3: Média de membros do <i>Board of Directors</i> (país)	27
Figura 4: Média de membros executivos do <i>Board of Directors</i> (país)	29
Figura 5: Média de membros não executivos do <i>Board of Directors</i> (país)	31
Figura 6: Estrutura do vencimento médio de membros executivos do <i>Board</i> (país)	36
Figura 7: Estrutura do vencimento médio de membros executivos do <i>Board</i> (região)	38
Figura 8: Estrutura do vencimento médio de membros não executivos do <i>Board</i> (país)	41
Figura 9: Estrutura do vencimento médio de membros não executivos do <i>Board</i> (região)	42
Figura 10: Estrutura do vencimento de CEO (país)	45
Figura 11: Estrutura do vencimento de CEO (região)	46
Figura 12: Estrutura da distribuição do vencimento do <i>Board</i> (país)	47
Figura 13: Estrutura da distribuição do vencimento do <i>Board</i> (região)	48
Figura 14: Relação entre <i>Market Value</i> e <i>Average Board Compensation</i>	58
Figura 15: Relação entre <i>Market Value</i> e <i>CEO Compensation</i>	60

Índice Tabelas

Tabela 1: Empresas por Ramo de actividade	23
Tabela 2: Distribuição geográfica da amostra	24
Tabela 3: Ramo de actividade por região	25
Tabela 4: Estatística de membros do <i>Board of Directors</i> , (região)	28
Tabela 5: Estatística de membros executivos do <i>Board of Directors</i> (região)	30
Tabela 6: Estatística de membros não executivos do <i>Board of Directors</i> (região)	32
Tabela 7: Estrutura do <i>Board of directors</i> (país)	33
Tabela 8: Estrutura do <i>Board of directors</i> (região)	34
Tabela 9: Estrutura de vencimentos médios de membros executivos do <i>Board</i> (país)	35
Tabela 10: Estrutura de vencimentos médios de membros executivos do <i>Board</i> (região)	37
Tabela 11: Estrutura de vencimentos médios de membros não executivos do <i>Board</i> (país)	40
Tabela 12: Estrutura de vencimentos médios de membros não executivos do <i>Board</i> (região)	42
Tabela 13: Estrutura de vencimentos médios do CEO (país)	44
Tabela 14: Estrutura de vencimentos médios do CEO (região)	46
Tabela 15: Coeficiente Correlação <i>Market value</i> - Estrutura do <i>Board</i>	51
Tabela 16: Coeficiente Correlação <i>Market value</i> - Compensação do <i>Board</i>	51
Tabela 17: Coeficiente Correlação <i>Market value</i> - Compensação de executivos	51
Tabela 18: Coeficiente Correlação <i>Market value</i> - Compensação de não executivos	52
Tabela 19: Coeficiente Correlação <i>Market value</i> - Compensação de CEO	52
Tabela 20: Coeficiente Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Estrutura do <i>Board</i>	53
Tabela 21: Coeficiente Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação do <i>Board</i>	53
Tabela 22: Coeficiente Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação de membros executivos	53
Tabela 23: Coeficiente Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação de não executivos	54
Tabela 24: Coeficiente Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação de CEO	54
Tabela 25: Coeficiente Correlação <i>Total Sales</i> - Estrutura do <i>Board</i>	55
Tabela 26: Coeficiente Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação do <i>Board</i>	55
Tabela 27: Coeficiente Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação de executivos	56
Tabela 28: Coeficiente Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação de não executivos	56
Tabela 29: Coeficiente Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação de CEO's	56
Tabela 30: Equação da regressão linear, <i>Market Value</i> - <i>Average Board Compensation</i>	59
Tabela 31: Equação da regressão linear, <i>Market Value</i> - <i>Average CEO Compensation</i>	61

1. Introdução

O conceito de *Corporate Governance* constitui uma das discussões que mais se têm desenvolvido no seio da comunidade financeira a nível internacional. Apesar de estudado há mais de duas décadas, o tema está cada vez mais na ordem do dia, não só como resultado dos actuais acontecimentos na economia mundial, onde cada vez mais se questiona todo o contexto que envolve o vencimento dos quadros superiores das empresas, mas igualmente devido à complexidade e ao conjunto de estruturas e condicionantes de diversas índoles que influenciam as políticas levadas a cabo na gestão de topo das maiores organizações mundiais.

A qualquer modelo de gestão, surge sempre associada uma política de compensação de executivos, responsável pela definição da estrutura e nível dos vencimentos atribuídos a cada um dos membros do painel de gestão. Alguns estudos têm sido desenvolvidos sob este panorama, mostrando de um modo geral uma perspectiva global do tecido empresarial, onde são focadas regiões em particular ou observadas as características do vencimento de um grupo restrito de elementos pertencentes ao *Board of Directors*. O texto que aqui se apresenta propõe a observação das principais empresas do sector financeiro mundial, analisando as diferenças quer na estrutura da remuneração atribuída aos membros do *Board*, quer nos montantes envolvidos nesse mesmo vencimento.

A nível estrutural o *Board of Directors*, ou conselho de administração, subdivide-se tipicamente em duas comissões, a executiva (responsável pela gestão corrente da empresa), e a não executiva (encarregue de supervisionar as decisões do executivo). Apesar de identificadas com diferentes terminologias, consoante a região ou modelo de governação empresarial vigente na empresa, o conceito subjacente à existência de uma comissão executiva e outra não executiva acabam sempre por estar patentes no modelo de gestão de todas as empresas observadas.

Deste modo, acabamos por concluir que a estrutura do *Board* é bastante semelhante para as regiões consideradas (América, Ásia, África e Europa), sendo que todas elas rondam uma média de 15 elementos por *Board*, com 25% de elementos executivos e 75% de não executivos.

Relativamente à estrutura da remuneração verificámos que a mesma se compõe de várias parcelas, podendo estas ser agrupadas em três componentes distintas – fixa (remuneração atribuída a título fixo, como por exemplo o salário e as contribuições

sociais); variável (compensação atribuída a título variável como é o caso dos prémios por objectivos); *share-based* (compensação baseada em participações no capital da empresa, p.e. *shares, options*). Neste aspecto verificam-se já algumas diferenças a nível regional, tanto nos valores de compensação atribuída, como na composição e estrutura da mesma, com especial destaque para o continente americano onde os valores superam a média dos seus pares noutras regiões. De facto os elementos do *Board* de uma empresa americana tendem a auferir vencimentos substancialmente superiores, onde um CEO irá receber em média 10 milhões de dólares anuais, contra cerca de 2 milhões na Europa e África e 1 milhão no continente asiático.

Além das diferenças de montante, a forma como o vencimento é atribuído nas diferentes regiões, leva-nos mais uma vez a tirar conclusões em relação ao continente americano. Ao passo que nos continentes africano, europeu e asiático é dada uma importância relativamente baixa à componente *share-based* (10%), repartindo-se a grande maioria do vencimento sob a forma fixa e variável, no continente americano, cerca de metade da remuneração assume a forma de participações no capital da empresa, remetendo o gestor para o papel de accionista, numa tendência clara de fazer convergir a dualidade natural do conflito de agência.

Desta pequena observação, podemos facilmente inferir que as mentalidades sociais e empresariais têm um papel determinante nesta diferença demonstrada. A cultura americana, em comparação com a europeia, apresenta uma tendência superior para o risco e para a livre iniciativa, o que acaba por se materializar na importância que a componente mais arriscada do vencimento tem no total das remunerações. Ao invés as culturas europeias afiguram-se mais do estilo *risk adverse*, onde acima de tudo se pretende salvaguardar a segurança de um vencimento seguro e estável como é o fixo.

Por último, constatamos ainda que o nível de vencimento sob a forma de *shares*, e por conseguinte total, atribuído no continente americano, está positivamente relacionado com as vendas totais da empresa e com o valor de *Equity Capital and Reserves*, onde as empresas cujos montante de vendas e/ou capital próprio sejam superiores, atribuem aos seus executivos maiores níveis de participação na empresa, neste caso correspondentes a remuneração.

2. Revisão Bibliográfica

2.1. Enquadramento

Longe vão os tempos em que os papéis de proprietário e de gestor se confundiam nas grandes empresas. Apesar de, nos dias de hoje, ainda existir uma enorme diversidade e multiplicidade de pequenas e médias empresas em que essa figura é coincidente, é preciso recuar longas décadas para encontrar empresas de grande dimensão em que o paradigma de gestão se centrasse apenas num só intérprete. É o exemplo histórico de *Henry Ford*, o empreendedor norte-americano que no ano de 1903 fundou a empresa automóvel *Ford Motor Company*, ainda hoje, volvidos mais de cem anos, uma das maiores produtoras automóveis a nível mundial. *Ford* foi não só o fundador e proprietário da sua empresa, acumulando também as funções de gestor. E é precisamente na gestão que se lhe poderão atribuir o maiores feitos. A introdução da produção em série produziu efeitos em cadeia em toda a economia mundial da sua época, repercutindo-se ainda nos dias de hoje. De facto, por mais críticas que se apontem ao seu modelo de produção, a verdade é que, apesar de actualizado e adaptado à realidade do século XXI, o *Fordismo* continua a ser base do processo produtivo nas maiores companhias mundiais.

Ford sabia exactamente aquilo que pretendia para si e para a sua empresa, como proprietário e como gestor, o que o levou a procurar os melhores cenários para prosseguir o seu sonho. No entanto, o mundo de hoje é bem diferente do mundo dos tempos em que *Ford* fundou a sua empresa.

A realidade económica e empresarial é cada vez mais global, factores como tecnologia e a facilidade de troca de informação estreitaram barreiras físicas e temporais no nosso planeta. Assistimos cada vez mais à expansão de empresas, quer seja difundindo a sua actividade comercial na busca de novos mercados, quer seja na descentralização da produção, procurando factores que atribuam maior competitividade como por exemplo, mão-de-obra mais barata, maiores benefícios fiscais, entre outros.

Além disso, o capital das empresas não é mais propriedade de um só indivíduo ou de uma sociedade restrita. Os movimentos de abertura de capitais fizeram com que as empresas sejam partilhadas por grupos de accionistas, que ao investirem o seu capital na

empresa procuram a obtenção dos dividendos que resultem dos lucros obtidos na sua actividade.

Observando todo este panorama é assim fácil perceber que a figura de proprietário/gestor, tão bem personificada por *Henry Ford*, faz cada vez mais parte do passado.

Os proprietários são assim os accionistas, participando na empresa quase unicamente com o capital, esperando obter os seus dividendos, apenas distribuídos caso a empresa atinja resultados que o permitam. É portanto do interesse do accionista que o desempenho da “sua” empresa seja o mais eficaz possível, alcançando resultados que lhe permitam o máximo de retorno para o capital investido.

No entanto, o accionista não é o gestor da empresa e como tal não lhe cabem a si as decisões sobre os investimentos, actividades e políticas que irão determinar o desempenho e, em consequência, o resultado e nível de dividendos a distribuir.

Surge, assim, a figura do gestor, que por competências profissionais e/ou por questão de indisponibilidade dos accionistas, será a entidade responsável pelo dia a dia da empresa, a quem caberão as decisões sobre quais os melhores rumos a seguir para atingir os objectivos definidos pelo accionista.

Esta representação leva a uma separação da propriedade e controlo, o que coloca a dúvida se os interesses das duas partes estarão alinhados. Estamos assim perante o chamado “*Conflito de Agência*”. Tal como referido por Berle e Means (1932), “*a separação entre propriedade e controlo nas empresas modernas é, acima de tudo, a questão essencial do conflito de agência*”.

O estudo de Evans e Evans (2002) sugere ainda que “*esta divisão conduz a custos de agência, onde os gestores exploram o acesso a informação privilegiada para maximizar a sua utilidade*”.

Perante esta problemática, os accionistas (*Principal*) irão formalizar um contrato, alinhando os seus interesses e objectivos pretendidos, com o gestor (*Agente*). Esse acordo irá reunir um conjunto de incentivos a atribuir ao agente, para que o seu comportamento e as suas decisões sejam tomados como se de um accionista se tratasse.

É neste contexto que durante os últimos anos muitos autores se têm debruçado sobre a compensação de executivos, tentando perceber os diversos modelos e políticas existentes,

procurando a composição e limites ideais que encontrem a melhor forma de alinhar os interesses das duas partes.

Jensen e Murphy (1990) defendem que, definir a compensação dos executivos tendo por base proveitos contabilísticos, incentiva-os não só a manipular a escolha dos critérios contabilísticos, como também a favorecer projectos com retorno a curto prazo, em virtude de projectos rentáveis apenas a longo prazo.

Por seu turno, Kaplan e Atkinson (1989), consideram que os contratos de compensação devem constituir uma importante motivação e direcção para os gestores, devendo ser competitivos, de forma a atrair os melhores gestores, comunicando e reforçando as prioridades e objectivos associando bónus e incentivos a indicadores de performance. Além disso, devido às diferenças de atitude face ao risco e à existência de informação privilegiada, existirão sempre conflitos entre agentes e principais, e só estabelecendo um acordo contratual que vise incentivos para o agente e um método de monitorizar os seus limites de acção por parte do accionista, levarão à mediação desse conflito.

Chegamos assim, à conclusão que resolver o conflito entre gestor e accionista é uma questão longe de ser pacífica. Muitas são as formas de aproximar os interesses das duas partes. No entanto, o gestor terá sempre uma visão e controlo privilegiados que o levarão a decidir muitas vezes de forma distinta do pretendido pelo accionista. Além disso, nunca poderemos esquecer que a experiência e atributos pessoais do gestor poderão determinar muitas das suas acções, visto que haverá sempre situações onde os gestores demonstrarão diferentes comportamentos face ao risco. Encontrar formas contratuais de alinhar interesses tem sido alvo de estudo constante por parte de investigadores de diversas áreas sejam elas contabilísticas, financeiras, políticas e até sociais. A verdade é que haverá sempre desequilíbrios resultantes sobretudo de acesso à informação. "...se os *shareholders* tivessem acesso a toda a informação sobre as actividades e oportunidades de investimento dos CEO's, poderiam desenhar um contrato especificando todas as directrizes de acção para cada região do mundo. No entanto, as oportunidades de investimento e as acções de gestão, não estão à vista dos *shareholders*. Estes nem sequer têm conhecimento das acções que o CEO pode tomar e quais dessas aumentarão o benefício dos *shareholders*." (Jensen e Murphy (1990), e Dow e Raposo, (2005)).

Este estudo não pretende de todo discutir os modelos e políticas de compensação seguidos nas diferentes empresas a nível mundial, nem tão pouco questionar todos os estudos avançados nesta área nos últimos anos. A questão fundamental deste estudo será uma análise estatística dos diferentes níveis e estrutura de compensação, para o ano de 2006, de um conjunto das maiores empresas do sector financeiro mundial. Ir-nos-emos debruçar sobre um conjunto de países e regiões mundiais, verificando as principais diferenças relativamente: (1) à composição do *Board of Directors*, como seja o número de elementos típico e a sua repartição entre membros executivos e não executivos; (2) ao nível salarial, atribuído ao *Board* em geral e aos membros executivos, não executivos e CEO em particular; e (3) às diferentes componentes da compensação. Finalmente iremos verificar de que forma todas estas diferenças se relacionam com o país, região e principais indicadores financeiros. O objectivo final será à construção de um “quadro” típico do sector financeiro, que seja capaz de espelhar quais as práticas mais correntes destas empresas ao nível de políticas de compensação, níveis e composição salariais e quais as discrepâncias entre as regiões observadas.

Neste capítulo pretende-se fazer um enquadramento à questão em estudo. Iremos identificar e compreender os avanços que a investigação tem alcançado nesta área, e tentaremos perceber o porquê do surgimento de toda a problemática que envolve a compensação de executivos.

Nos pontos seguintes faremos um enquadramento teórico de várias questões relacionadas com o objecto de estudo. Numa primeira análise identificaremos os modelos de *Corporate Governance* e as respectivas diferenças, seguindo-se uma análise explicativa dos elementos que tipicamente constituem a compensação de um executivo. Finalmente, e formulando já um conjunto de hipóteses a testar mais adiante neste estudo, iremos procurar potenciais determinantes da compensação de executivos, tais como factores institucionais associados ao país de origem, especificidades culturais e históricas associadas às empresas e finalmente os critérios de escolha de medidas de performance, determinantes de prémios, bónus e níveis salariais.

2.2. Modelos de *Corporate Governance*

Corporate Governance designa o conjunto de práticas e modelos seguidos, por entidades internas ou externas à própria empresa, cujo intuito visa a procura da melhor forma de fiscalizar e garantir que a estrutura de gestão de uma empresa está a ser seguida de acordo com o estipulado contratualmente entre agente e principal, ou seja, procura definir a melhor forma de alinhar os interesses das duas partes na gestão da organização. Segundo Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro (2006) “A expressão «governo da sociedade» designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência.”

Existem essencialmente dois modelos de *Corporate Governance*: o modelo Anglo-Saxónico (ou americano), e o modelo Continental (ou germânico).

O primeiro modelo é seguido principalmente nos países de cultura anglo-saxónica, como é o caso do Reino Unido e EUA, e onde existe uma grande divulgação de informação. É um modelo característico de mercados onde a propriedade é dispersa, e onde os investidores são tipicamente institucionais, sendo por isso grandes accionistas. Este modelo baseia-se na convicção de que o mercado de controlo empresarial é eficiente e promove a atribuição de remunerações variáveis aos gestores.

No entanto, este modelo é muitas vezes criticado como sendo proteccionista dos accionistas e atribuindo demasiada liberdade aos gestores.

Quanto ao modelo continental, baseado no paradigma germânico, é característico de economias onde a propriedade está concentrada em pequenos grupos financeiros e familiares, e onde os mercados são estreitos e ilíquidos. Segundo este modelo, é comum a existência de um pequeno grupo de accionistas com posições relevantes, o que conduz a que seja a estrutura accionista a definir a estratégia. Ao contrário do modelo anglo-saxónico, a componente fixa é predominante na compensação dos executivos, e são escassos os movimentos de fusões e aquisições entre empresas. Por último, convém referir que este modelo é apontado como atribuindo demasiado poder aos accionistas maioritários.

2.3. Estrutura e componentes da compensação executiva

Já nos apercebemos que a compensação de executivos, nomeadamente a sua composição, o peso de cada um dos seus componentes e o seu valor, estão claramente relacionados com um conjunto de factores como o modelo de *Corporate Governance*, o sector e dimensão da empresa, os atributos do CEO, a cultura do país de origem, entre outros.

Neste ponto tentaremos perceber os pontos de vista dos principais autores sobre esta matéria, suportados pelos seus estudos científicos. Veremos quais as principais componentes da compensação identificadas e defendidas por estes autores, e posteriormente tentaremos reflectir sobre as conclusões acerca do modo como essas diferenças estão decalcadas de região para região, sector para sector ou cultura para cultura.

Esta reflexão irá ajudar a perceber não só a forma como a problemática do conflito de agência tem sido tratada nas empresas, como também a expor sucintamente as tendências actuais, de modo a que, por fim, possamos enquadrar o âmbito do nosso estudo e testar as particularidades do sector financeiro à luz do ponto de vista dos principais autores.

Tipicamente a compensação atribuída aos membros executivos de uma organização reparte-se em duas grandes componentes: uma fixa, acordada contratualmente e que será sempre auferida pelo executivo, independentemente do seu desempenho, e uma parte variável, que tal como o nome indica irá variar de acordo com um conjunto de medidas de performance acordadas contratualmente.

O que importa estudar será o papel que cada uma destas duas componentes salariais representa no total do vencimento, nomeadamente a sua importância relativa, e os elementos que constituem cada uma das partes, e verificar a sua articulação com a envolvente.

Murphy (1998) documentou que a maioria dos *pacotes de compensação* continha quatro elementos básicos: um salário base, um bónus anual indexado a medidas de performance contabilísticas, *stock options*, e incentivos de longo prazo (LTIP's).

Por seu turno, Kaplan e Atkinson (1989), na mesma linha do pensamento de Murphy, consideram que os incentivos se dividem em três grandes grupos de dicotomias: “*Immediate vs Long Term; Cash vs Equity; Monetary vs Nonmonetary*”.

De facto, parecem ser esses os componentes mais citados quando observamos as maiores empresas mundiais. De seguida veremos as componentes do vencimento que parecem moldar o modelo actual de compensação de executivos

Salário Base

A componente base da compensação parece perder cada vez mais a sua importância. Os seus níveis são geralmente definidos de acordo com práticas de mercado, sendo delimitados consoante a média atribuída a profissionais com o mesmo estatuto e responsabilidade, no sector onde a empresa actua. Neste contexto, Murphy (1998) descobre ainda que em instituições do sector financeiro são utilizadas medidas específicas para o sector, o que vem confirmar a importância de observar este sector em particular.

Apesar de, como já foi referido, esta componente tender para um peso cada vez menos relevante no total da compensação, continua ainda a ser um elemento indispensável em qualquer contrato, isto porquê para além de existirem culturas onde esta componente tem uma enorme tradição, são também comuns alguns casos onde partes das componentes do total da compensação são definidas de acordo com uma percentagem sobre a base salarial, como é o caso muitas vezes das pensões. Ainda citando Fernandes, Ferreira, Matos e Murphy (2008), a personalidade de aversão ao risco de alguns gestores, levá-los-á a preferir sempre uma forte componente fixa nos seus acordos salariais.

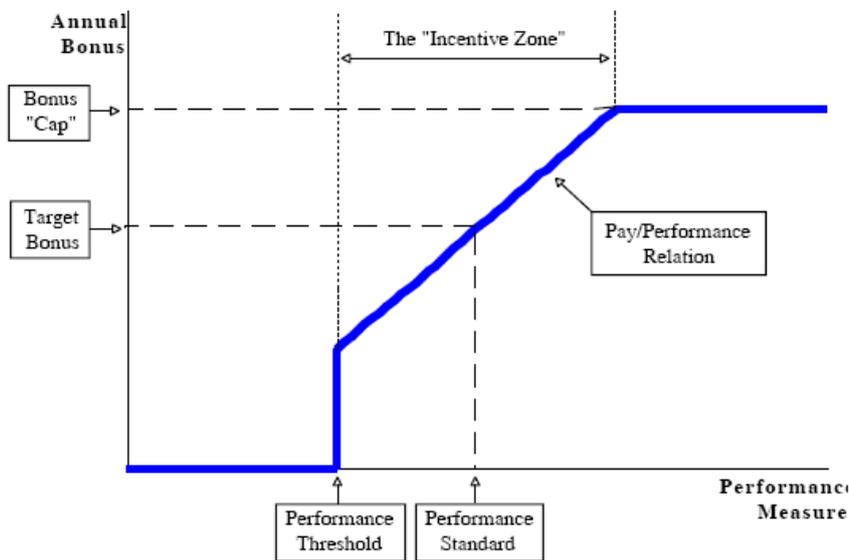
Nesta componente encontramos sobretudo o salário, os vencimentos por cada reunião do *Board*, as contribuições para o fundo de pensões e alguns benefícios em espécie próprios da actividade do empresário (viatura, alojamento, deslocações).

Bónus e incentivos

A segunda forma de compensação mais utilizada corresponde a bónus e incentivos atribuídos aos gestores. Este tipo de incentivos está geralmente associado a planos de objectivos e a KPI's (*Key Performance Indicators*), podendo ainda estes ser de curto ou

longo prazo, ou seja, baseados na performance do ano ou no alcance de objectivos ao fim de dois ou mais anos. Os contratos estipulam geralmente um patamar de performance, que se atingido dará origem ao vencimento do valor acordado contratualmente. Na generalidade o modelo define que nenhum bônus será atribuído até ao alcance de determinado patamar, a partir do qual existe um valor mínimo a ser atribuído que irá aumentar à medida que a performance se afasta positivamente do patamar estipulado.

Figura 1: Componentes do modelo típico de incentivos



Fonte: Murhy, 1998

Associada a este tipo de compensação surge a questão da definição das medidas de performance. Maioritariamente são utilizadas não uma, mas várias medidas como referência para a atribuição de bônus. Esta escolha depende naturalmente da política da empresa, que por sua vez estará relacionada com o seu ramo de actividade. Estas medidas podem estar associadas a um só plano ou pelo contrário poderá cada medida estar associada a um plano de compensação independente.

O estudo de Muphy (1998) mostra-nos ainda que a maioria das empresas adota critérios contabilísticos como medidas de performance (*Earnings per share*, *Return on equity*). O autor evidencia ainda dois problemas adjacentes à utilização de critérios

contabilísticos. Em primeiro lugar, visto que as demonstrações contabilísticas são apresentadas anualmente, os gestores podem-se sentir motivados a tomar acções que aumentem o resultado actual em detrimento do potencial de atingir maiores resultados no futuro. Por outro lado, os resultados contabilísticos poderão ser facilmente manipulados.

Uma forma alternativa à medida de performance são os chamados standards de performance, que não são mais do que um conjunto de metas e objectivos definidos antecipadamente e que deverão ser alcançados em determinado prazo, para dar lugar ao vencimento do respectivo bónus. Para Murphy (1998) também este formato levanta algumas questões de fiabilidade uma vez que os executivos visados no plano são muitas vezes os mesmo que determinam os objectivos. No entanto, a definição de objectivos baseados no custo de capital ou na performance do sector poderão contrariar esta influência negativa.

Share-Based Payments

Share Based Payments constituem outra das grandes componentes da compensação de executivos. Defendido por autores e cada vez mais adoptado por empresas, esta parece ser a ferramenta de compensação que reúne maior consenso quanto a ser aquela que melhor alinha os interesses de gestores e accionistas. Apesar deste modelo de compensação poder assumir várias formas (que serão revistas mais adiante), na generalidade o seu objectivo é atribuir um conjunto de acções da empresa, de modo a colocar o gestor no papel de accionista, tornando-o interessado na valorização accionista da empresa, à semelhança deste último. Veremos então as personificações mais comuns deste tipo de compensação.

Stock options – Atribuem ao executivo o direito de adquirir um determinado número de acções da empresa, a um preço previamente fixado, até ao final de um determinado período. Murphy (1998) considera que devido ao facto das *stock options* considerarem apenas a valorização do preço das acções e não o retorno total dos *shareholders*, os gestores terão tendência a evitar os dividendos e a favorecer a recompra de acções.

Performance Shares – Corresponde à atribuição aos membros executivos, de um determinado número de acções da empresa, como prémio do alcance de um objectivo definido contratualmente.

Restricted Stock – Conjunto de acções, geralmente com características contabilísticas e fiscais benéficas, atribuídas apenas a um número restrito de executivos em virtude destes preencherem os requisitos definidos para a abrangência do plano (*p.e.* número de anos de trabalho na empresa).

Stock Appreciation Rights – Constitui uma parcela de compensação atribuída caso se verifique o aumento do valor das acções, desde que foram atribuídas até à data do vencimento.

2.4. Determinantes das diferenças de compensação

Depois de observarmos as principais componentes que estruturam a compensação de executivos, veremos algumas das condicionantes que motivam as suas diferenças, quer no nível, quer na estrutura.

Observaremos de seguida quais os factores encontrados pelos autores que conduzem às referidas diferenças, e de que forma se verificam essas influências.

Bryan, Nash e Patel (2006) consideram que uma das principais determinantes está na forma como são defendidos legalmente os direitos dos investidores. Tendencialmente em sistemas financeiros onde existe uma forte protecção ao accionista, maior é a probabilidade de aquisição de acções por parte dos investidores. Esta característica acaba por levar a uma maior parcela de remuneração sob a forma de *share based payments*. Segundo o autor, o sistema Inglês é um forte exemplo de um sistema financeiro onde o accionista é legalmente protegido.

Outra das questões debatidas por estes autores é o custo de agência da dívida. O papel desempenhado pelo peso desta característica é determinante na estrutura de compensação. Bryan et al. (2000), Kole (1997), Bizjak, Brickley e Coles (1993), Gaver e Gaver (1993) e Smith e Watts (1992), defendem que firmas com um maior crescimento do valor das opções conduzem a assimetrias de informação que levam muitas vezes os gestores a utilizar essa informação privilegiada em seu proveito. Em consequência estas empresas recorrem a um modelo de compensação baseado em participações da empresa.

A dimensão da instituição é outro dos factores que influencia o conflito de agência. Quanto maior é uma empresa, maior tende a ser o número de operações e como tal mais

difícil o controlo por parte dos accionistas, o que mais uma vez conduz ao oportunismo dos gestores. Bryan et al. (2006) confirma a tendência de recurso à compensação baseada em participações, quanto maior é a dimensão da empresa.

Jensen (1986) argumenta ainda que quanto maior é o montante de meios libertos de que a empresa dispõe (*Free Cash Flow*), maior é a tendência para a atribuição de *shares* aos executivos. Isto porque, caso assim não seja, os gestores tendem a utilizar os meios libertos de forma inviável investindo nos chamados *pet investments*. No entanto, Bryan et al. (2000) têm uma opinião divergente de Jensen, demonstrando que a relação entre *cash flow* e atribuição de *shares* é inversa. De facto, quanto menor a disponibilidade de capital líquido, maior sentido terá para uma empresa atribuir *stock options* ou *shares* de modo a conservar liquidez.

Para Myers (1977), o subinvestimento e a substituição de activos é outro dos problemas que incrementa o conflito de agência, concluindo mesmo que quanto maior é o crescimento e alavancagem de uma empresa, maiores tendem a ser os montantes de capitais subinvestidos. No seguimento desta questão, Begley e Feltham (1999) e Bisjak et al. (1993), consideram que a tendência para compensações baseadas em participações alinham os interesses de gestores e accionistas, mas aumentam o problema do subinvestimento.

Mais adiante iremos verificar no nosso estudo, particularizado para empresas do sector financeiro, quais as condicionantes que sobressaem como delimitadoras dos parâmetros de compensação. Iremos observar um conjunto de indicadores financeiros, como *market value*, *equity capital and reserves* e *total sales*, e veremos de que forma esses indicadores irão condicionar a compensação dos executivos.

2.5. Diferenças a nível regional

Centrados nos resultados obtidos por Murphy (1998) e Fernandes et al. (2008), iremos observar um pequeno resumo das diferenças a nível internacional encontradas por estes autores.

No estudo clássico de Murphy (1998), *Executive Compensation*, conclui-se entre outros factos, a superioridade da remuneração dos executivos nos EUA, onde em média os vencimentos constituem mais do dobro do auferido pelos seus congéneres do resto do

mundo. Para além dessa característica, os executivos norte-americanos são ainda retribuídos de forma diferente face a qualquer outro país ou região, recebendo uma grande fracção sob a forma de *stock options* e uma menor fatia em salário fixo.

No âmbito mais geral, o mesmo autor conclui ainda o seguinte: níveis de pagamento são superiores e a sensibilidade de salário baseados na performance é menor em empresas de maior dimensão; níveis salariais e sensibilidade de remuneração baseada em performance são inferiores em empresas reguladas (*utilities*) do que em empresas industriais; a superioridade dos ganhos nos EUA deve-se sobretudo ao peso de *share based payments*.

Mais recentemente, Fernandes et al. (2008), questiona o porquê dos executivos norte americanos serem remunerados com montantes superiores ao praticado nas restantes regiões do globo. Partindo das conclusões a que terá chegado Murphy em 1998, e sabendo o “como”, é questionado agora o “porquê”.

Em primeiro lugar os autores concluem que nos EUA as empresas são legalmente obrigadas a divulgar os vencimentos dos seus executivos desde 1930, ao passo que noutros países a questão tem sido apenas tratada nos últimos anos e nalguns a informação é ainda incompleta e imprecisa.

Outros dos factores que influenciam a referida diferença devem-se sobretudo à diferença na estrutura de compensação onde *stocks options* têm um peso significativo.

Os autores apontam ainda um conjunto de características inerentes ao modelo de funcionamento norte-americano, nomeadamente: CEO's auferem uma compensação superior quando as vendas internacionais são superiores; o vencimento do CEO é superior quando este e outros membros do *board* já estiveram ligados a outros *boards*; surpreendentemente, o CEO tende a receber menos quando já desempenhou as mesmas funções noutra empresa.

Por fim, a diferença na proporção de *equity based compensation*, paga aos CEO's norte-americano não se fica a dever nem à dimensão, nem a outras características tais como o modelo de governação corporativa ou características do CEO. Os autores sugerem que a diferença poderá ter sobretudo a ver com o papel mundial dos países e o seu nível de desenvolvimento e riqueza. De facto CEO's de países mais ricos, parecem auferir vencimentos superiores e com uma componente mais avolumada de *share based payments*. Por outro lado parece existir uma relação negativa entre o total de

vencimento executivo e o poder sindical do país, sem que contudo haja influência no nível de vencimentos de bónus e incentivos.

O estudo de Bryan et al. (2006) encontra uma relação positiva entre *stock based compensation* e o poder dos *shareholder* na economia do país e respectiva protecção legal. No mesmo estudo conclui-se que existe uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento (*Market-to-book ratio*) e o recurso a compensação baseada em *shares*.

Por fim, o estudo de Evans e Evans (2002), apresenta algumas relações entre a compensação e o *EVA* que vale a pena considerar. Uma das conclusões deste estudo foi precisamente a relação positiva entre *stock based compensation* e *EVA*. Em contraste, o vencimento do CEO parecer não estar relacionado com este indicador que permite quantificar o valor criado pela empresa.

Concluído o enquadramento bibliográfico do nosso tema, passaremos ao nosso estudo, onde iremos analisar o sector financeiro e as compensações do *Board of Directors* para o ano de 2006. Após essa análise iremos verificar quais as particularidades que caracterizam o modelo de compensação e as diferenças a nível internacional do sector em estudo.

2.6. Importância do estudo do sector financeiro.

Grande parte dos estudos até hoje efectuados sobre a temática do conflito de agência e da compensação de executivos, tal como verificámos em pontos anteriores, estão centrados numa perspectiva geral que se verifica quer a nível regional, quer a nível sectorial. Quer isto dizer que pouca evidência há na literatura de estudos centrados numa só região, ou sector específico. A investigação destas áreas tem procurado antes um estudo que permita uma visão a nível global, descodificando as práticas e tendências num panorama abrangente.

O estudo de Jensen e Murphy (1989) centra a sua análise nos incentivos e pagamentos baseados em performance, atribuídos aos CEO's de todo o mundo, indiferentemente do sector. Este estudo procura principalmente encontrar as diferenças entre a estrutura de compensação de CEO's a nível mundial.

Em 1998, Murphy volta a escrever sobre o tema, (desta vez num âmbito mais actualizado), fornecendo uma visão sobre as práticas de compensação atribuída a CEO's. Mais uma vez, as conclusões referem-se as diferenças a nível das práticas de compensação, atribuindo ênfase à relação entre sensibilidade, performance e políticas de compensação, para um conjunto alargado de países, independentemente do sector.

Numa linha um pouco diferente, mas seguindo o mesmo panorama, Bryan et al. (2006), focam-se na forma como as diferenças institucionais em vários países, afectam a estrutura da remuneração de executivos.

Já Evan e Evans (2002), numa perspectiva mais contabilística procuram relacionar o indicador *EVA (Economic Value Added)* com a estrutura de compensação em vários países.

Por último, Fernandes et al. (2008), seguindo o raciocínio de Murphy (1998), procuram explicações para o facto da remuneração dos executivos norte-americanos ser superior e ter uma estrutura diferente (maior peso de *share based payments*), relativamente a CEO's de outros países.

O presente estudo, não poderia deixar de estar enquadrado no raciocínio científico apresentado. No entanto, poucas são as particularizações deste tema a um sector específico. No nosso caso, o sector financeiro, surge muitas vezes citado pelos autores acima, como possuindo características diferenciadas dos restantes, sendo muitas vezes excluído em estudos empíricos, típicos de *corporate finance*. Perante este cenário de fundo, parece-nos interessante uma análise mais aperfeiçoada deste sector, procurando particularizar as evidências já adquiridas pela literatura, ao nosso caso.

Numa primeira fase, iremos proceder à definição dos critérios amostrais, passando à recolha dos dados. Seguidamente iremos analisar os dados estatisticamente, correlacionando-os e cruzando-os, e testando um conjunto de hipóteses formuladas, tanto para o *Board* em geral como também para os CEO's em particular.

Por último tiraremos as conclusões, testando as hipóteses colocadas e confirmando a sua comprovação à luz da teoria.

3. Amostra

3.1. Critérios de pesquisa e processo de recolha

Como já foi referido em pontos anteriores, este estudo irá debruçar-se sobre a estrutura e compensação do conselho de administração (*Board of Directors*), das maiores empresas do sector financeiro a nível mundial, no ano de 2006.

Inicialmente foram definidas as economias a ser consideradas na amostra. Tendo como base o ranking dos países mundiais segundo o seu PNB (Produto Nacional Bruto), no ano de 2006, de acordo com a publicação do Banco Mundial, datada de 1 de Julho de 2007 (Anexo II), foram definidos os 50 países situados no topo da lista como alvos de recolha selectiva de informações¹.

Partindo deste agregado, e recorrendo posteriormente à plataforma *Datastream Worldscope*, foram recolhidos dados de interesse para cada um dos países, tais como a listagem de todas as empresas registadas na base de dados, associadas a cada país e as respectivas classificações segundo o *SIC Code*², e algumas informações financeiras como o *Market Value*, *Equity Capital and Reserves* e *Total Sales* (dados relativos ao ano de 2006).

Dado o estudo se centrar no sector financeiro, importa apenas considerar as empresas cujo *SIC Code* seja relativo a este sector de actividade. Como tal, foram consideradas apenas instituições cuja codificação estivesse enquadrada no âmbito.

Segundo a classificação da SEC³, dentro da classe 6000, encontram-se as empresas cuja actividade se desenvolve no sector financeiro. De seguida apresenta-se o conjunto de classificações existentes dentro da classe mencionada.

¹ Nos cerca de cinquenta países definidos como alvo de estudo, sucederam casos onde se tornou impossível recolher a informação pretendida para um conjunto significativo de empresas. Deste modo a amostra final diz respeito a trinta países, cotados entre os cinquenta com maior PNB no ano de 2006.

² *Standard Industrial Classification Code* ou *SIC Code* é um sistema de classificação do sector de actividade, utilizado nos EUA. Esta classificação, correspondente ao português CAE, atribui a cada sector de actividade um código específico, que facilita a identificação e classificação da actividade da empresa.

³ *U.S. Securities and Exchange Commission*

Figura 2: *SIC Codes* – Classe 6

SIC Code	A/D Office	Industry Title
6021	7	NATIONAL COMMERCIAL BANKS
6022	7	STATE COMMERCIAL BANKS
6029	7	COMMERCIAL BANKS, NEC
6035	7	SAVINGS INSTITUTION, FEDERALLY CHARTERED
6036	7	SAVINGS INSTITUTIONS, NOT FEDERALLY CHARTERED
6099	7	FUNCTIONS RELATED TO DEPOSITORY BANKING, NEC
6111	7	FEDERAL & FEDERALLY-SPONSORED CREDIT AGENCIES
6141	7	PERSONAL CREDIT INSTITUTIONS
6153	7	SHORT-TERM BUSINESS CREDIT INSTITUTIONS
6159	7	MISCELLANEOUS BUSINESS CREDIT INSTITUTION
6162	7	MORTGAGE BANKERS & LOAN CORRESPONDENTS
6163	7	LOAN BROKERS
6172	7	FINANCE LESSORS
6189	5	ASSET-BACKED SECURITIES
6199	7	FINANCE SERVICES
6200	8	SECURITY & COMMODITY BROKERS, DEALERS, EXCHANGES & SERVICES
6211	8	SECURITY BROKERS, DEALERS & FLOTATION COMPANIES
6221	8	COMMODITY CONTRACTS BROKERS & DEALERS
6282	6	INVESTMENT ADVICE
6311	1	LIFE INSURANCE
6321	1	ACCIDENT & HEALTH INSURANCE
6324	1	HOSPITAL & MEDICAL SERVICE PLANS
6331	1	FIRE, MARINE & CASUALTY INSURANCE
6351	1	SURETY INSURANCE
6361	1	TITLE INSURANCE
6399	1	INSURANCE CARRIERS, NEC
6411	1	INSURANCE AGENTS, BROKERS & SERVICE
6500	8	REAL ESTATE
6510	8	REAL ESTATE OPERATORS (NO DEVELOPERS) & LESSORS
6512	8	OPERATORS OF NONRESIDENTIAL BUILDINGS
6513	8	OPERATORS OF APARTMENT BUILDINGS
6519	8	LESSORS OF REAL PROPERTY, NEC
6531	8	REAL ESTATE AGENTS & MANAGERS (FOR OTHERS)
6532	8	REAL ESTATE DEALERS (FOR THEIR OWN ACCOUNT)
6552	8	LAND SUBDIVIDERS & DEVELOPERS (NO CEMETERIES)
6770	9	BLANK CHECKS
6792	4	OIL ROYALTY TRADERS
6794	3	PATENT OWNERS & LESSORS
6795	4	MINERAL ROYALTY TRADERS
6798	8	REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS
6799	8	INVESTORS, NEC

Fonte: <http://www.sec.gov/info/edgar/siccodes.htm>

Os códigos considerados para o corrente estudo estão destacados na figura acima. Esta opção foi seguida, tendo em conta que se irá centrar o estudo numa vertente mais bancária do sector financeiro no geral. Daí que não tenham sido consideradas actividades como Seguros ou *Real Estate*.

Continuando a descrição do processo de recolha dos dados, e terminada a definição da classificação baseada nos *SIC Codes*, procedeu-se a um filtro de todas as empresas

disponíveis cuja classificação correspondesse aos parâmetros acima definidos, reduzindo assim o número de registos a considerar para a recolha de dados.

Tendo em conta o ranking das empresas pela sua *market capitalisation*, procedeu-se à recolha de dados para as dez empresas registadas no topo, com excepção para os países norte-americanos, neste caso Canadá e Estados Unidos, onde a lista foi alargada a 29 e 50 empresas, respectivamente. Para que possamos analisar as diferenças nas práticas de *corporate governance* para um grupo mais alargado de regiões (Europa, Ásia, África e América), tornou-se necessário garantir a disponibilidade de um conjunto de informações, coerente e de dimensão comparável, sobre cada uma das regiões. Este factor explica assim o alargamento do número de registos para os países acima referidos. Nas empresas onde não foi possível de todo recolher os dados pretendidos, quer pela sua inexistência, quer pelo facto de algumas delas terem cessado a sua actividade ou sido integradas / fundidas noutros grupos, procedeu-se à recolha de informação da empresa imediatamente classificada abaixo.

Constam assim da base de dados, informações relativas a cerca de 300 empresas, espalhadas por 30 países. A cada país corresponde um conjunto de empresas entre as 5 e as 10, conforme a existência de dados relativos às mesmas.⁴

3.2. Dados recolhidos

Dispondo já da população estatística a estudar, a próxima fase constituiu a recolha dos dados pretendidos para cada um dos elementos da amostra.

Em primeiro lugar, a escolha recaiu sobre os dados de 2006, isto porque, à data da recolha dos dados, a informação mais actualizada disponibilizada pelas empresas e entidades responsáveis dizia respeito a este ano fiscal.

Pretendendo-se uma análise da composição e compensação do *board of directors*, consideraram-se de relevância os seguintes dados:

⁴ Excepcionalmente serão 29 empresas no caso do Canadá e 50 para os EUA.

- *Composição do board*: Número de elementos e sua repartição entre executivos e não executivos. A diferença de organização entre empresas leva a que os *boards* se organizem de formas diferentes, atribuindo nomeações distintas aos seus membros. Como tal, descrevem-se as considerações tomadas nesta distribuição:
 - Executivos: *Executive Members*, Conselho de Administração, *Executive Comitee*, *Board of Executives*, *Directors*, *Management Team*, *Senior Management*, *Equipo Directivo*, *Main Officers*;
 - Não executivos: *Supervisory Board*, *Non-Executive Members*, *Independent Directors*, *Consejo de Administracion*.

- *Remuneração do board*: Montante relativo à compensação atribuída ao conselho de administração, assim como a sua repartição para os dois tipos de membros atrás mencionados. Dentro desta dicotomia, considerou-se ainda a repartição entre a componente fixa, variável e *share based* da compensação total. É comum a existência de vários tipos de compensação e nome atribuído aos mesmos, entre empresas ou países. Como tal, descrevem-se as considerações tomadas nesta distribuição:
 - Componentes fixas: *sitting fees*, *fees*, *provident fund*, *professional fee*, *compensation*, *salary*, *pension fund*, *benefict*, *atendance*, *severance*, *meeting allowance*;
 - Componentes variáveis: *fringe benefits*, *commissions*, *perquisites*, *superannuation*, *other*, *in-kind*, *bonus*, *deemed interest*, *performance allowance*;
 - Componente *share based*: Valor atribuído sob a forma de *LTIP's*, *Options* e *Shares*, tendo em conta igualmente a sua distribuição entre membros executivos e não executivos;

- *Dados de remuneração do CEO*: Recolha do montante atribuído como compensação ao CEO, nomeadamente fixo, variável e *share based* (*options*, *shares* ou *LTIP's*).

- *Dados biográficos do CEO*: Neste conjunto constam a idade, tempo para reforma, tempo como CEO, tempo no *board*, tempo na empresa, sexo e nome.

Perante a inexistência de dados para o ano de 2006, foram considerados a título excepcional, quando existentes, os valores relativos ao ano mais próximo, ou seja, o ano anterior (2005), ou na inexistência deste, o ano seguinte (2007).

Por último, e para tornar os dados coerentes e comparáveis, todos os valores monetários foram convertidos a uma única unidade monetária: o dólar americano. A quase totalidade dos dados existentes está representada na moeda do país de origem da empresa. Nestes casos foram convertidos os valores monetários, tendo em conta para todos eles, o último valor de referência do dólar face à moeda em causa, no ano a que reportam os dados disponíveis.

Deste modo, uniformizam-se os dados a uma única unidade monetária, facilitando assim a comparação e o estudo dos dados obtidos.

3.3. Fontes consultadas

Tal como já foi referido anteriormente, considerou-se a publicação do Banco Mundial para obter o ranking de países pelo seu PNB, no ano de 2006.

Quanto ao conjunto das empresas de cada país, recorreu-se à plataforma *Datastream Worldscope*, onde para além das empresas se obteve igualmente um conjunto de dados associados às mesmas: *Market Capitalisation*, *Sic Code*, *Total Sales*, *Market Value* e *Equity Value*.

Os códigos *SIC Code* foram obtidos no site do organismo oficial norte-americano, responsável por esta classificação, ou seja, o site da *SEC (US Securities and Exchange Commission)*.

Para recolher os dados pretendidos, tornou-se necessário consultar um conjunto de fontes onde a informação estivesse disponível. A fonte mais credível e sem dúvida mais acessível é o *Annual Report* (em português o relatório e contas). Na maioria dos países estudados, a informação relativa à composição e remuneração dos *boards* está publicada e devidamente discriminada neste documento. No caso de empresas cotadas na bolsa

norte-americana, o formulário 20-F, por dispor da mesma informação, foi tido em conta nos casos em que não estava disponível o *Annual Report*.

Existe ainda o caso particular do Canadá e dos Estados Unidos onde um documento legal próprio, *Proxy Circular*, concentra toda a informação de *Corporate Governance* das empresas. Nestes países foi portanto utilizado este documento como referência privilegiada para a extracção dos dados.

Alguns dados, ainda que em pequena proporção, foram obtidos por via do site *Boardex*, nomeadamente alguma da informação biográfica dos CEO's.

Por fim, as taxas de câmbio utilizadas, referentes às diferentes moedas de apresentação utilizadas em cada país e, como já mencionado, relativas à última taxa registada no ano a que reportam os dados, foram obtidas através de *historic exchange rates* dos bancos nacionais de cada país.

3.4. Descrição da Amostra

Neste ponto vamos observar sucintamente a amostra através de alguns dados caracterizadores da mesma. Desta forma dispomos de uma primeira impressão acerca dos dados disponíveis, cuja análise será aprofundada mais adiante.

A amostra é constituída por 301 registos, correspondentes a empresas do sector financeiro. Dentro da amostra encontramos empresas de vários ramos deste sector, como é possível ver na tabela 1.

Tabela 1: Empresas por Ramo de actividade

<i>Ramo de Actividade</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
Commercial Banks, NEC	9	3%
Commodity Contracts Brokers & Dealers	2	1%
Federal & Federally-Sponsored Credit Agencies	1	0%
Functions Related to Depository Banking, NEC	2	1%
Investment Advice	19	6%
Miscellaneous Business Credit Institution	14	5%
Mortgage Bankers & Loan Correspondents	6	2%
National Commercial Banks	192	64%
Personal Credit Institutions	7	2%
Savings Institutions, Federally Chartered	3	1%
Savings Institutions, not Federally Chartered	3	1%
Security Brokers, Dealers & Flotation Companies	30	10%
Short-term Business Credit Institutions	2	1%
State Commercial Banks	11	4%
<i>Total de Empresas</i>	<i>301</i>	<i>100%</i>

Cerca de 64% das empresas consideradas, actuam na banca comercial, surgindo as corretoras de seguros como o segundo ramo do sector financeiro mais citado nesta amostra (10% do total). Os restantes ramos do sector financeiro encontram uma representatividade mais reduzida, mas equilibrada entre todos eles.

A distribuição geográfica da amostra contempla empresas de cerca de trinta países, espalhados por seis continentes (tabela 2).

Tabela 2: Distribuição geográfica da amostra

<i>Continente</i>	<i>País</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
Africa	South Africa	10	3%
<i>Total</i>		<i>10</i>	<i>3%</i>
America	Canadá	29	<i>10%</i>
	Chile	5	<i>2%</i>
	United States	49	<i>16%</i>
<i>Total</i>		<i>83</i>	<i>28%</i>
Asia/Oceania	Australia	10	<i>3%</i>
	China	6	<i>2%</i>
	Hong Kong	10	<i>3%</i>
	India	10	<i>3%</i>
	Indonesia	10	<i>3%</i>
	Israel	6	<i>2%</i>
	Korea (South)	3	<i>1%</i>
	Malaysia	10	<i>3%</i>
	Pakistan	10	<i>3%</i>
	Singapore	10	<i>3%</i>
	Thailand	10	<i>3%</i>
<i>Total</i>		<i>95</i>	<i>32%</i>
Europe	Austria	7	<i>2%</i>
	Belgium	3	<i>1%</i>
	Denmark	10	<i>3%</i>
	France	9	<i>3%</i>
	Germany	10	<i>3%</i>
	Ireland	4	<i>1%</i>
	Italy	9	<i>3%</i>
	Norway	10	<i>3%</i>
	Poland	10	<i>3%</i>
	Portugal	4	<i>1%</i>
	Spain	9	<i>3%</i>
	Sweden	9	<i>3%</i>
	Switzerland	9	<i>3%</i>
	United Kingdom	10	<i>3%</i>
<i>Total</i>		<i>113</i>	<i>38%</i>
<i>Total Geral</i>		<i>301</i>	<i>100%</i>

Para efeitos de comparação e análise, iremos considerar quatro grandes grupos de países, em virtude da sua localização geográfica. Teremos assim a América, Ásia/Oceânia, África e Europa. Estas quatro regiões serão assim consideradas mais adiante, para análise comparativa das práticas que em termos gerais caracterizam cada uma destas regiões.

Como podemos claramente observar, grande parte da amostra está situada no continente europeu, com 115 referências (38% do total), repartidas por 14 países. De seguida temos o agregado dos continentes da Ásia e Oceânia, onde figuram 95 empresas (31%) espalhadas por 11 países. O continente Americano (Norte e Sul) está representado por 84 empresas (28%), entre 3 países (EUA, Canadá e Chile). Por último temos 10 empresas Africanas (10%). Neste caso, dada a inexistência de empresas de dimensão representativa neste continente e devido à ausência de dados, este conjunto de empresas, relativas à África do Sul, será pressuposto como um aglomerado comparável às restantes regiões.

Tabela 3: Ramo de actividade por região

<i>Ramo de Actividade</i>	<i>África</i>	<i>América</i>	<i>Ásia / Oceania</i>	<i>Europa</i>	<i>Total</i>
Commercial Banks, NEC	2	1	5	1	9
Commodity Contracts Brokers & Dealers		2			2
Federal & Federally-Sponsored Credit Agencies		1			1
Functions Related to Depository Banking, NEC				2	2
Investment Advice		12	2	5	19
Miscellaneous Business Credit Institution		6	6	2	14
Mortgage Bankers & Loan Correspondents		5		1	6
National Commercial Banks	6	31	67	88	192
Personal Credit Institutions		2	4	1	7
Savings Institutions, Federally Chartered		3			3
Savings Institutions, not Federally Chartered		2		1	3
Security Brokers, Dealers & Flotation Companies	2	11	8	9	30
Short-term Business Credit Institutions		1		1	2
State Commercial Banks		6	3	2	11
Total de Empresas	10	83	95	113	301

A distribuição dos ramos de actividade por continente acaba por não fugir à tendência do predomínio da banca comercial, principalmente na Europa. Já no continente americano, apesar do predomínio de bancos comerciais, o peso de outro tipo de instituições financeiras, como *Investment Advice* ou *Security Brokers*, é bastante mais significativo que nas restantes regiões do globo. Esta acaba mesmo por ser a derradeira conclusão do quadro supra.

Concluído este capítulo, temos uma visão global sobre a matéria-prima de que dispomos para tratar daqui para a frente. Neste momento sabemos quais os dados disponíveis, assim como a sua dimensão e dispersão geográfica.

Até aqui foi avançada apenas uma análise quantitativa. Nos próximos capítulos passaremos ao *core* deste estudo, ou seja uma análise qualitativa e comparativa dos dados disponíveis.

4. Análise dos Dados

Neste capítulo, passaremos à análise dos dados que compõe a nossa amostra, verificando quais as diferenças existentes entre os diferentes países e regiões consideradas, nomeadamente ao nível da composição do *Board of Directors*, e do nível de remuneração atribuída sob a forma fixa, variável ou *share based*.

4.1. Composição do *Board of Directors*

Board of Directors, ou conselho de administração, constitui o conjunto de indivíduos que asseguram a gestão da empresa defendendo os interesses do accionista, tal como referido anteriormente.

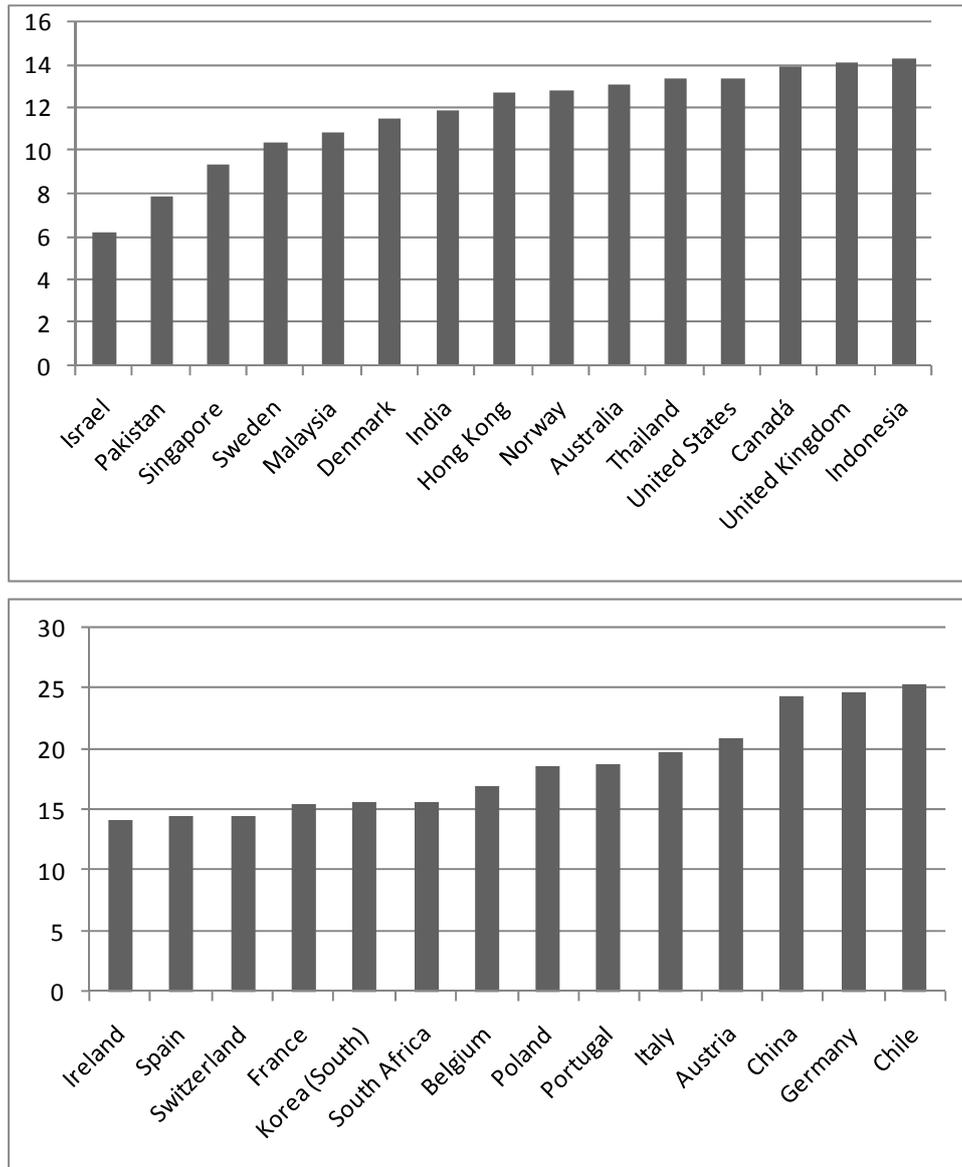
Estes conselhos organizam-se em duas comissões distintas, constituídas pelos membros executivos e não executivos respectivamente.

Os membros que constituem a comissão executiva têm a seu cargo a gestão corrente e operacional em todas as áreas da actividade da empresa. É nesta comissão que se encontram figuras como CEO (*Chief Executive Officer*), CFO (*Chief Financial Officer*), COO (*Chief Operating Officer*), entre outros.

A comissão não executiva tem como principal função aconselhar o executivo, assim como monitorizar as suas actividades e decisões, assegurando que estão a ser seguidos e salvaguardados os interesses dos accionistas. Nalguns casos, e dependendo da sua estrutura, esta comissão, constituída por representantes dos accionistas da empresa, tem também a seu cargo a eleição dos membros executivos.

Veremos de seguida quais as diferenças verificadas a nível internacional, na estrutura do conselho de administração e no peso de cada uma das duas comissões.

Figura 3: Média de membros do *Board of Directors* (país)



Como podemos observar a nível nacional, em média o *Board of Directors* tem 14 membros no total, no conjunto da nossa amostra.

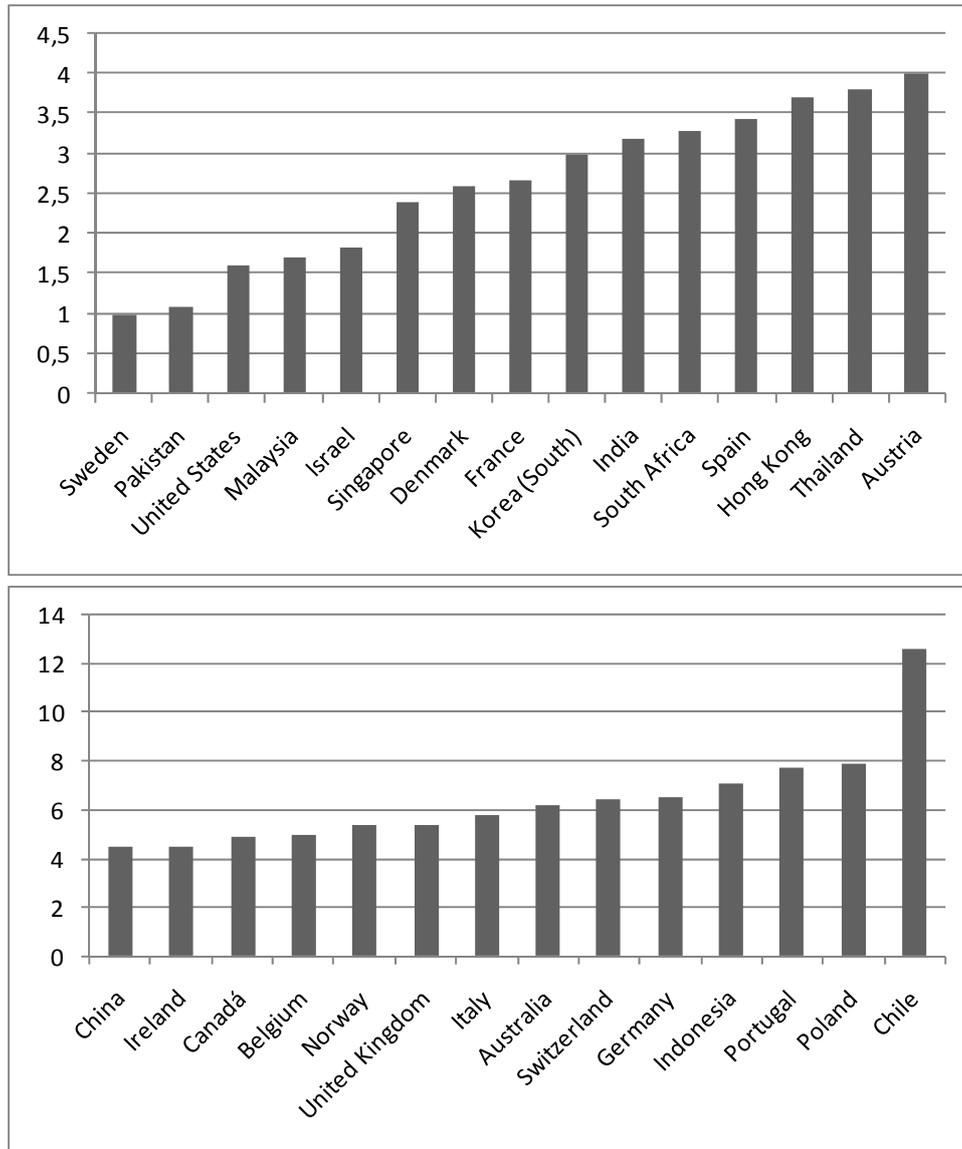
Destaque particular para Israel, Paquistão e Singapura, com menos de 10 membros em média nas administrações das suas empresas, e Áustria, China, Alemanha e Chile com mais de 20 administradores em média.

Tabela 4: Estatística de membros do *Board of Directors*, (região)

REGIÃO	NÚMERO DE MEMBROS DO BOARD OF DIRECTORS				
	Observações	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Africa	10	16	6	27	8
America	83	14	5	38	5
Asia/Oceania	95	12	5	32	4
Europe	113	16	6	34	4
TOTAL	301	14	6	38	4

Por seu turno, a nível de regiões geográficas, parece não haver uma grande dispersão face à média. No entanto, é possível perceber que os países europeus demonstram tendência para um número superior de indivíduos neste conselho, face aos restantes países. Inversamente a Ásia/Oceânia é a região onde existem menos membros a compor o *Board*.

Figura 4: Média de membros executivos do *Board of Directors* (país)



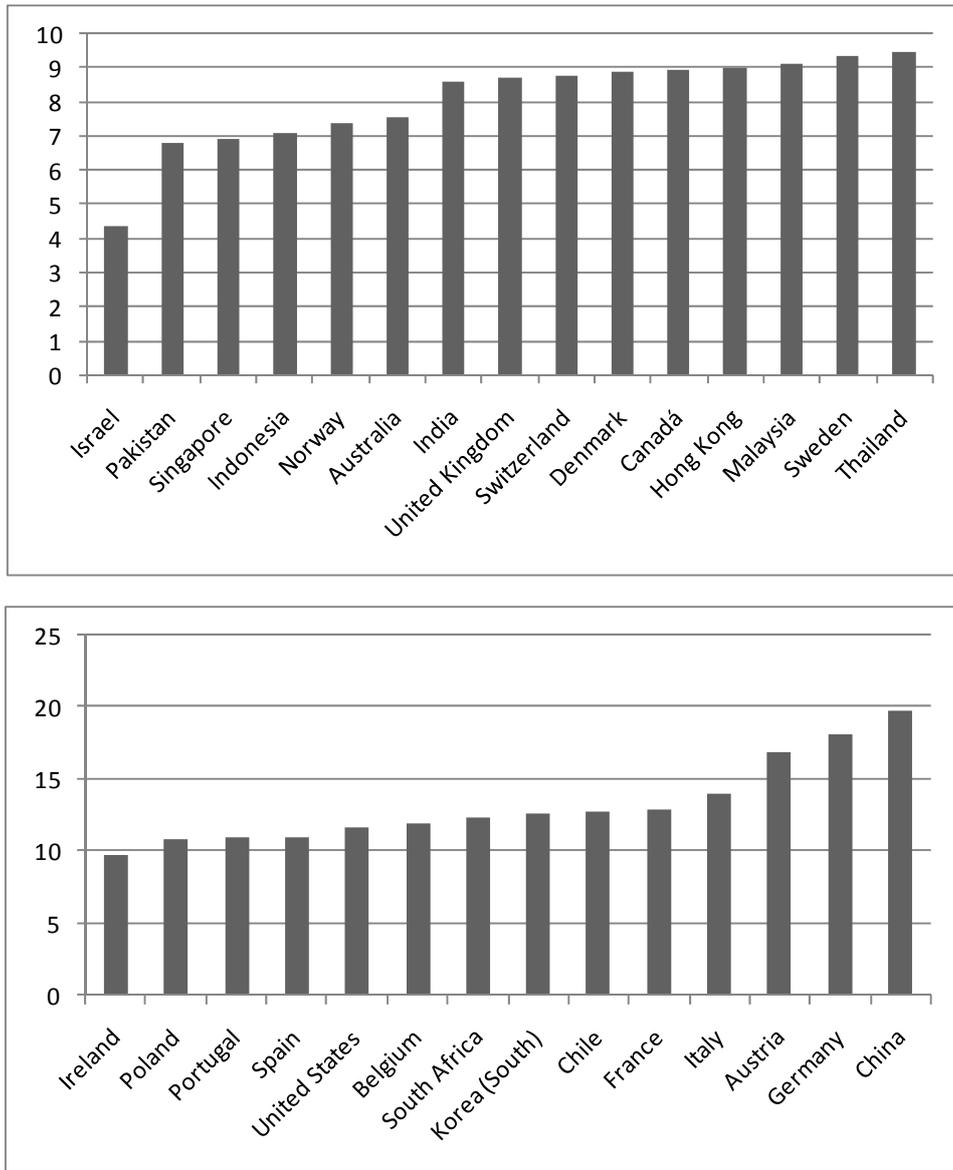
Quanto ao número de membros executivos que compõe o *Board of Directors*, podemos observar na figura 4 que a Suécia (1), Paquistão (1) e Estados Unidos (1) se encontram bastante abaixo da média registada de 4 membros executivos. No sentido oposto temos Alemanha (6), Indonésia (7), Portugal (7), Polónia (7) e Chile (12), onde os membros executivos existentes no *Board* superam largamente a média da amostra.

Tabela 5: Estatística de membros executivos do *Board of Directors* (região)

REGIÃO	NÚMERO DE MEMBROS EXECUTIVOS DO BOARD OF DIRECTORS				
	Observações	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Africa	10	3	2	8	2
America	83	3	3	23	1
Asia/Oceania	95	4	3	12	1
Europe	113	5	3	13	1
TOTAL	301	4	3	23	1

A nível continental voltamos a constatar a tendência patente na Europa, onde se verifica um maior número de executivos no total do *Board*. Nas restantes regiões, os valores aproximam-se bastante da média, não havendo igualmente diferenças significativas entre eles.

Figura 5: Média de membros não executivos do *Board of Directors* (país)



Por último observamos a comissão não executiva. No total das empresas registadas, a média aponta para cerca de 10 membros. Bastante acima deste valor, apresentam-se Alemanha (18) e China (19). Israel (4), Paquistão (6), Singapura (6) e Indonésia (7), contam com as médias mais baixas desta amostra.

Tabela 6: Estatística de membros não executivos do *Board of Directors* (região)

REGIÃO	NÚMERO DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS DO BOARD OF DIRECTORS				
	Observações	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Africa	10	12	6	23	4
America	83	11	4	18	3
Asia/Oceania	94	9	5	29	1
Europe	113	11	5	25	3
TOTAL	300	10	5	29	1

A nível continental África, Europa e América apresentam valores acima da média, mas pouco divergentes entre si. No continente Asiático parecem existir, em média, menos membros não executivos no conselho de administração, em comparação com o resto do globo.

Podemos assim concluir deste ponto, que a nível nacional Alemanha, Chile, China, são os países cujos conselhos de administração apresentam mais elementos no total, ao passo que Singapura, Paquistão e Israel se encontra no pólo oposto.

Em matéria de membros executivos, Chile, Portugal e Polónia têm os registos mais elevados. Em países como Suécia, Paquistão e Estado Unidos, parece ser prática corrente a existência de apenas um membro executivo.

A nível não executivo, voltamos a ter maiores contagens na China, Alemanha e Áustria, e curiosamente menos elementos em Paquistão, Singapura e Israel.

Em termos de estrutura podemos destacar a inexistência de países onde por regra o domínio dos membros executivos seja superior ao dos não executivos. Exceptuando Indonésia e Chile, com igual peso das duas comissões, todos os restantes países apresentam estrutura inversa.

Destaque também para Paquistão, Suécia e Estados Unidos, onde a estrutura do *Board* demonstra que cerca de 90% dos membros são não executivos. De referir ainda a Alemanha, que apesar de ser o país cuja composição do *Board* agrega maior número de indivíduos, mantém a estrutura média de 25-75, apresentada nos demais países.

Tabela 7: Estrutura do *Board of directors* (país)

PAÍS	MÉDIA DE MEMBROS				
	Board	Executivos	%	Não Executivos	%
Sweden	10	1	10%	9	90%
United States	13	2	12%	12	88%
Pakistan	8	1	14%	7	86%
Malaysia	11	2	16%	9	84%
France	16	3	17%	13	83%
China	24	5	18%	20	82%
Korea (South)	16	3	19%	13	81%
Austria	21	4	19%	17	81%
South Africa	16	3	21%	12	79%
Denmark	12	3	23%	9	77%
Spain	14	3	24%	11	76%
Singapore	9	2	26%	7	74%
Germany	25	7	26%	18	74%
India	12	3	27%	9	73%
Thailand	13	4	29%	10	71%
Hong Kong	13	4	29%	9	71%
Italy	20	6	29%	14	71%
Belgium	17	5	29%	12	71%
Israel	6	2	30%	4	70%
Ireland	14	5	32%	10	68%
Canadá	14	5	35%	9	65%
United Kingdom	14	5	38%	9	62%
Portugal	19	8	41%	11	59%
Norway	13	5	42%	7	58%
Poland	19	8	42%	11	58%
Switzerland	14	6	45%	9	61%
Australia	13	6	48%	8	58%
Chile	25	13	50%	13	50%
Indonesia	14	7	50%	7	50%
TOTAL	14	4	28%	10	73%

Numa observação continental, constatamos a inexistência de grandes diferenças nível estrutural, isto porque em todas as regiões consideradas mantém-se uma estrutura próxima do modelo 25-75 (25% executivos, 75% não executivos).

A Europa é a região onde os *Boards* são mais populados, sendo igualmente o espaço onde se regista um maior número de executivos.

A Ásia, sendo o continente onde menos elementos compõem o *Board*, acaba por ser o aglomerado, a seguir à Europa, onde o peso dos membros executivos é maior.

Tabela 8: Estrutura do *Board of directors* (região)

REGIÃO	MÉDIA DE MEMBROS				
	Board	Executivos	%	Não Executivos	%
Africa	16	3	21%	12	79%
America	14	3	24%	11	76%
Asia/Oceania	12	4	29%	9	72%
Europe	16	5	30%	11	70%
TOTAL	14	4	28%	10	73%

4.2. Estrutura de compensação dos membros executivos do *Board*.

Depois de observada a estrutura de composição do conselho de administração e sua distribuição entre membros executivos e não executivos, passamos à análise particular do conselho executivo.

Nesta fase iremos verificar quais os montantes de vencimento associados a este conselho, nomeadamente a nível dos vários componentes da compensação (fixo, variável, *share-based*). Além disso veremos também quais as diferenças no peso de cada um desses componentes, entre os países e regiões considerados na amostra.

Para começar convém esclarecer que iremos analisar o vencimento médio por membro. Dado que dispomos de dados relativos ao número de elementos da comissão executiva e respectivos totais de vencimento fixo, variável, *share based* e global, podemos assim, através da divisão dos totais pelo número de elementos, calcular um valor médio por membro.

Uma primeira análise a nível nacional permite-nos facilmente perceber que os EUA são o país onde o vencimento médio por executivo apresenta valores mais elevados, subindo o montante aos 14 milhões de dólares. No entanto, percebemos facilmente que esse valor advém do elevado montante de vencimento *share-based* (10 milhões de dólares), claramente superior aos demais países. De facto, nem todos os países da amostra recorrem a este formato de vencimento. Ao invés a Tailândia é o país com a média de vencimento inferior, com uma marca de 94 milhares de dólares por membro.

A componente fixa do vencimento tem maior expressão na Coreia do Sul, Suécia, Suíça e Reino Unido, e menor na Índia, Hong Kong e Tailândia. Já a parte variável é superior na Suíça, EUA e Reino Unido, e inferior na Indonésia, Tailândia e Coreia do Sul.

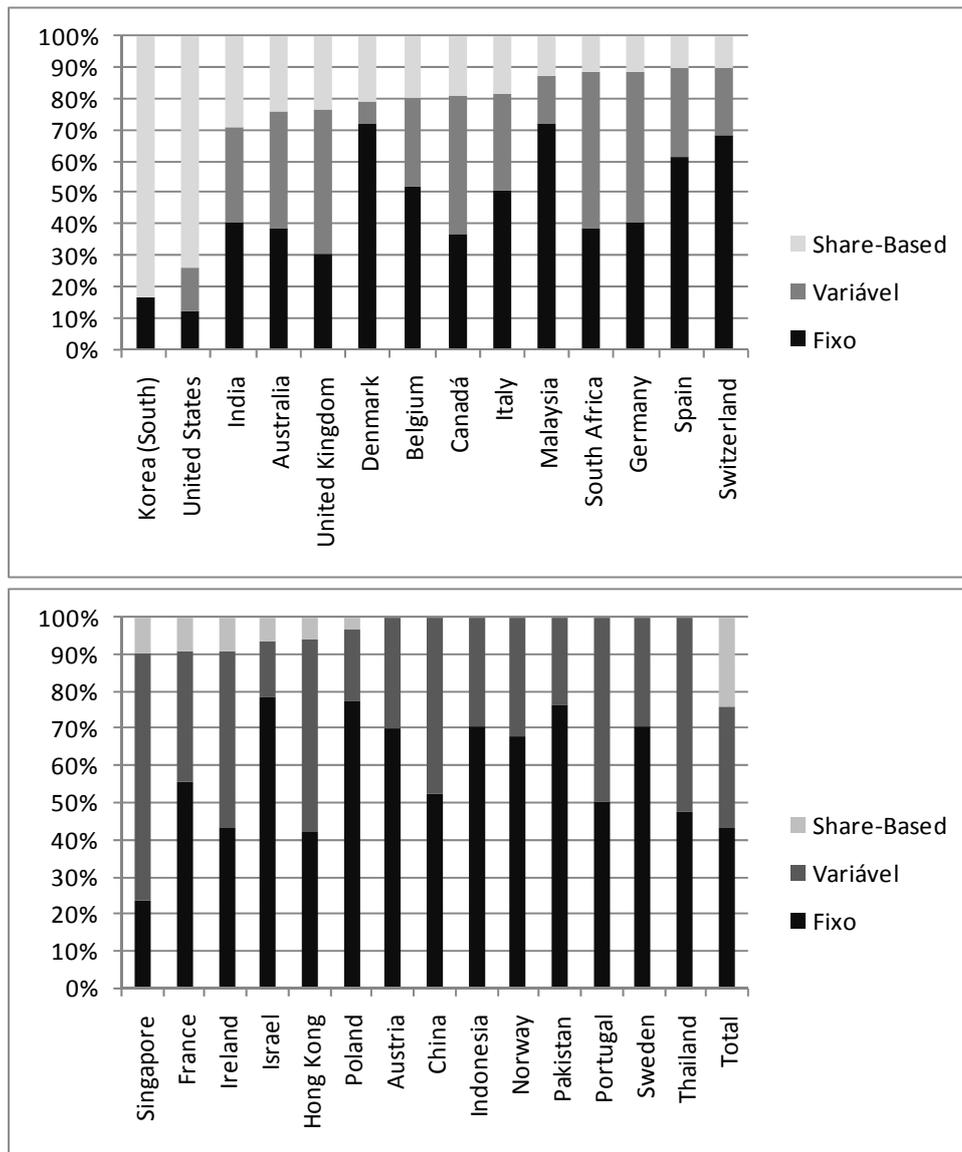
Tabela 9: Estrutura de vencimentos médios de membros executivos do *Board* (país)

PAÍS	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS EXECUTIVOS DO BOARD POR PAÍS (milhares €)			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
United States	14106	989	2678	10515
Korea (South)	6591	2201		3670
Switzerland	4728	1473	3177	1667
United Kingdom	4481	1108	2107	1266
Canadá	3081	308	1394	1378
Germany	2758	586	1751	422
Sweden	2721	1496	1378	
Spain	2614	824	1654	756
Singapore	2338	433	1548	356
France	2114	647	940	631
Portugal	2042	775	1267	
Australia	2002	547	974	481
Ireland	1835	802	959	74
Belgium	1689	516	1083	450
India	1579	130	94	1356
South Africa	1499	395	839	265
Israel	1380	673	997	209
Italy	1376	352	624	600
Austria	1304	930	499	
Denmark	851	562	78	237
Poland	657	484	226	22
Norway	513	249	263	
Pakistan	379	280	124	
Hong Kong	353	94	250	8
China	320	179	142	
Malaysia	292	173	89	74
Indonesia	224	168	56	
Thailand	94	44	50	
Total	4377	632	1352	2530

Tal como já foi referido a estrutura de remuneração apresenta-se claramente distinta nos EUA e Coreia do Sul, face aos restantes países. Nestes dois casos o vencimento *share based* é superior a 75% do total auferido. Estamos perante uma clara diferença na estrutura de compensação uma vez que é apenas nestes dois países que se verifica esta componente como a principal do vencimento.

Num segundo conjunto de países (7), observamos uma variação do peso desta componente entre os 20 e os 30%, perdendo-se depois toda a expressão nos restantes países, onde a grande maioria do vencimento é fixo. Podemos afirmar que o paradigma de vencimento executivo nos EUA e na Coreia do Sul diferencia-se por dar mais ênfase ao vencimento baseado em participações na empresa. Por outro lado, o vencimento fixo continua a ser o elemento predominante nos restantes países.

Figura 6: Estrutura do vencimento médio de membros executivos do *Board* (país)



Numa perspectiva continental, temos um panorama semelhante. Os executivos americanos são os que mais auferem em média, comparando com os seus pares noutras

regiões. Como já vimos esta diferença fica-se a dever ao peso da componente *share based*. O valor de vencimento fixo é superior na Europa, confirmando a tendência de que este continente tem tipicamente maior aversão a vencimentos variáveis.

Tabela 10: Estrutura de vencimentos médios de membros executivos do *Board* (região)

REGIÃO	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS EXECUTIVOS DO BOARD POR REGIÃO (milhares €)			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	1499	395	839	265
America	9954	729	2188	7074
Asia/Oceania	1088	319	497	372
Europe	2311	794	1226	499
Total	4377	632	1352	2530

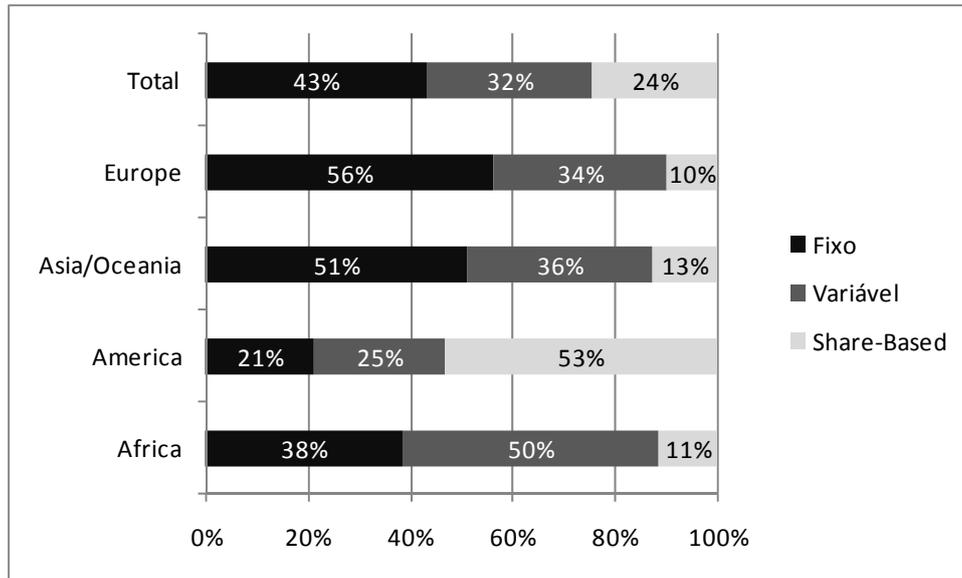
A figura 7 mostra-nos a estrutura do vencimento nas quatro regiões consideradas. Através do mesmo é possível perceber que no continente americano a componente *share-based* tem maior significado no total (53%), repartindo-se as duas restantes componentes equitativamente.

Diferente estrutura apresenta Europa e Ásia/Oceânia, onde mais de 50% do vencimento é fixo, e a componente variável representa cerca de 35%, deixando assim uma fatia pouco significativa para vencimento *share-based*.

Por último, o continente africano, onde 50% do vencimento é variável, e com uma porção relativamente reduzida de *share-based* (10%).

Desta sucinta análise podemos assim inferir que a cultura americana é bastante diferente do resto do mundo. Enquanto nos restantes continentes se sobrepõe um vencimento fixo, que garanta a certeza e estabilidade no rendimento dos executivos, na América é fomentada a cultura de partilha da empresa, através da atribuição de *LTIP's*, *Options* ou *Shares*, levando os executivos a trabalharem no sentido de aumentar o valor das acções da empresa, uma vez que a maioria do seu vencimento é constituído por estes três tipos de participação no capital da empresa.

Figura 7: Estrutura do vencimento médio de membros executivos do *Board* (região)



4.3. Estrutura da compensação dos membros não executivos do *Board*.

Vamo-nos agora debruçar sobre a compensação média atribuída aos membros não executivos do *board*. Tal como já foi analisado para os membros executivos, iremos igualmente verificar as diferenças no vencimento e estrutura de compensação, entre países e regiões, para os membros não executivos do conselho de administração das empresas consideradas.

Deduzimos facilmente que os vencimentos médios atribuídos a membros não executivos, apresentam montantes inferiores aos dos executivos.

Israel é claramente o país cujos não executivos mais auferem (926 mil dólares), estando bastante acima da média de 160 mil dólares. Paquistão e Índia estão no pólo oposto, onde a compensação não executiva é inferior a 6 mil dólares por membro.

Ao nível da componente fixa da compensação temos a mesma panorâmica, onde Israel e Suíça voltam a apresentar os maiores valores, e Índia, Áustria e Paquistão são responsáveis pelos registos mais baixos da amostra.

Com o menor peso face à média total da amostra surge o vencimento variável com apenas 26 mil dólares em média. Esta componente tem um peso insignificante na maioria dos países, sendo mesmo inexistente em nove dos países visados. Destaque para

Israel e Espanha que para além de serem os países com valores mais elevados, são também os únicos onde esta componente supera as restantes que constituem o vencimento total.

Por fim, olhamos para a *share-based compensation*, verificada em apenas dez países e com particular peso na Coreia do Sul e EUA. Tal como verificámos aquando do estudo do vencimento dos membros executivos, estes dois países apresentam uma predominância clara deste tipo de compensação, constituindo uma diferença de modelo de compensação face aos restantes países da amostra. De ressaltar que no caso sul coreano, todo o vencimento não executivo, é auferido sob a forma de *shares*.

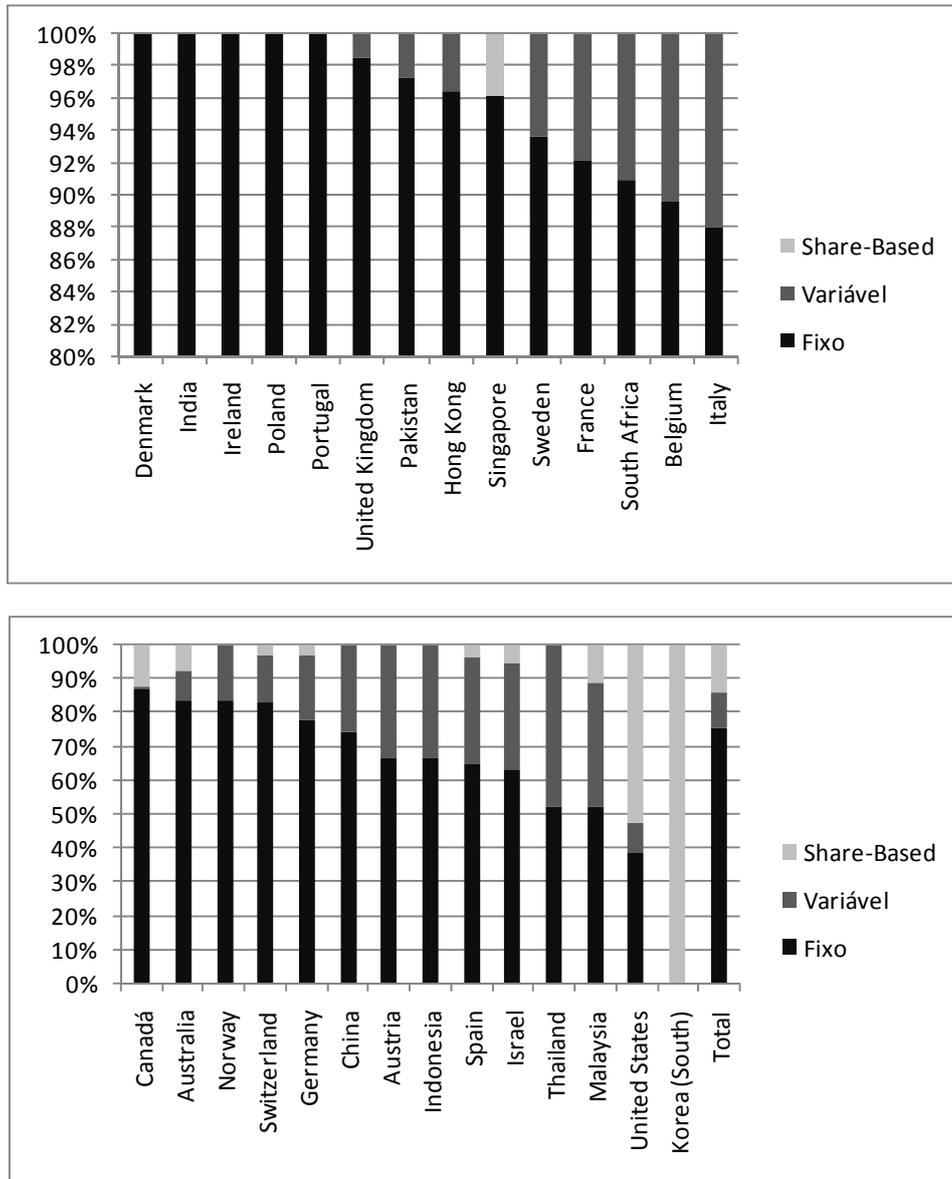
Tabela 11: Estrutura de vencimentos médios de membros não executivos do *Board* (país)

PAÍS	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS DO BOARD POR PAÍS (milhares €)			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Israel	926	370	456	100
Switzerland	335	316	16	3
Italy	325	304	21	
Indonesia	323	203	120	
United States	280	89	26	165
Korea (South)	278			278
Australia	266	168	76	22
Spain	262	107	142	13
Belgium	227	219	8	
United Kingdom	212	208	4	
Singapore	165	160		6
Portugal	123	82		
Ireland	101	101		
Malaysia	87	45	27	15
Thailand	84	39	45	
Germany	76	54	19	2
Sweden	73	65	8	
Canadá	67	49		18
South Africa	63	62	1	
Denmark	55	55		
China	47	34	13	
France	46	43	3	
Poland	36	29		
Norway	34	30	4	
Hong Kong	32	22	9	
Austria	17	5	11	
Pakistan	6	6		
India	5	5		
Total	160	93	25	40

Na figura 8 podemos confirmar o peso das diferentes componentes da remuneração, na constituição do total atribuído aos não executivos.

Como se verifica, a componente *share based* apresenta pouca representatividade, estando apenas vincada na Coreia do Sul, Hong Kong, Canadá e EUA. Nos restantes países o peso da componente fixa é sempre dominante, o que reafirma a diferença na estrutura e compensação dos EUA.

Figura 8: Estrutura do vencimento médio de membros não executivos do *Board* (país)



A mesma análise feita numa vertente continental demonstra que é na América que um não executivo mais recebe, e que é em África que menos rendimento é auferido por estes indivíduos. Ásia / Oceânia e Europa têm valores médios e semelhantes. Curiosamente é neste dois continentes que mais vencimento fixo e variável se regista. Como era de esperar a parcela *share based* é muito superior na América, sendo quase inexistente noutras regiões.

Tabela 12: Estrutura de vencimentos médios de membros não executivos do *Board* (região)

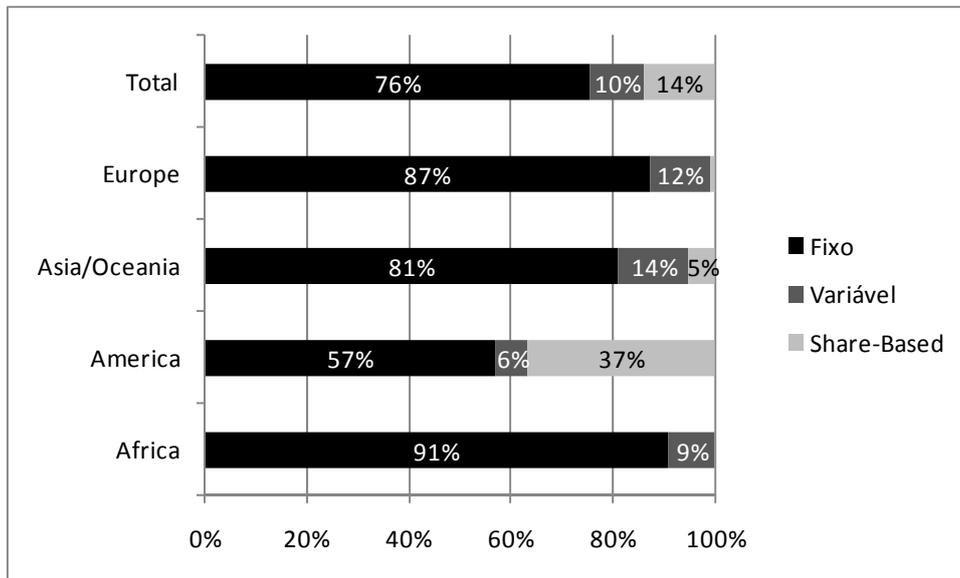
REGIÃO	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS DO BOARD POR REGIÃO (milhares €)			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	63	62	1	
America	200	75	18	107
Asia/Oceania	143	83	45	15
Europe	146	120	21	2
Total	160	93	25	40

Em jeito de conclusão, confirmamos a tendência demonstrada acima com a observação do gráfico demonstrativo do peso de cada parcela da remuneração nas regiões consideradas.

A América é de facto a única excepção à regra. Em todas as regiões o modelo demonstra que mais de 80% da remuneração é fixa e que os vencimentos *share-based* não têm significado relativo, sendo mesmo inexistente em África.

Na América, apesar de a maioria ser fixa (57%), o peso da parte variável é apenas de 6%, sendo os restantes 37% do vencimento compostos de *shares*, *options* ou *LTIP's*.

Figura 9: Estrutura do vencimento médio de membros não executivos do *Board* (região)



4.4. Estrutura de compensação dos CEO's

O CEO é um dos elementos mais importantes na gestão de qualquer empresa. Este elemento, pertencente à comissão executiva é o responsável por essa mesma comissão e por toda a gestão corrente da empresa. Devido a estas características, esta figura, apesar de ser um membro executivo, auferir rendimentos de montante e estrutura diferenciados dos restantes elementos. Não querendo descurar este detalhe, procederemos à análise da estrutura e nível de vencimento dos CEO's.

Pela análise da tabela 13, percebemos rapidamente que os CEO's mais bem pagos gerem empresas nos EUA, Reino Unido, Canadá e Alemanha. Curiosamente os países Asiáticos parecem atribuir menor importância a estes elementos, como são os casos de Tailândia, Hong Kong, China, Paquistão e Malásia.

Seguindo a tendência descortinada para a generalidade dos membros executivos, os EUA continuam a apresentar uma atribuição de *share-based payments*, claramente superior e mais significativa face aos restantes países. Neste ponto podemos ainda destacar Canadá, Índia, Coreia do Sul e Austrália onde esta componente apresenta um peso de destaque na estrutura de compensação, o que nos faz concluir que o modelo de compensação dos CEO's apresenta características diferentes das verificadas para membros executivos.

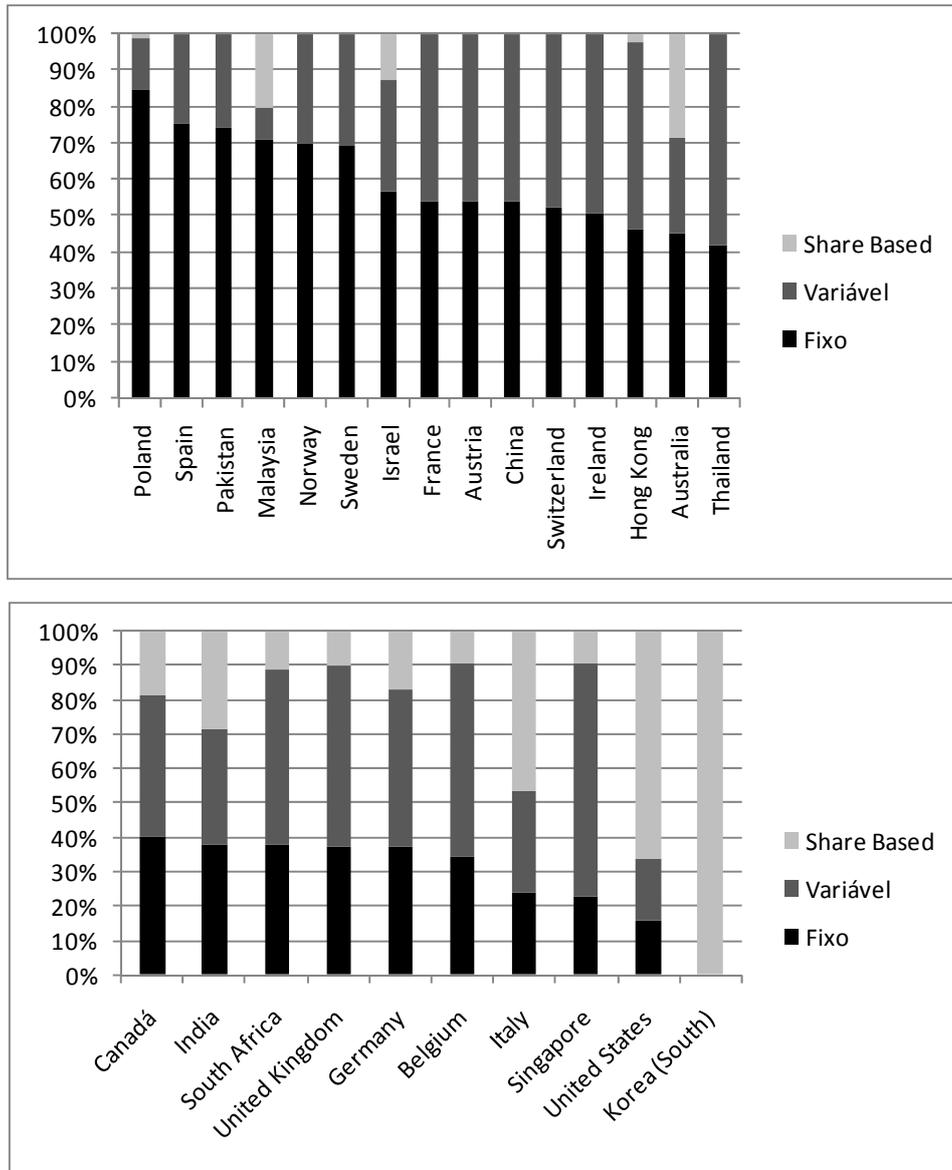
Tabela 13: Estrutura de vencimentos médios do CEO (país)

PAÍS	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DO CEO POR PAÍS (milhares €)			
	Total	Fixo	Variável	Share Based
United States	12714	1031	2960	8723
United Kingdom	5506	1665	2935	906
Canadá	5159	558	2012	2589
Germany	4855	1028	2535	1131
Austria	3909	2122	1787	
Belgium	3493	1087	1986	420
Australia	3443	979	1156	1308
Singapore	2946	509	2051	386
Ireland	2823	1261	1562	
South Africa	2079	525	1106	448
Italy	2043	715	994	111
Israel	1592	639	997	419
Korea (South)	1282			1282
India	1228	186	101	1489
Sweden	1226	727	558	
France	1212	561	651	
Switzerland	863	453	410	
Spain	817	721	444	
Norway	767	421	301	
Poland	706	599	159	14
Malaysia	515	133	75	143
Pakistan	382	267	111	
China	302	208	161	
Hong Kong	145	74	78	7
Thailand	63	41	58	
Total	4552	720	1602	2638

Tal como se havia verificado, EUA e Coreia do Sul demonstram uma maior evidência na atribuição de *shares*, ou não fosse a maioria do montante ser vencido dessa forma. No entanto, verificamos aqui um recurso maior a esta componente, que acaba por ganhar relevo em países como Malásia, Austrália, Canadá, Índia e até países europeus (onde a tendência é menor para a comissão executiva), como os casos da Bélgica, Reino Unido e até Itália onde é a componente mais relevante.

Por outro lado, constata-se igualmente que é em países europeus que a componente fixa continua a ter uma supremacia na composição do vencimento do CEO.

Figura 10: Estrutura do vencimento de CEO (país)



Analisando a amostra tendo em conta a região geográfica dos países, confirmamos alguma das tendências já percepcionadas, como por exemplo Ásia/Oceânia como sendo a região com menor montante auferido pelos CEO's, bastante abaixo da média no total. Neste parâmetro volta-se a destacar a América onde os CEO's recebem muito mais que noutra região. É também na América que mais se auferem sob a forma variável e *share based*.

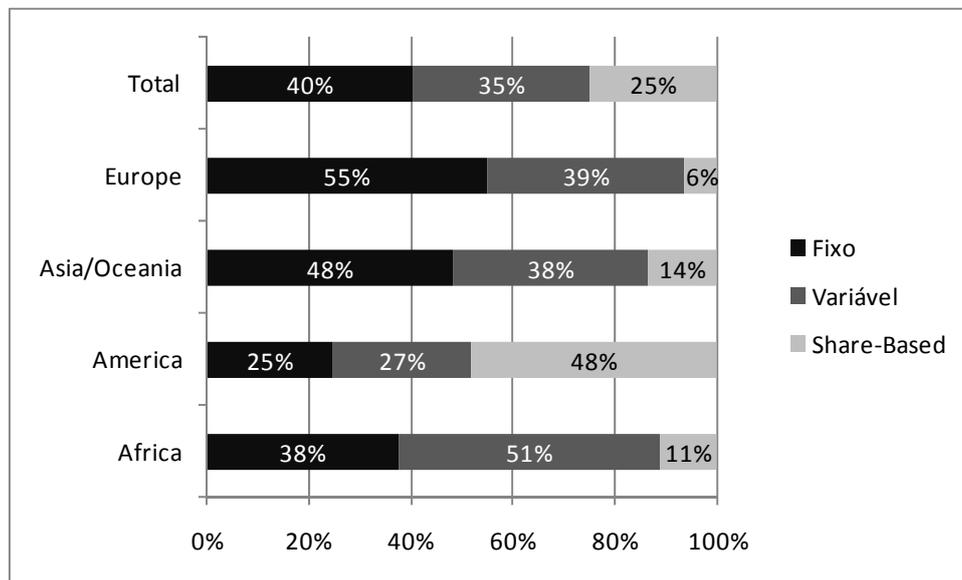
Tabela 14: Estrutura de vencimentos médios do CEO (região)

REGIÃO	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DO CEO POR REGIÃO (milhares €)			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	2079	525	1106	448
America	9869	853	2603	6413
Asia/Oceania	1215	367	587	459
Europe	2386	938	1340	334
Total	4552	720	1602	2638

Na figura 11 verificamos claramente a existência de três modelos de compensação de CEO's:

- O modelo americano, com 50% do vencimento sob a forma de shares, 25% fixo e 25% variável;
- O modelo Euro-Asiático, 50% fixa, 40% variável e 10% Share Based;
- O modelo africano, 50% variável, 40% fixo e 10% Share Based.

Figura 11: Estrutura do vencimento de CEO (região)

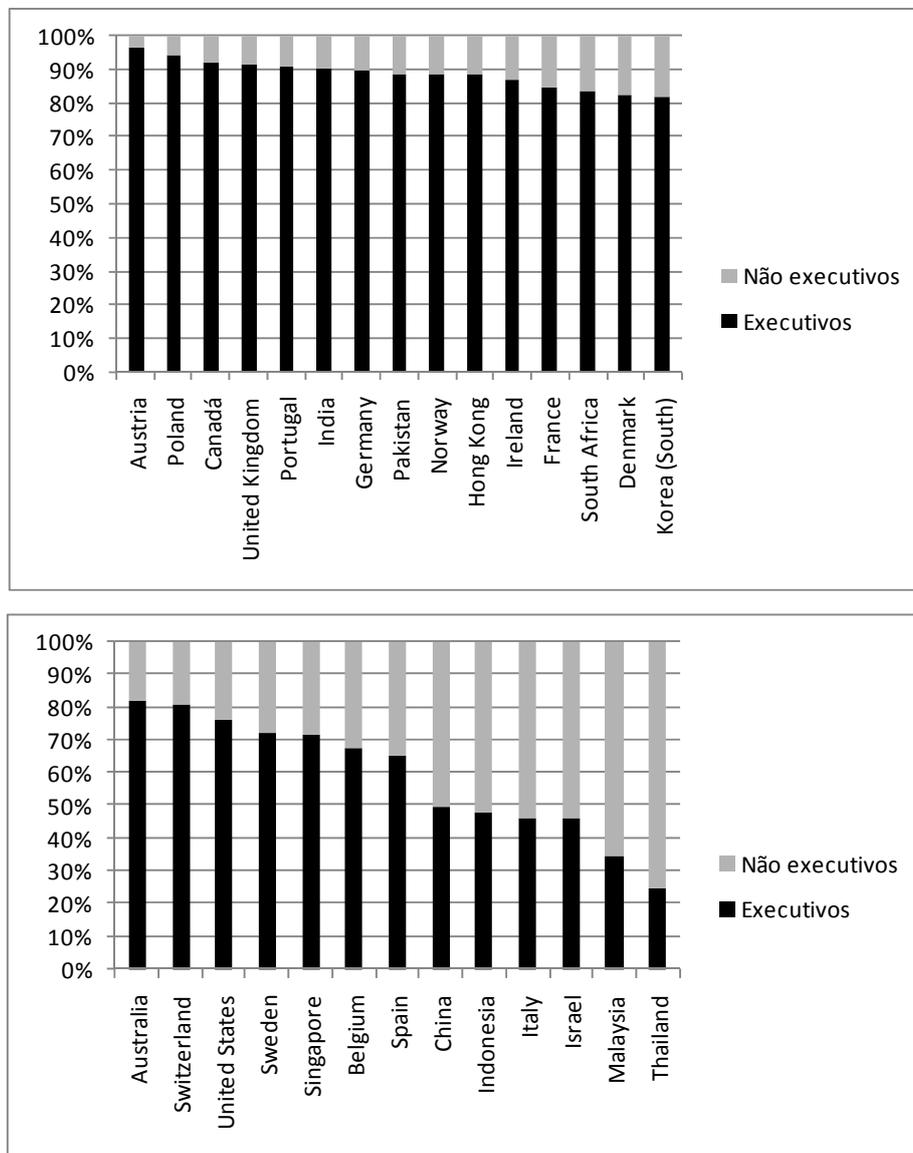


4.5. Estrutura de remuneração do *Board of Directors*

Concluindo este capítulo, iremos verificar quais as diferenças existente entre os vencimentos médios de um membro executivo e de um não executivo, na balança do total do *Board*.

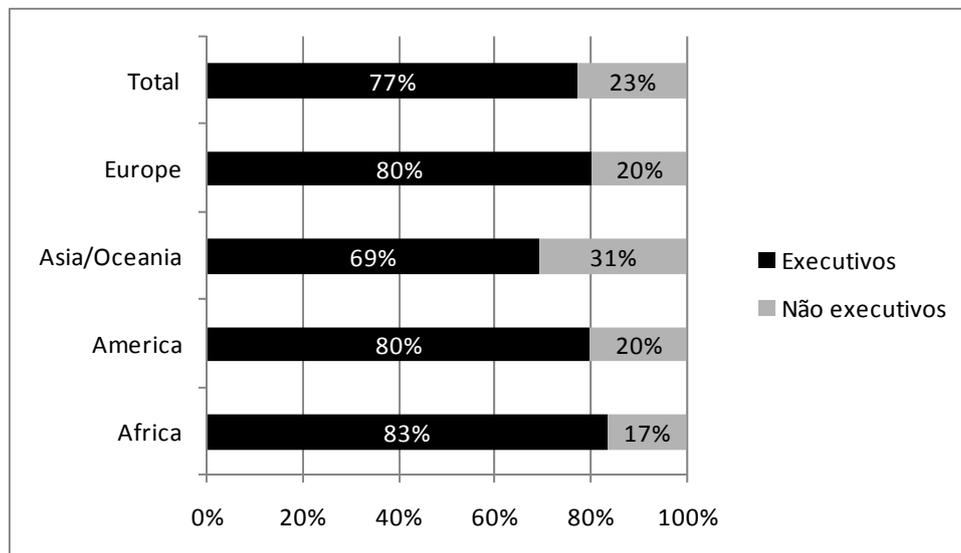
Com excepção de China, Indonésia, Itália, Israel, Malásia e Tailândia, em todos os países a média de vencimentos atribuída a membro executivos, supera os não executivos. Na verdade, mais de metade dos casos direcciona mais de 70% do vencimento do *board* para os seus membros executivos.

Figura 12: Estrutura da distribuição do vencimento do *Board* (país)



A nível de continentes, não existem surpresas, a conclusão é única e simples: 75% do total auferido pelo *board*, destina-se à comissão executiva.

Figura 13: Estrutura da distribuição do vencimento do *Board* (região)



5. Relação entre indicadores financeiros e a estrutura e vencimento do *Board*

Depois de analisar as diferenças na estrutura do conselho de administração e na respectiva compensação, entre os diferentes países e regiões consideradas, iremos verificar de que modo essas mesmas estruturas estão relacionadas com um conjunto de indicadores associados a cada empresa.

Para as empresas cuja informação estava disponível, obtiveram-se, (via *Datastream Worldscope*) três indicadores em particular para o ano de referência: *Market Value*, *Total Sales*, *Equity Capital and Reserves*.

Perante a disponibilidade destes indicadores, iremos ver de que forma é que cada um deles está relacionado e condiciona tanto a estrutura do *board*, como os vários tipos de compensação atribuídos a cada uma das comissões executivas e não executivas.

Ao contrário do capítulo anterior, onde se analisaram tanto os países isoladamente, como também as regiões geográficas (continentes), neste ponto iremos apenas considerar os quatro espaços continentais considerados: América, Ásia/Oceânia. África e Europa. Isto porque o número reduzido de empresas de cada país e a ausência de dados em muitas delas tornaria a análise inconclusiva, espelhando pouco a realidade e o nível de exactidão que se pretende neste estudo. Deste modo, iremos analisar os continentes, tendo apenas em conta os conjuntos de dados correlacionados, que sejam superiores a 10 registos.

Os valores apresentados mostram o coeficiente de correlação de *Pearson*, cuja fórmula de cálculo se apresenta de seguida.

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}, \quad (1)$$

Onde,

r – Coeficiente de correlação de *Pearson*;

x,y – Valores das variáveis

e

$$\bar{x} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n x_i$$

$$\bar{y} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n y_i$$

Média Aritmética das variáveis x,y

Este indicador estatístico demonstra a relação entre duas variáveis lineares (x,y), devolvendo resultados entre -1 e 1. Quanto mais próximo estiver o valor da unidade, significa que maior é a correlação entre as duas variáveis. O sinal demonstra a direcção da correlação, ou seja, temos duas variáveis directamente proporcionais caso o sinal seja positivo, e inversamente proporcionais se o sinal for negativo.

O valor tomado como referência para este coeficiente aponta para os 0,7. Acima deste valor (independentemente do sinal), poderemos afirmar que estamos perante duas variáveis fortemente correlacionadas.

5.1. Correlação entre *Market Value* e Composição e Compensação do *Board*

O valor de mercado é um dos indicadores mais importantes associados à valorização de uma organização, expressando o valor de mercado da empresa tendo como base suas acções. Neste ponto, vamos ver de que forma este indicador está relacionado com a estrutura do *board* e com as compensações atribuídas aos seus elementos.

Tabela 15: Coeficiente Correlação *Market value* - Estrutura do *Board*

REGIÃO	Coeficiente de Correlação Market Value - Estrutura Board			
	Board	Executivos	Não executivos	Não executivos / Executivos
Africa	0,94	-0,06	0,96	0,73
America	0,34	-0,03	0,41	0,19
Asia/Oceania	0,55	0,25	0,56	0,12
Europe	0,52	0,27	0,48	0,00

Tabela 16: Coeficiente Correlação *Market value* - Compensação do *Board*

REGIÃO	Coeficiente de Correlação Market Value - Compensação Board			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	0,82	0,88	0,73	-
America	0,51	0,42	0,26	0,38
Asia/Oceania	0,32	0,27	0,36	0,35
Europe	0,64	0,60	0,63	0,62

Como podemos ver na tabela 15, África parece ser o único continente onde o valor de mercado da empresa tem uma forte influência na composição do *Board of directors* e em particular na existência de membros não executivos no mesmo. A relação apresentada demonstra que quanto maior é o valor de mercado, mais elementos não executivos marcam presença no *board*, alargando assim a dimensão do mesmo.

A mesma situação acaba por se verificar no caso da compensação atribuída ao *board*. Só no continente africano podemos afirmar estar na presença de valores de compensação (total, fixa e variável), directamente proporcionais ao valor de mercado da empresa. No entanto, deve ser dito que é possível que tal situação se fique a dever ao facto de ser a amostra/região mais homogénea, com menores diferenças de outros efeitos de país/regulação, que podem também condicionar a relação entre o *Market Value* e as variáveis em comparação.

Tabela 17: Coeficiente Correlação *Market value* - Compensação de executivos

REGIÃO	Coeficiente de Correlação Market Value - Compensação Membros Executivos			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	0,78	0,74	0,73	-
America	0,48	0,35	0,23	0,41
Asia/Oceania	0,31	0,21	0,33	0,37
Europe	0,56	0,48	0,55	0,61

Tabela 18: Coeficiente Correlação *Market value* - Compensação de não executivos

REGIÃO	Coeficiente de Correlação Market Value - Compensação Membros Não Executivos			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	0,88	0,83	-	-
America	0,54	0,45	0,30	0,28
Asia/Oceania	0,23	0,29	0,42	-
Europe	0,67	0,60	0,43	-

Particularizando o vencimento ao nível de membros executivos e não executivos, não se evidenciam surpresas em relação ao observado para o total do *board*. África continua a ser a única região onde os membros executivos e não executivos do *Board of Directors*, mais auferem (em todas as componentes de compensação) quanto maior for o valor de mercado da empresas que gerem.

Tabela 19: Coeficiente Correlação *Market value* - Compensação de CEO

REGIÃO	Coeficiente de Correlação Market Value - Compensação CEO			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	0,61	0,79	0,55	-
America	0,44	0,20	0,33	0,29
Asia/Oceania	0,22	0,12	0,25	0,58
Europe	0,73	0,72	0,55	-

No caso dos CEO's, a Europa ganha algum interesse na análise desta correlação. Ao passo que em África apenas a retribuição fixa do CEO parece estar relacionada com o *Market Value*, na Europa, a compensação fixa e por conseguinte total deste elemento, é directamente proporcional ao valor de mercado da empresa que gere.

5.2. Correlação entre *Equity Capital and Reserves* e Composição e Compensação do *Board*

Após verificarmos que à excepção do continente africano não existem evidências relativas da influência do valor de mercado na estrutura e compensação do *board*, veremos agora se a mesma tendência se mantém, quando correlacionados esses mesmos dados com os valores de Capital Social e Reservas da empresa (*equity capital and reserves*).

Tabela 20: Coeficiente Correlação *Equity Capital and Reserves* - Estrutura do *Board*

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Estrutura Board			
	Board	Executivos	Não executivos	Não executivos / Executivos
Africa	-	-	-	-
America	0,27	-0,52	0,64	0,69
Asia/Oceania	0,49	0,25	0,44	0,04
Europe	0,57	0,26	0,57	0,05

Tabela 21: Coeficiente Correlação *Equity Capital and Reserves* - Compensação do *Board*

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação Board			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,73	0,46	0,18	0,75
Asia/Oceania	0,36	0,33	0,45	0,42
Europe	0,67	0,63	0,60	0,61

Quanto à estrutura da composição do *board*, não é possível depreender uma relação óbvia e conclusiva entre as variáveis. Interessante contudo é o caso da América, onde a tendência aponta para menos executivos e mais não executivos à medida que o Capital Social e Reservas têm montantes mais elevados.

Ainda neste continente, concluímos que o vencimento *share-based* do *board* e o valor de capital social estão positivamente correlacionados, o que acaba por originar um vencimento total com o mesmo tipo de relação. Destaque ainda para a Europa onde o total da remuneração do *board* está também positivamente relacionado com este indicador.

Tabela 22: Coeficiente Correlação *Equity Capital and Reserves* - Compensação de membros executivos

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação Membros Executivos			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,65	0,27	0,11	0,74
Asia/Oceania	0,35	0,23	0,41	0,42
Europe	0,57	0,50	0,53	0,61

Tabela 23: Coeficiente Correlação *Equity Capital and Reserves* - Compensação de não executivos

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação Membros Não Executivos			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,83	0,68	0,10	0,47
Asia/Oceania	0,29	0,36	0,26	-
Europe	0,70	0,67	0,42	-

Seguindo a tendência apresentada para a compensação atribuída ao *board* no seu todo, na América voltamos a verificar que a compensação baseada em *shares*, atribuída a membros executivos é superior em empresas com maior Capital Social e Reservas. Já os membros não executivos operando na América e na Europa, vêem os seus vencimentos totais seguirem a mesma tendência.

Tabela 24: Coeficiente Correlação *Equity Capital and Reserves* - Compensação de CEO

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Equity Capital and Reserves</i> - Compensação CEO			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,76	0,35	0,35	0,74
Asia/Oceania	0,23	0,07	0,29	0,44
Europe	0,75	0,76	0,56	-

O vencimento dos CEO's acaba por se resumir do seguinte modo:

- A compensação baseada em *shares* atribuída a CEO's americanos é crescente consoante a empresa em questão tenha maior capital social, o que origina uma relação similar para o vencimento total;
- Os CEO's europeus têm uma compensação total superior, para empresas com maior volume de capital social. Esta tendência resulta do facto de ser atribuída uma maior componente fixa quando o capital social é superior.

5.3. Correlação entre *Total Sales* e Composição e Compensação do *Board*

Finalizando este capítulo, vamos observar a relação existente entre as vendas totais da empresa e a estrutura e vencimento dos seus gestores de topo.

Tabela 25: Coeficiente Correlação *Total Sales* - Estrutura do *Board*

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Total Sales</i> - Estrutura Board			
	Board	Executivos	Não executivos	Não executivos / Executivos
Africa	-	-	-	-
America	0,28	-0,48	0,62	0,64
Asia/Oceania	0,55	0,26	0,48	0,04
Europe	0,54	0,25	0,54	0,06

Tabela 26: Coeficiente Correlação *Total Sales* - Compensação do *Board*

REGIÃO	Coeficiente de Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação Board			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,73	0,44	0,24	0,71
Asia/Oceania	0,35	0,31	0,40	0,50
Europe	0,65	0,58	0,63	0,66

À semelhança do verificado com o Capital Social, não existem grandes relações entre a estrutura do *board* e o volume de vendas da empresa. Verifica-se apenas um ligeiro sinal patente na América onde parece haver uma tendência para o aumento de membros não executivos e uma redução dos seus parceiros executivos, perante maiores volumes de venda.

Também na compensação total do *board*, maiores volumes de vendas motivam a atribuição de um montante de compensação baseado em *shares* superior, o que origina vencimentos totais do *board* em nível superior.

Tabela 27: Coeficiente Correlação *Total Sales* - Compensação de executivos

Coeficiente de Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação Membros Executivos				
REGIÃO	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,67	0,25	0,18	0,71
Asia/Oceania	0,36	0,27	0,33	0,48
Europe	0,56	0,46	0,55	0,66

Tabela 28: Coeficiente Correlação *Total Sales* - Compensação de não executivos

Coeficiente de Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação Membros Não Executivos				
REGIÃO	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,81	0,69	0,12	0,50
Asia/Oceania	0,22	0,26	0,40	-
Europe	0,66	0,62	0,34	-

A atribuição de *shares* aos membros executivos, como forma de vencimento, está positivamente relacionado com o montante de vendas da empresa, na Europa e na América, enquanto os vencimentos fixo e total dos membros não executivos apresentam semelhante tendência em ambas as regiões (Europa e América).

Tabela 29: Coeficiente Correlação *Total Sales* - Compensação de CEO's

Coeficiente de Correlação <i>Total Sales</i> - Compensação CEO				
REGIÃO	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	-	-	-	-
America	0,77	0,32	0,43	0,72
Asia/Oceania	0,24	0,15	0,20	0,57
Europe	0,77	0,76	0,58	-

Analisando os vencimentos dos CEO's, temos a mesma percepção obtida na análise da relação com o Capital Social: na América a componente *share-based* e o vencimento total são superiores conforme a empresa apresenta maiores volumes de venda, ao passo que na Europa o vencimento fixo e total estão directamente correlacionados com o volume de vendas total da empresa.

6. Modelo de regressão linear

Depois de observarmos a correlação existente entre um conjunto de variáveis no capítulo anterior, iremos agora verificar a relação existente entre duas variáveis (*Market Value* e Média de Compensação *Board / CEO*), a fim de desenhar um modelo de regressão linear aplicável a cada uma das regiões em estudo.

Iremos assim definir a equação de regressão linear que nos permita estimar o valor da compensação (y), em função do valor de *Market Value* da empresa (x).

A equação da recta é representada da seguinte forma:

$$y = \alpha + \beta x \quad (2)$$

Em que:

y , variável dependente;

α , representa a interceptação da recta com o eixo vertical;

β , representa o declive da recta;

x , variável independente.

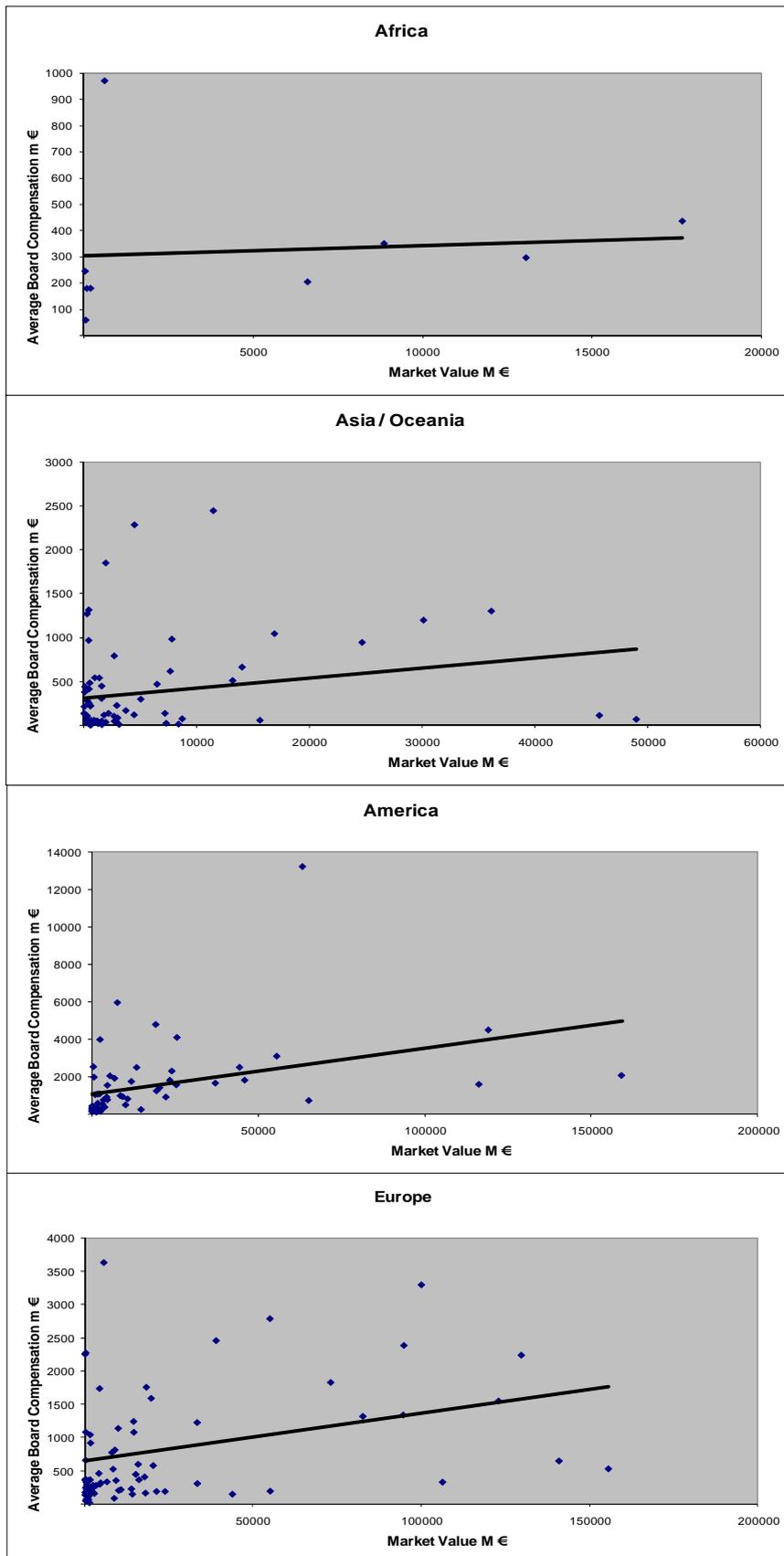
Deste modo vamos analisar e definir as equações de regressão linear para a relação entre as médias de compensação atribuídas ao *Board* e aos CEO's em particular, e o Valor de Mercado das empresas, para cada uma das regiões consideradas.

Complementarmente será calculado o coeficiente de determinação (r^2), que nos irá mostrar a qualidade e proximidade da realidade do modelo de regressão calculado, sendo que quanto mais próximo este coeficiente estiver da unidade (1), mais aproximado à realidade é o estudo.

Market Value e Average Board Compensation

Neste ponto vamos começar por observar um painel onde estão representados os gráficos de dispersão para a relação entre *Market Value* e a média da compensação atribuída aos membros do *board* em cada uma das regiões.

Figura 14: Relação entre *Market Value* e *Average Board Compensation*



Como é possível observar nos gráficos da figura 14, em todas as regiões se observa uma ligeira tendência para o acréscimo dos montantes médios atribuídos aos membros do *board*, em função do valor de mercado da empresa, em especial na América. Neste ponto não podemos dizer que exista uma forte tendência visto que os valores dos declives das rectas (β) são bastante baixos.

Na tabela que se segue, apresentam-se as equações de regressão linear, representativas de relação existente entre o Valor de Mercado das empresas e a média de compensação atribuída aos membros do *board*.

Tabela 30: Equação da regressão linear, *Market Value - Average Board Compensation*

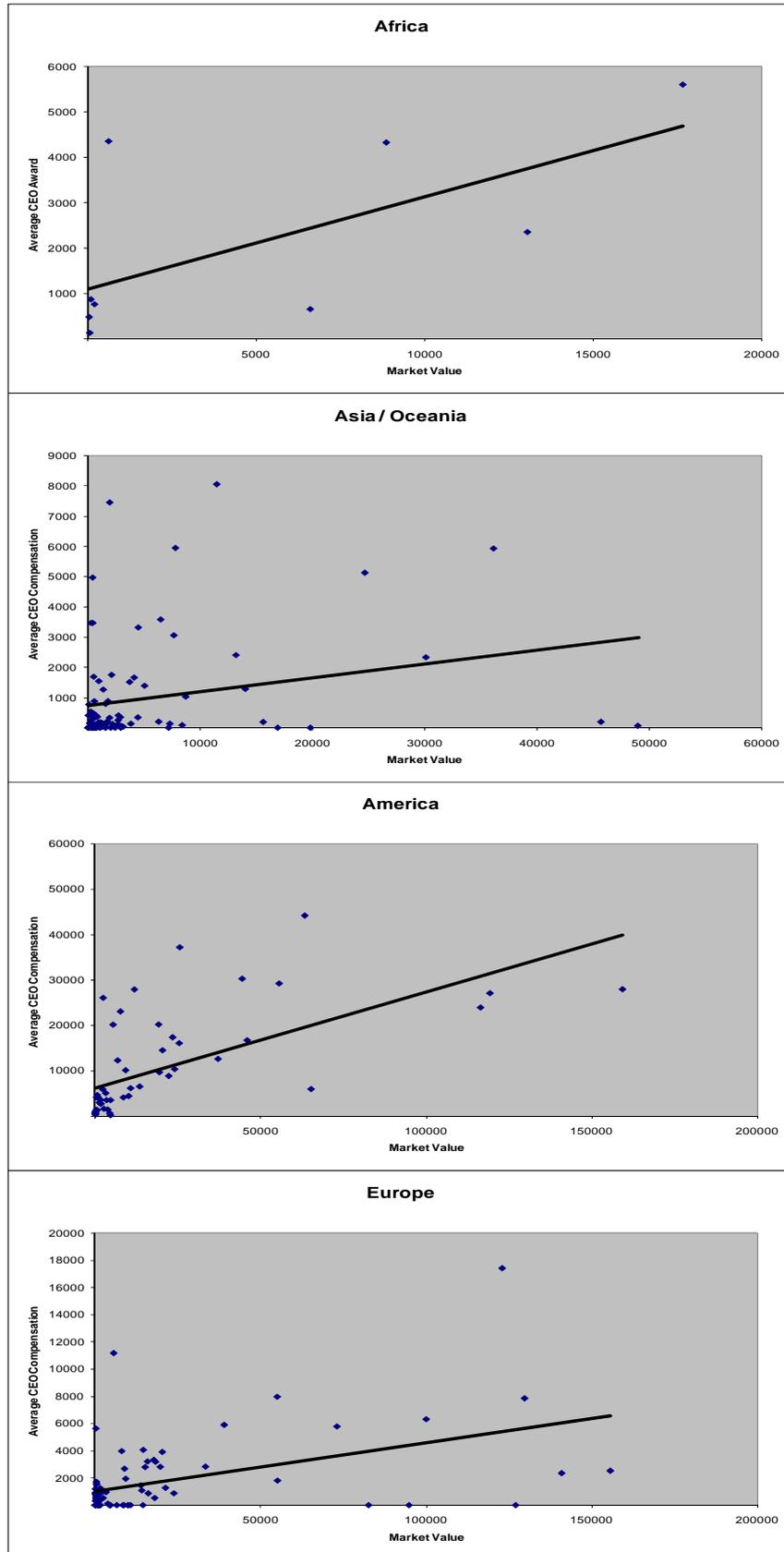
Average Board Compensation				
	α	β	r	r^2
Africa	$Y = 302772,5173 + 0,0000038499 X$		0,10	0,01
America	$Y = 1055896,54 + 0,0000245543 X$		0,38	0,14
Asia / Oceania	$Y = 306911,8247 + 0,0000114820 X$		0,22	0,05
Europe	$Y = 647779,597 + 0,0000071336 X$		0,21	0,04

Na tabela 30, podemos igualmente verificar que a maior correlação da amostra está patente na América, sendo igualmente nesta região onde se verifica um coeficiente de determinação (r^2) mais elevado. Neste caso os valores do coeficiente de determinação não são estatisticamente significativos.

Market Value e CEO Compensation

Depois de observarmos os modelos de regressão caracterizadores da relação entre o *Market Value* e a média de compensação atribuída ao *board*, iremos agora verificar se a relação entre a primeira e a compensação atribuída ao CEO, segue as mesmas características verificadas acima, para cada uma das regiões consideradas em estudo.

Figura 15: Relação entre *Market Value* e *CEO Compensation*



Como podemos verificar nos gráficos de dispersão e nas rectas de tendências apresentadas na figura 15, existe uma tendência clara para os valores de compensação atribuídos ao CEO serem superiores, consoante o valor de mercado da empresa que gerem. Mais uma vez, o continente americano é o que mais se destaca na clarividência desta relação.

De seguida, apresentam-se as equações que reproduzem a relação entre as duas variáveis, para as quatro regiões em análise. De notar que o valor do declive (β), patente na região americana, é claramente mais vincado que nos seus pares.

Tabela 31: Equação da regressão linear, *Market Value - Average CEO Compensation*

Average CEO Compensation				
	α	β	r	r^2
Africa	$Y = 1095316,008 + 0,0002038916 X$		0,66	0,43
America	$Y = 6092505,062 + 0,0002119692 X$		0,62	0,39
Asia / Oceania	$Y = 723202,4725 + 0,0000461411 X$		0,25	0,06
Europe	$Y = 985589,107 + 0,0000356858 X$		0,47	0,22

Relativamente ao coeficiente de determinação (r^2), verificamos valores mais elevados para a relação entre *Market Value* e vencimento do CEO, do que os demonstrados anteriormente para a relação entre o *Market Value* e *Board Compensation*.

Esta relação positiva é estatisticamente mais significativa no continente americano (rondando os 40%). Tal como seria de esperar, esta tendência é evidente na região onde existe um maior peso da componente *share based* no total do vencimento do CEO.

Podemos assim afirmar que os valores do coeficiente de determinação podem ser tidos como bastante satisfatórios no continente americano (0.39), o qual nos permite afirmar que este modelo se irá aproximar da realidade em estudo.

7. Conclusões

A análise que tem vindo a ser desenvolvida ao longo deste estudo, visa analisar a estrutura e compensação *do Board of Directors*, para um conjunto restrito de empresas, cuja característica que as une é o facto de todas elas operarem no sector financeiro.

Muitos estudos têm sido avançados dentro desta temática, ao longo dos anos, por diversos académicos e autores como Murphy ou Kaplan. No entanto, grande parte destes estudos não efectua uma análise centralizada num sector ou área específicas, à semelhança do proposto pelo presente estudo. A investigação existente à corrente data, tende a fotografar a diversidade do tecido empresarial, ou em certos casos a observar um país ou região em concreto.

O estudo aqui desenvolvido centra-se assim na observação das empresas do sector financeiro mundial, de modo a fornecer uma visão particularizada para este sector que nos permita concluir se na realidade existem características que diferenciem este conjunto face às demais empresas dos restantes sectores de actividade.

Estrutura do Board

A estrutura do *Board*, não apresenta em média grandes diferenças consoante a região geográfica observada, sendo claramente visível em todos os casos uma estrutura de composição próxima do modelo 25-75, ou seja, 25% do *board* é composto por membros executivos, sendo os restantes 75% membros não executivos.

Em média o *board* das empresas do sector financeiro a nível mundial é composto por 14 elementos, sendo quatro deles executivos e dez não executivos.

Compensação de membros executivos

A remuneração atribuída aos membros executivos do *board* pela prestação das suas funções apresenta algumas discrepâncias de região para região, quer seja em termos de valor, como na estrutura das variantes que compõe esse mesmo vencimento.

Falando na estrutura, dividimos o vencimento típico de um executivo em três fracções, sendo elas: o vencimento fixo, variável ou sob a formas de *shares*, *options* ou *LTIPs* (*share-based payment*).

Com excepção para o continente americano, as restantes regiões têm uma estrutura bastante similar entre elas, onde a média de vencimento é atribuído maioritariamente sob a forma fixa e variável, restando um escasso recurso à atribuição de *shares*. Na

América assistimos a uma tendência completamente inversa, onde cerca de 70% do vencimento é atribuído sob a forma de *share based payments*.

Quanto aos valores, a América é claramente a região com valores superiores (45% acima da média), seguida da Europa cujos valores são inferiores à média em 50%.

De facto, parecem não existir diferenças relativamente ao comportamento verificado para este sector quando comparado com os demais. Segundo Fernandes et al. (2008) os executivos americanos vencem substancialmente mais que os seus pares de outros países, e recebem a maioria da sua compensação sob a forma de *stock options*, *restricted shares*, e *performance-based bonuses*.

Acaba por ser esta a conclusão de Murphy (1998), quando refere que os níveis de vencimento e de compensação associada à performance são superiores nos EUA em relação a outros países. O mesmo autor refere ainda que este aumento do valor de vencimentos nos EUA, corresponde à explosão verificada na atribuição de *stock options* como forma de compensação.

Compensação de membros não executivos

À semelhança do concluído na observação dos membros executivos, a compensação atribuída aos não executivos tem uma tendência para o predomínio da componente fixa e variável, com excepção para a América. Em relação aos montantes, apesar de as restantes regiões rondarem a média de 160 milhares de euros médios por membro, a América apresenta ligeiro destaque com 200 milhares de euros.

Compensação de CEO's

Dada a importância que a figura do CEO representa no panorama empresarial internacional, observou-se igualmente a compensação isolada para este indivíduo em cada uma das regiões. Seguindo a linha de conclusões obtidas para os membros executivos, verifica-se que para além de ser na América onde os vencimentos atingem maiores montantes, é também aqui que a estrutura apresenta uma diferença significativa em relação às restantes regiões.

Emerge neste ponto a constatação da existência de três modelos de compensação típicos: (1) modelo americano, com 50% do vencimento sob forma de *shares*, e 25% para cada uma das componentes fixa e variável; (2) modelo euro-asiático, com 50% fixa, 40% variável e 10% *share-based*, e (3) modelo africano, com 50% variável, 40% fixo e 10% *share-based*.

Correlação entre Market Value e Compensação do Board

Face ao valor de mercado das empresas, não se verifica a existência de coeficientes de correlação satisfatórios que nos permitam afirmar a existência de uma relação directa entre valor de mercado e compensação. Existe contudo o caso dos CEO's europeus, onde maiores valores de vencimento fixo e por conseguinte totais aparecem associados a um maior valor de mercado das empresas.

De referir ainda que o continente africano apresenta uma relação positiva entre o valor de mercado e o vencimento do *board* e seus membros. No entanto, não podemos afirmar tratar-se de uma tendência para a generalidade da região uma vez que os dados disponíveis são referentes a um único país, o que torna a amostra desta região bastante homogénea e como tal passível de registar tais níveis de correlação.

Correlação entre Equity Capital and Reserves e Compensação do Board

Já havíamos constatado que a cultura americana é bastante mais propícia à atribuição de compensação sob a forma de *share based payments*. Neste ponto concluímos que essa mesma atribuição está directamente relacionada com o valor de *Equity Capital e Reserves* da empresa, no que toca a membros executivos incluindo o CEO. Quer isto dizer que quanto maior for o valor de *Equity Capital and Reserves* de uma empresa americana, maior tende a ser o vencimento de executivos sob a forma de *shares*.

No continente europeu, o vencimento total dos membros não executivos, assim como o montante fixo atribuído a CEO's, estão igualmente relacionados directamente com este indicador.

Correlação entre Total Sales e Compensação do Board

Em relação ao volume de vendas das empresas, parece existir o mesmo tipo de relação demonstrada com o valor de *Equity Capital and Reserves*.

Mais uma vez, o valor de *share based payments* atribuído aos membros executivos americanos está directamente relacionado com as vendas totais da empresa.

De igual modo, as empresas europeias tendem a atribuir maiores montantes fixos aos seus CEO's em função de vendas superiores.

Estes resultados assemelham-se bastante ao concluído por Fernandes et al. (2008), que sugere que os CEO's americanos são mais bem pagos consoante as exportações (enquanto parte das vendas totais), são superiores.

Resumindo, é possível afirmar que a derradeira conclusão deste estudo tem principalmente a ver com o sector financeiro do continente americano, e com as diferenças estruturais da compensação executiva apresentadas nesta região em relação às demais.

De facto, o continente americano, para além de ser onde os montantes atribuídos como vencimento atingirem os valores mais elevados a nível mundial, é também a única região com uma estrutura de vencimentos onde o peso de *share based payments* tem uma preponderância evidente. Além disso é igualmente neste espaço que se verificam relações positivas entre o vencimento e alguns indicadores de dimensão das empresas, como as vendas totais.

Concluimos assim que no sector financeiro parecem não existir diferenças estruturais significativas em relação às demais indústrias, alcançando percepções semelhantes às avançadas por autores como Murphy (1998) e Fernandes et al. (2008), para todos os sectores de actividade.

Algumas explicações justificativas dos factos acima descritos poderão ter a ver com a legislação vigente nos EUA, país altamente regulado e mais avançado em relação aos restantes países mundiais. Esta ideia é corroborada por Fernandes et al. (2008), que refere que a obrigação da divulgação dos detalhes referentes à compensação executiva está vigente neste país desde 1930s.

Segundo Thomas (2003), os CEOs dos EUA, tendem a gerir um maior nível de recursos, assim como os mecanismos de *Corporate Governance* destas empresas levam a que os CEO's tenham mais poder e autoridade que noutros países. Esta ideia poderá também ajudar a justificar o facto da remuneração dos CEOs americanos ser superior e ao mesmo tempo revestida de maior peso de *share based payments*.

8. Bibliografia

Abowd, John and David Kaplan, 1999, Executive Compensation: Six Questions that Need Answering, *Journal of Economic Perspectives* 13, 145-168.

Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, 2004, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press.

Begley, Joy, and Gerald Feltham, 1999, An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives, *Journal of Accounting and Economics* 27, 229-259.

Berle, A., & Gardner, C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

Bizjak, John, James Brickley, and Jeffrey Coles, 1993, Stock-based incentive compensation and investment behavior, *Journal of Accounting and Economics* 16, 349-372.

Bryan, Stephen, Robert Nash and Ajay Patel, 2006, *The Structure of Executive Compensation: International Evidence from 1996-2004*, working paper, Wake Forest University.

Dow, James and Clara C Raposo, 2005, CEO Compensation, Change and Corporate Strategy, *Journal of Finance* 60, 2701-2727.

Evans, John P. and Evans, Robert T., *An Examination of Economic Value Added and Executive Compensation*. EFMA 2002 London Meetings.

Fernandes, Nuno, Miguel Ferreira, Pedro Matos e Kevin Murphy (2008), *(Why) are U.S. Top Executives Paid More?*, working paper, University of Southern California.

Gaver, Jennifer, and Kenneth Gaver, 1993, Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Accounting and Economics* 16, 125-160.

Jensen, Michael C., 'The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers,' *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2 (May, 1986).

Jensen, Michael, and William Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Kaplan, R. e A. Atkinson (1989), "Advanced Management Accounting", 2nd Edition, Prentice-Hall International.

Kole, S. (1997), "The complexity of compensation contracts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43 No.1, pp.17-104.

Murphy, Kevin J. and Jensen, Michael C., *Performance Pay and Top Management Incentives*. Michael C. Jensen, *Foundations of organizational strategy*, Harvard University Press, 1998.

Murphy, Kevin J., 1998, Executive Compensation, in Orley Ashenfelter and David Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3b, Elsevier Science North Holland, Chapter 38, 2485-2563.

Myers, Stewart, 1977, Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.

Rodrigues, J., Fernando Seabra e Carlos Mata (2008), Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Vol 7, n.º 3, 34-41.

Silva, A. S., A. Vitorino, C. F. Alves, J. A. Cunha e M. A. Monteiro (2006), Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal, Lisboa: IPCG.

Smith, Clifford W. and Ross L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices," Mimeographed. Rochester: William E. Simon Graduate School of Business Administration, (March, 1986).

Thomas, Randall, 2003, Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven?, working paper, Vanderbilt University Law School.

9. Anexos

Anexo 1 – Taxas de
Câmbio

COUNTRY	MONETARY UNIT	Currency units per U.S. Dollar			
		Last Available of 2004	Last Available of 2005	Last Available of 2006	Last Available of 2007
U.A.E.	AED	3,6725	3,6725	3,6725	3,6725
*AUSTRALIA	AUD	1,2837	1,3630	1,2637	1,1343
*NEW ZEALAND	AUD	1,3920	1,4676	1,4166	1,2920
SWITZERLAND	CHF	1,1316	1,3143	1,2203	1,1255
CHILE	CHP	559,8300	514,2100	534,4300	495,8200
CANADA	CND	1,2036	1,1645	1,1653	0,9881
CZECH REPUBLIC	CZK	22,3440	24,5880	20,8760	18,0780
DENMARK	DKK	5,4676	6,3241	5,6614	5,0753
*EMU MEMBERS	EUR	0,7342	0,8477	0,7593	0,6793
*UNITED KINGDOM	GBP	0,5178	0,5808	0,5094	0,4992
HONG KONG	HKD	7,7760	77,5350	77,7940	78,0490
INDONESIA	IDR	9355,0000	9830,0000	9020,0000	9419,0000
INDIA	INR	43,5800	45,0700	44,2300	39,4100
SOUTH KOREA	KRW	1035,6000	1013,0000	929,6000	938,2000
ISRAEL	NIS	4,3080	4,6030	4,2250	3,8460
NORWAY	NOK	6,0386	6,7687	6,2551	5,4110
PHILIPINES	PHP	56,2300	53,0950	49,1460	41,3835
PAKISTAN	PKR	59,1240	59,8300	60,9182	61,2207
POLONIA	PLN	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350
MALAYSIA	RM	3,8000	3,7800	3,5303	3,3065
CHINA,P.R.	RMB	8,2765	8,0702	7,8087	7,3046
RUSSIA	RUB	27,7487	28,7825	26,3311	24,5462
SAUDI ARABIA	SAR	3,7500	3,7500	3,7500	3,7500
SWEDEN	SEK	6,6125	7,9325	6,8725	6,4675
SINGAPORE	SGD	1,6338	1,6642	1,5336	1,4412
THAILAND	THB	39,0660	41,0710	36,4250	33,7470
TURKEY	TRY	1,3438	1,3544	1,4251	1,1713
U.S.A.	USD	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
SOUTH AFRICA	ZAR	5,6300	6,3250	6,9700	6,8100

(*)

COUNTRY	MONETARY UNIT	Last Available of 2004	Last Available of 2005	Last Available of 2006	Last Available of 2007
*AUSTRALIA	AUD	0,779	0,7337	0,7913	0,8816
*NEW ZEALAND	AUD	0,7184	0,6814	0,7059	0,774
*EMU MEMBERS	EUR	1,3621	1,1797	1,317	1,4721
*UNITED KINGDOM	GBP	1,9314	1,7219	1,963	2,0034

Anexo 2 - GNP 2006 Rank by World Bank (Top 70)

COUNTRY	GNP 2006 (US Dollars)
United States	13.163.870.289.920
Japan	4.368.434.987.008
Germany	2.896.876.273.664
China	2.644.681.162.752
Europe & Central Asia	2.499.358.919.168
United Kingdom	2.376.983.642.112
France	2.248.090.583.040
Italy	1.850.961.428.480
Canada	1.271.592.648.704
Spain	1.224.675.688.448
South Asia	1.146.716.150.016
Brazil	1.067.471.667.200
Russian Federation	986.939.588.608
India	911.812.788.224
Korea, Rep.	888.024.203.264
Mexico	839.181.926.400
Australia	780.531.204.096
Netherlands	662.295.805.952
Turkey	402.709.938.176
Belgium	394.033.496.064
Sweden	383.799.033.856
Switzerland	380.412.493.824
Indonesia	364.790.284.288
Saudi Arabia	349.137.502.208
Poland	338.732.908.544
Norway	334.942.470.144
Austria	322.000.748.544
Greece	308.449.378.304
Denmark	275.366.248.448
South Africa	255.155.470.336
Ireland	220.137.078.784
Iran, Islamic Rep.	217.897.664.512
Argentina	214.241.198.080
Finland	210.652.364.800
Thailand	206.337.540.096
Portugal	194.725.625.856
Hong Kong, China	189.799.383.040
Venezuela, RB	181.861.842.944
Colombia	153.405.210.624
Malaysia	150.672.375.808
Chile	145.843.142.656
Czech Republic	143.018.033.152
Israel	140.456.935.424
Singapore	132.158.472.192
Pakistan	126.835.515.392
Romania	121.609.117.696
Philippines	117.562.236.928
Nigeria	115.337.822.208
Algeria	114.727.059.456
Hungary	112.919.961.600
Egypt, Arab Rep.	107.484.037.120
Ukraine	106.468.712.448
New Zealand	104.518.918.144
Peru	92.415.557.632
Kazakhstan	81.003.249.664
Morocco	65.401.434.112
Bangladesh	61.897.428.992
Vietnam	60.999.372.800
Slovak Republic	55.048.548.352
Libya	50.319.732.736
Angola	45.163.241.472
Croatia	42.925.486.080
Luxembourg	41.468.825.600
Ecuador	41.401.843.712
Sudan	37.442.383.872
Slovenia	37.303.443.456
Belarus	36.945.317.888
Guatemala	35.325.210.624
Syrian Arab Republic	33.406.588.928
Serbia	31.988.643.840

Anexo 3 - Lista de empresas consideradas

COMPANY NAME	NATION	CONTINENT
FIRSTRAND LIMITED	South Africa	Africa
STANDARD BANK GROUP LIMITED	South Africa	Africa
ABSA GROUP LIMITED	South Africa	Africa
NEDBANK GROUP LIMITED	South Africa	Africa
AFRICAN BANK INVESTMENT LIMITED	South Africa	Africa
INVESTEC LIMITED	South Africa	Africa
CAPITEC BANK HOLDINGS COMPANY LIMITED	South Africa	Africa
MERCANTILE BANK HOLDINGS LIMITED	South Africa	Africa
CADIZ HOLDINGS LIMITED	South Africa	Africa
MICROMEGA HOLDINGS LIMITED	South Africa	Africa
 		
BANK OF NOVA SCOTIA (THE)	Canadá	America
TORONTO-DOMINION BANK (THE)	Canadá	America
BANK OF MONTREAL	Canadá	America
CANADIAN IMPERIAL BANK OF COMMERCE	Canadá	America
NATIONAL BANK OF CANADA	Canadá	America
CI FINANCIAL INCOME FUND	Canadá	America
HOME CAPITAL GROUP INC.	Canadá	America
BPO PROPERTIES LIMITED	Canadá	America
CANADIAN WESTERN BANK	Canadá	America
DUNDEE WEALTH MANAGEMENT INCORPORATED	Canadá	America
LAURENTIAN BANK OF CANADA	Canadá	America
CANACCORD CAPITAL INC.	Canadá	America
GMP CAPITAL TRUST	Canadá	America
ADDENDA CAPITAL INC	Canadá	America
LEGG MASON CANADA HOLDINGS LTD	Canadá	America
KHD HUMBOLDT WEDAG INTERNATIONAL LIMITED	Canadá	America
MERRILL LYNCH & CO CANADA (EXCHANGEABLE)	Canadá	America
SAXON FINANCIAL INC	Canadá	America
OPPENHEIMER HOLDINGS INCORPORATED	Canadá	America
EQUITABLE GROUP, INC.	Canadá	America
QUEST CAPITAL CORPORATION	Canadá	America
XCEED MORTGAGE CORPORATION	Canadá	America
CLAIRVEST GROUP INCORPORATED	Canadá	America
PACIFIC & WESTERN CREDIT CORP.	Canadá	America
ROCKWATER CAPITAL CORPORATION	Canadá	America
MCAN MORTGAGE CORPORATION	Canadá	America
SCEPTRE INVESTMENT COUNSEL LIMITED	Canadá	America
KINGSWAY INTERNATIONAL HOLDINGS	Canadá	America
ACCORD FINANCIAL CORP	Canadá	America
BANCO SANTANDER-CHILE S.A.	Chile	America
BANCO DE CHILE	Chile	America
CORPBANCA	Chile	America
QUINENCO S.A.	Chile	America
GRUPO SECURITY S.A.	Chile	America

COMPANY NAME	NATION	CONTINENT
CITIGROUP INC.	United States	America
BANK OF AMERICA CORPORATION	United States	America
JPMORGAN CHASE & CO.	United States	America
WACHOVIA CORPORATION	United States	America
AMERICAN EXPRESS COMPANY	United States	America
MERRILL LYNCH & CO., INC.	United States	America
MORGAN STANLEY	United States	America
GOLDMAN SACHS GROUP INC. (THE)	United States	America
U.S. BANCORP	United States	America
FANNIE MAE	United States	America
FREDDIE MAC	United States	America
WASHINGTON MUTUAL, INC.	United States	America
LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INCORPORATED	United States	America
SUNTRUST BANKS, INC.	United States	America
CAPITAL ONE FINANCIAL CORPORATION	United States	America
BANK OF NEW YORK COMPANY, INC. (THE)	United States	America
FRANKLIN RESOURCES INCORPORATED	United States	America
BB&T CORPORATION	United States	America
FIFTH THIRD BANCORP	United States	America
NATIONAL CITY CORPORATION	United States	America
COUNTRYWIDE FINANCIAL CORPORATION	United States	America
SCHWAB (CHARLES) CORPORATION	United States	America
STATE STREET CORPORATION	United States	America
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP INCORPORATED	United States	America
REGIONS FINANCIAL COR	United States	America
KEYCORP	United States	America
BEAR STEARNS COMPANIES INC.	United States	America
M&T BANK CORPORATION	United States	America
NORTHERN TRUST CORPORATION	United States	America
CIT GROUP INC.	United States	America
AMERIPRISE FINANCIAL, INC.	United States	America
MARSHALL & ILSLEY CORPORATION	United States	America
UNIONBANCAL CORPORATION	United States	America
TD AMERITRADE HOLDING CORPORATION	United States	America
T ROWE PRICE GROUP INC	United States	America
COMERICA INCORPORATED	United States	America
SYNOVUS FINANCIAL CORP.	United States	America
SOVEREIGN BANCORP INCORPORATED	United States	America
HUDSON CITY BANCORP INCORPORATED	United States	America
ZIONS BANCORPORATION	United States	America
COMMERCE BANCORP INC	United States	America
HUNTINGTON BANCSHARES INCORPORATED	United States	America
FIRST HORIZON NATIONAL CORPORATION	United States	America
NEW YORK COMMUNITY BANCORP INC	United States	America
ASSOCIATED BANC-CORP	United States	America
STUDENT LOAN CORPORATION (THE)	United States	America
JANUS CAPITAL GROUP, INC.	United States	America
AMERICAN CAP STRATEGIES LTD	United States	America
COLONIAL BANCGROUP, INC (THE)	United States	America

COMPANY NAME	NATION	CONTINENT
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	Asia/Oceania
NATIONAL AUSTRALIA BANK LIMITED	Australia	Asia/Oceania
AUSTRALIA AND NEW ZEALAND BANKING GROUP LIMITED	Australia	Asia/Oceania
MACQUARIE BANK LTD	Australia	Asia/Oceania
ST. GEORGE BANK LIMITED	Australia	Asia/Oceania
AUSTRALIAN FOUNDATION INVESTMENT COMPANY LIMITED	Australia	Asia/Oceania
INVESTA PROPERTY GROUP	Australia	Asia/Oceania
PERPETUAL LIMITED	Australia	Asia/Oceania
ALLCO FINANCE GROUP LIMITED	Australia	Asia/Oceania
CHINA CONSTRUCTION BANK CORP	China	Asia/Oceania
BANK OF COMMUNICATIONS CO LTD	China	Asia/Oceania
CHINA MERCHANTS BANK CO LTD	China	Asia/Oceania
CHINA MINSHENG BANKING CORPORATION LIMITED	China	Asia/Oceania
HUA XIA BANK COMPANY LTD	China	Asia/Oceania
BANK OF CHINA LIMITED	China	Asia/Oceania
HANG SENG BANK LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
BOC HONG KONG (HOLDINGS) LTD	Hong Kong	Asia/Oceania
BANK OF EAST ASIA LIMITED (THE)	Hong Kong	Asia/Oceania
GUOCO GROUP LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
WING HANG BANK LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
CHINESE ESTATES HOLDINGS LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
DAH SING FINANCIAL HOLDINGS LTD.	Hong Kong	Asia/Oceania
DAH SING BANKING GROUP LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA (ASIA) LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
CITIC INTERNATIONAL FINANCIAL HOLDINGS LIMITED	Hong Kong	Asia/Oceania
ICICI BANK LIMITED	India	Asia/Oceania
STATE BANK OF INDIA	India	Asia/Oceania
HOUSING DEVELOPMENT FINANCE CORPORATION LIMITED	India	Asia/Oceania
HDFC BANK LIMITED	India	Asia/Oceania
RELIANCE CAPITAL LTD	India	Asia/Oceania
UTI BANK LTD	India	Asia/Oceania
BANK OF BARODA	India	Asia/Oceania
KOTAK MAHINDRA BANK	India	Asia/Oceania
ORIENTAL BANK OF COMMERCE	India	Asia/Oceania
ALLAHABAD BANK	India	Asia/Oceania
PT BANK RAKYAT INDONESIA PERSERO TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
PT BANK MANDIRI (PERSERO) TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
P.T. BANK DANAMON INDONESIA TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
PT BANK NEGARA INDONESIA TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
P.T. BANK INTERNATIONAL INDONESIA	Indonesia	Asia/Oceania
PT LIPPO BANK TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
PT BANK PERMATA TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
PT BANK NISP	Indonesia	Asia/Oceania
P.T. BANK NIAGA TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
PT BFI FINANCE INDONESIA TERBUKA	Indonesia	Asia/Oceania
BANK HAPOALIM B.M.	Israel	Asia/Oceania

COMPANY NAME	NATION	CONTINENT
BANK LEUMI LE-ISRAEL B.M.	Israel	Asia/Oceania
ISRAEL DISCOUNT BANK LIMITED	Israel	Asia/Oceania
FIRST INTERNATIONAL BANK OF ISRAEL LIMITED (THE)	Israel	Asia/Oceania
F.I.B.I. HOLDINGS COMPANY LIMITED	Israel	Asia/Oceania
UNION BANK OF ISRAEL LIMITED	Israel	Asia/Oceania
WOORI FINANCE HOLDINGS	Korea (South)	Asia/Oceania
SHINHAN FINANCIAL GROUP COMPANY LIMITED	Korea (South)	Asia/Oceania
INDUSTRIAL BANK OF KOREA	Korea (South)	Asia/Oceania
MALAYAN BANKING BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
PUBLIC BANK BERHAD (THE)	Malaysia	Asia/Oceania
BUMIPUTRA-COMMERCE HOLDINGS BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
SOUTHERN BANK BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
CIMB BHD	Malaysia	Asia/Oceania
AMMB HOLDINGS BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
HONG LEONG FINANCIAL GROUP BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
RHB CAPITAL BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
EON CAPITAL BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
AFFIN HOLDINGS BERHAD	Malaysia	Asia/Oceania
NATIONAL BANK OF PAKISTAN	Pakistan	Asia/Oceania
MCB BANK LIMITED	Pakistan	Asia/Oceania
UNITED BANK LIMITED	Pakistan	Asia/Oceania
ALLIED BANK LTD	Pakistan	Asia/Oceania
PAKISTAN INDUSTRIAL CREDIT & INVESTMENT	Pakistan	Asia/Oceania
BANK OF PUNJAB (THE)	Pakistan	Asia/Oceania
BANK ALFALAH LTD	Pakistan	Asia/Oceania
HABIB METROPOLITAN BANK LIMITED	Pakistan	Asia/Oceania
BANK AL HABIB LIMITED	Pakistan	Asia/Oceania
SONERI BANK LTD	Pakistan	Asia/Oceania
DBS GROUP HOLDINGS LTD	Singapore	Asia/Oceania
UNITED OVERSEAS BANK LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
OVERSEA-CHINESE BANKING CORPORATION LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
HONG LEONG FINANCE LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
KIM ENG HOLDINGS LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
UOB-KAY HIAN HOLDINGS LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
G.K. GOH HOLDINGS LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
SING INVESTMENTS & FINANCE LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
SINGAPURA FINANCE LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
IFS CAPITAL LIMITED	Singapore	Asia/Oceania
BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
KASIKORNBANK PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
SIAM COMMERCIAL BANK PUBLIC CO LTD (THE)	Thailand	Asia/Oceania
TMB BANK PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
SIAM CITY BANK PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
UNITED OVERSEAS BANK (THAI) PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
BANK OF AYUDHYA PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
TISCO BANK PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
KIM ENG SECURITIES (THAILAND) PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania
KIATNAKIN BANK PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	Asia/Oceania

Análise da composição e estrutura de compensação do *Board of Directors*: Sector Financeiro Mundial

COMPANY NAME	NATION	CONTINENT
ERSTE BANK DER OSTERREICHISCHEN SPARKASSEN AG	Austria	Europe
RAIFFEISEN INTERNATIONAL BANK	Austria	Europe
OBERBANK AG	Austria	Europe
BTV - BANK FUER TIROL UND VORARLBERG AG	Austria	Europe
BKS BANK AG	Austria	Europe
OSTERREICHISCHE VOLKSBANKEN - AG	Austria	Europe
VORARLBERGER LANDES- U. HYPOTHEKENBK. AG	Austria	Europe
FORTIS	Belgium	Europe
DEXIA	Belgium	Europe
BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE	Belgium	Europe
DANSKE BANK AS	Denmark	Europe
JYSKE BANK AS	Denmark	Europe
SYDBANK AS	Denmark	Europe
A/S ROSKILDE BANK	Denmark	Europe
SPAR NORD BANK A/S	Denmark	Europe
RINGKJOBING LANDBOBANK A/S	Denmark	Europe
AMAGERBANKEN A/S	Denmark	Europe
FORSTAEDERNES BANK A/S	Denmark	Europe
EGNSBANK HAN HERRED A/S	Denmark	Europe
FIONIA BANK A/S	Denmark	Europe
BNP PARIBAS	France	Europe
SOCIETE GENERALE	France	Europe
CREDIT AGRICOLE SA	France	Europe
NATIXIS	France	Europe
CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL	France	Europe
UNION FINANCIERE DE FRANCE BANQUE SA	France	Europe
BOURSORAMA	France	Europe
VIEL ET CIE	France	Europe
BANQUE TARNEAUD	France	Europe
DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT	Germany	Europe
BAYERISCHE HYPO- UND VEREINSBANK AG	Germany	Europe
COMMERZBANK AKTIENGESELLSCHAFT	Germany	Europe
DEUTSCHE POSTBANK AG	Germany	Europe
EUROHYPO AG	Germany	Europe
HYPO REAL ESTATE HOLDING	Germany	Europe
LANDESBANK BERLIN HOLDING AG	Germany	Europe
BHW HOLDING AG	Germany	Europe
BERLIN-HANNOVERSCHE HYPOTHEKENBANK AG	Germany	Europe
HSBC TRINKAUS & BURKHARDT KGAA	Germany	Europe
ALLIED IRISH BANKS PLC	Ireland	Europe
BANK OF IRELAND (THE GOVERNOR AND COMPANY)	Ireland	Europe
ANGLO IRISH BANK CORPORATION PLC	Ireland	Europe
IFG GROUP PLC	Ireland	Europe
UNICREDITO ITALIANO SPA	Italy	Europe
SAN PAOLO IMI SPA	Italy	Europe
MEDIOBANCA SPA	Italy	Europe
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	Italy	Europe
BNL - BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.P.A.	Italy	Europe
BANCA ANTONVENETA	Italy	Europe
BANCHE POPOLARI UNITE - BPU	Italy	Europe
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	Italy	Europe
BANCA CR FIRENZE	Italy	Europe
DNB NOR ASA	Norway	Europe
SPAREBANKEN ROGALAND	Norway	Europe
AKTIV KAPITAL ASA	Norway	Europe
ACTA HOLDING ASA	Norway	Europe

Análise da composição e estrutura de compensação do *Board of Directors*: Sector Financeiro Mundial

COMPANY NAME	NATION	CONTINENT
ABG SUNDAL COLLIER ASA	Norway	Europe
SPAREBANKEN MORE	Norway	Europe
SANDNES SPAREBANK	Norway	Europe
SPAREBANKEN OST	Norway	Europe
SPAREBANKEN VEST	Norway	Europe
SPAREBANKEN PLUSS	Norway	Europe
BANK PEKAO S.A.	Poland	Europe
BANK BPH S.A.	Poland	Europe
BANK ZACHODNI WBK SA	Poland	Europe
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE SA	Poland	Europe
ING BANK SLASKI SA	Poland	Europe
BRE BANK SA	Poland	Europe
BANK MILLENNIUM SA	Poland	Europe
KREDYT BANK SA	Poland	Europe
FORTIS BANK POLSKA S.A.	Poland	Europe
NORDEA BANK POLSKA SA	Poland	Europe
BANCO COMERCIAL PORTUGUES, S.A.	Portugal	Europe
BANCO ESPIRITO SANTO SA	Portugal	Europe
BANCO BPI, S.A.	Portugal	Europe
FINIBANCO HOLDING SGPS SA	Portugal	Europe
SANTANDER CENTRAL HISPANO SA	Spain	Europe
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	Spain	Europe
BANCO POPULAR ESPANOL	Spain	Europe
BANCO ESPANOL DE CREDITO, S.A.	Spain	Europe
BANCO SABADELL	Spain	Europe
BANKINTER, S.A.	Spain	Europe
BANCO PASTOR, S.A.	Spain	Europe
BANCO GUIPUZCOANO S.A.	Spain	Europe
CAJA AHORROS VALENCIA CASTELLON ALICANTE	Spain	Europe
NORDEA BANK AB	Sweden	Europe
SVENSKA HANDELSBANKEN AB	Sweden	Europe
SWEDBANK AB	Sweden	Europe
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	Sweden	Europe
D. CARNEGIE & CO AB	Sweden	Europe
AVANZA AB	Sweden	Europe
SKANDITEK INDUSTRIFOERVALTNINGS AB	Sweden	Europe
HQ AB	Sweden	Europe
LEDSTIERNAN AB	Sweden	Europe
UBS AG	Switzerland	Europe
JULIUS BAER HOLDING AG	Switzerland	Europe
EFG INTERNATIONAL	Switzerland	Europe
BANQUE CANTONALE VAUDOISE	Switzerland	Europe
VONTOBEL HOLDING AG	Switzerland	Europe
ST GALLER KANTONALBANK	Switzerland	Europe
BANK SARASIN & CO LTD	Switzerland	Europe
BANQUE PRIVEE EDMOND DE ROTHSCHILD S.A.	Switzerland	Europe
BANQUE CANTONALE DE GENEVE	Switzerland	Europe
HSBC HOLDINGS PLC	United Kingdom	Europe
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC (THE)	United Kingdom	Europe
BARCLAYS PLC	United Kingdom	Europe
LLOYDS TSB GROUP PLC	United Kingdom	Europe
STANDARD CHARTERED PLC	United Kingdom	Europe
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	United Kingdom	Europe
ALLIANCE & LEICESTER PLC	United Kingdom	Europe
NORTHERN ROCK PLC	United Kingdom	Europe
BRADFORD & BINGLEY PLC	United Kingdom	Europe
ICAP PLC	United Kingdom	Europe

Anexo 4 - Membros do *Board of Directors* (país)

PAÍS	NÚMERO DE MEMBROS DO BOARD OF DIRECTORS				
	Observações	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Israel	6	6	1	7	5
Pakistan	10	8	2	11	4
Singapore	10	9	3	14	6
Sweden	9	10	3	15	6
Malaysia	10	11	2	15	6
Denmark	10	12	3	18	8
India	10	12	3	17	6
Hong Kong	10	13	4	18	7
Norway	10	13	5	20	5
Australia	10	13	4	21	8
Thailand	10	13	4	19	9
United States	49	13	3	20	8
Canadá	29	14	4	22	5
United Kingdom	10	14	4	21	8
Indonesia	10	14	5	20	6
Ireland	4	14	2	15	12
Spain	9	14	5	23	9
Switzerland	9	14	4	22	8
France	9	16	8	25	4
Korea (South)	3	16	8	21	7
South Africa	10	16	6	27	8
Belgium	3	17	10	28	9
Poland	10	19	3	24	15
Portugal	4	19	6	25	11
Italy	9	20	7	33	11
Austria	7	21	4	27	16
China	6	24	7	32	13
Germany	10	25	7	34	12
Chile	5	25	8	38	15
TOTAL	301	14	6	38	4

Anexo 5 - Membros Executivos do *Board of Directors* (país)

PAÍS	NÚMERO DE MEMBROS EXECUTIVOS DO BOARD OF DIRECTORS				
	Observações	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Sweden	9	1	0	1	1
Pakistan	10	1	0	2	1
United States	49	2	1	6	1
Malaysia	10	2	1	3	1
Israel	6	2	2	5	1
Singapore	10	2	1	5	1
Denmark	10	3	1	4	1
France	9	3	1	5	1
Korea (South)	3	3	2	5	1
India	10	3	3	12	1
South Africa	10	3	2	8	2
Spain	9	3	2	7	1
Hong Kong	10	4	2	7	1
Thailand	10	4	3	11	2
Austria	7	4	2	7	2
China	6	5	2	8	2
Ireland	4	5	2	7	2
Canadá	29	5	1	6	2
Belgium	3	5	4	10	2
Norway	10	5	3	9	1
United Kingdom	10	5	2	9	3
Italy	9	6	4	11	1
Australia	10	6	3	10	1
Switzerland	9	6	3	10	2
Germany	10	7	3	11	3
Indonesia	10	7	3	11	2
Portugal	4	8	4	13	5
Poland	10	8	1	11	6
Chile	5	13	7	23	6
TOTAL	301	4	3	23	1

Anexo 6 - Membros não executivos do *Board of Directors* (país)

PAÍS	NÚMERO DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS DO BOARD OF DIRECTORS				
	Observações	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Israel	6	4	2	6	1
Pakistan	10	7	2	10	3
Singapore	10	7	3	12	3
Indonesia	10	7	2	10	3
Norway	10	7	2	11	4
Australia	9	8	2	11	4
India	10	9	3	12	5
United Kingdom	10	9	3	16	4
Switzerland	9	9	2	12	6
Denmark	10	9	3	15	6
Canadá	29	9	4	17	3
Hong Kong	10	9	3	15	4
Malaysia	10	9	2	13	5
Sweden	9	9	3	14	5
Thailand	10	10	3	14	6
Ireland	4	10	4	13	5
Poland	10	11	3	16	6
Portugal	4	11	3	14	6
Spain	9	11	3	16	8
United States	49	12	3	18	6
Belgium	3	12	6	18	6
South Africa	10	12	6	23	4
Korea (South)	3	13	6	16	6
Chile	5	13	3	16	9
France	9	13	7	23	3
Italy	9	14	5	23	8
Austria	7	17	3	20	12
Germany	10	18	5	25	7
China	6	20	8	29	9
TOTAL	300	10	5	29	1

Anexo 7 - Estrutura de vencimento médio de membros executivos do *Board*

MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS EXECUTIVOS DO BOARD POR PAÍS (%)				
PAÍS	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Korea (South)	100%	17%	0%	83%
United States	100%	12%	14%	74%
India	100%	40%	31%	29%
Australia	100%	39%	37%	24%
United Kingdom	100%	30%	46%	24%
Denmark	100%	72%	7%	21%
Belgium	100%	52%	28%	20%
Canadá	100%	37%	44%	19%
Italy	100%	50%	31%	19%
Malaysia	100%	72%	16%	13%
South Africa	100%	38%	50%	11%
Germany	100%	40%	49%	11%
Spain	100%	61%	29%	10%
Switzerland	100%	69%	21%	10%
Singapore	100%	24%	67%	10%
France	100%	56%	35%	9%
Ireland	100%	43%	48%	9%
Israel	100%	78%	15%	6%
Hong Kong	100%	42%	52%	6%
Poland	100%	78%	19%	3%
Austria	100%	70%	30%	0%
China	100%	52%	48%	0%
Indonesia	100%	71%	29%	0%
Norway	100%	68%	32%	0%
Pakistan	100%	77%	23%	0%
Portugal	100%	50%	50%	0%
Sweden	100%	70%	30%	0%
Thailand	100%	47%	53%	0%
Total	100%	43%	32%	24%

MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS EXECUTIVOS DO BOARD POR REGIÃO (%)				
PAÍS	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	100%	38%	50%	11%
America	100%	21%	25%	53%
Asia/Oceania	100%	51%	36%	13%
Europe	100%	56%	34%	10%
Total	100%	43%	32%	24%

Anexo 8 - Estrutura de vencimento médio de membros não executivos do *Board*

MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS DO BOARD POR PAÍS (%)				
PAÍS	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Denmark	100%	100%	0%	0%
India	100%	100%	0%	0%
Ireland	100%	100%	0%	0%
Poland	100%	100%	0%	0%
Portugal	100%	100%	0%	0%
United Kingdom	100%	99%	1%	0%
Pakistan	100%	97%	3%	0%
Hong Kong	100%	96%	4%	0%
Singapore	100%	96%	0%	4%
Sweden	100%	94%	6%	0%
France	100%	92%	8%	0%
South Africa	100%	91%	9%	0%
Belgium	100%	90%	10%	0%
Italy	100%	88%	12%	0%
Canadá	100%	87%	0%	12%
Australia	100%	84%	9%	7%
Norway	100%	84%	16%	0%
Switzerland	100%	83%	14%	3%
Germany	100%	78%	19%	3%
China	100%	74%	26%	0%
Austria	100%	67%	33%	0%
Indonesia	100%	67%	33%	0%
Spain	100%	65%	31%	3%
Israel	100%	63%	32%	5%
Thailand	100%	52%	48%	0%
Malaysia	100%	52%	37%	11%
United States	100%	39%	9%	52%
Korea (South)	100%	0%	0%	100%
Total	100%	76%	10%	14%

MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS DO BOARD POR REGIÃO (%)				
PAÍS	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	100%	91%	9%	0%
America	100%	57%	6%	37%
Asia/Oceania	100%	81%	14%	5%
Europe	100%	87%	12%	1%
Total	100%	76%	10%	14%

Anexo 9 – Estrutura de vencimento médio dos CEO's

PAÍS	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DO CEO POR PAÍS (%)			
	Total	Fixo	Variável	Share Based
Poland	100%	84%	14%	1%
Spain	100%	75%	25%	0%
Pakistan	100%	74%	26%	0%
Malaysia	100%	71%	9%	20%
Norway	100%	70%	30%	0%
Sweden	100%	69%	31%	0%
Israel	100%	57%	31%	13%
France	100%	54%	46%	0%
Austria	100%	54%	46%	0%
China	100%	54%	46%	0%
Switzerland	100%	53%	47%	0%
Ireland	100%	51%	49%	0%
Hong Kong	100%	47%	51%	2%
Australia	100%	45%	27%	28%
Thailand	100%	42%	58%	0%
Canadá	100%	40%	41%	19%
India	100%	38%	34%	29%
South Africa	100%	38%	51%	11%
United Kingdom	100%	37%	53%	10%
Germany	100%	37%	45%	17%
Belgium	100%	35%	56%	9%
Italy	100%	24%	29%	47%
Singapore	100%	23%	68%	9%
United States	100%	16%	18%	66%
Korea (South)	100%	0%	0%	100%
Total	100%	40%	35%	25%

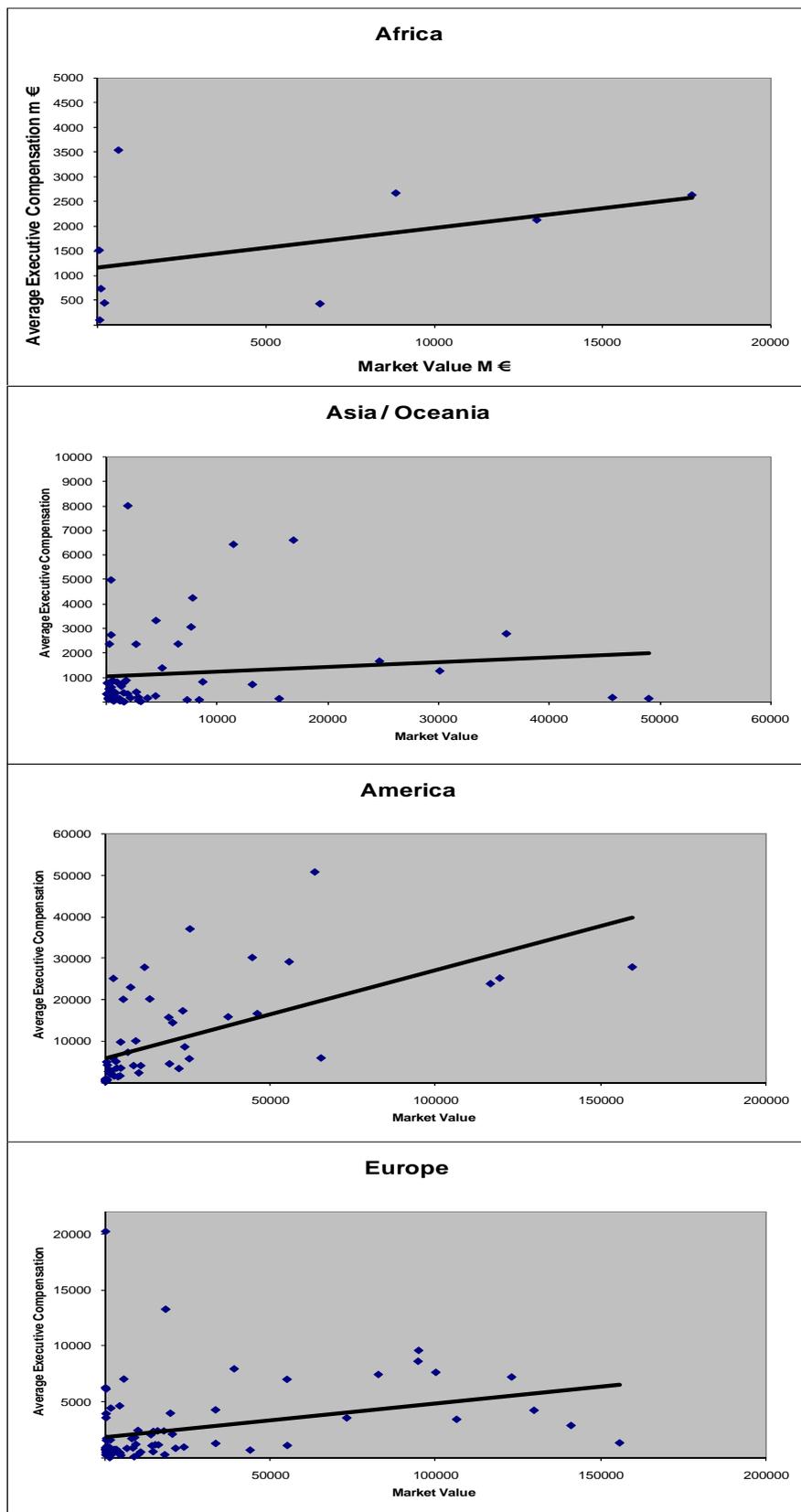
REGIÃO	MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DO CEO POR REGIÃO (%)			
	Total	Fixo	Variável	Share-Based
Africa	100%	38%	51%	11%
America	100%	25%	27%	48%
Asia/Oceania	100%	48%	38%	14%
Europe	100%	55%	39%	6%
Total	100%	40%	35%	25%

Anexo 10 - Média de Estrutura de Vencimento do Board

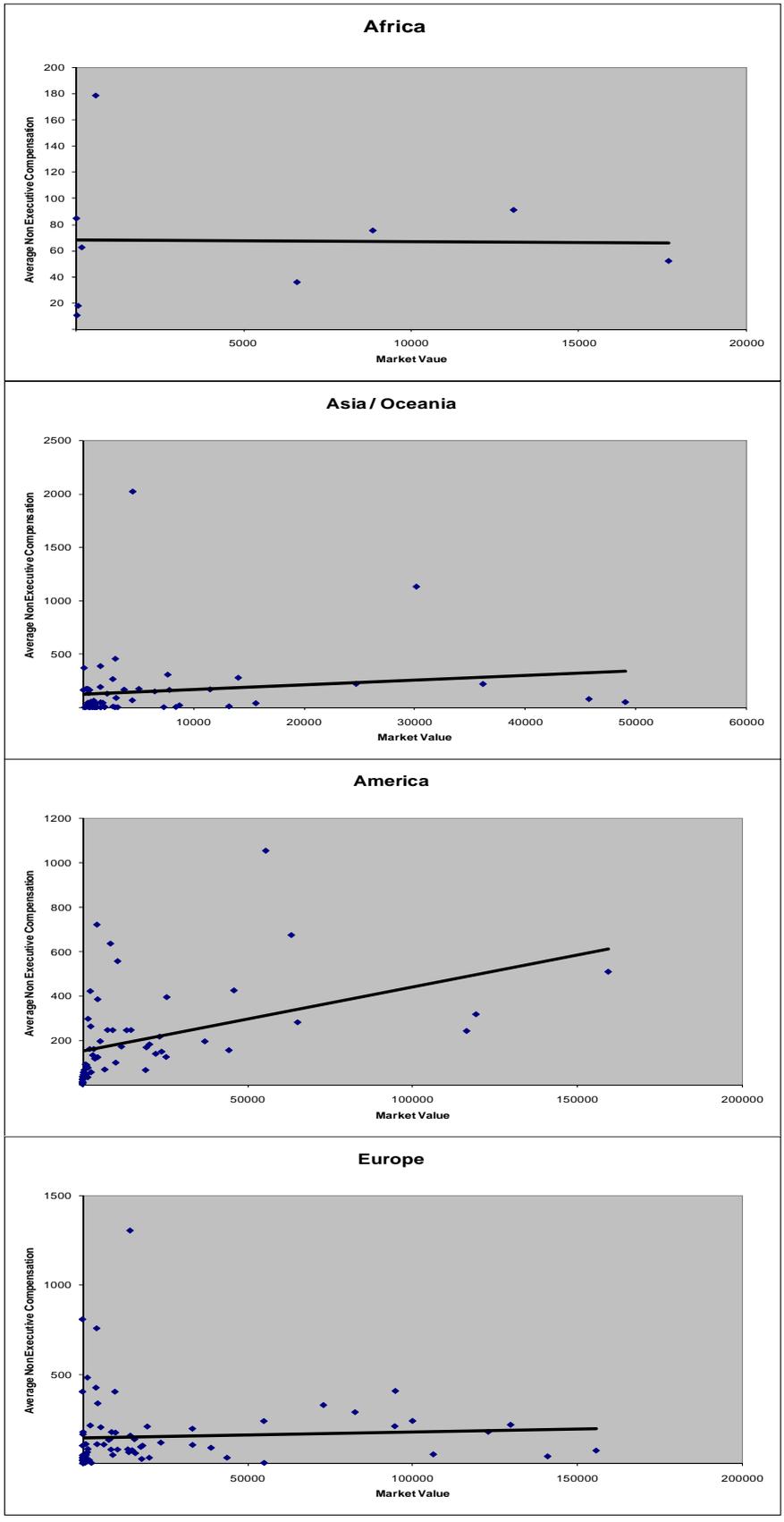
MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS DO BOARD POR PAÍS (%)			
PAÍS	Board	Executivos	Não executivos
Austria	100%	96%	4%
Poland	100%	94%	6%
Canadá	100%	92%	8%
United Kingdom	100%	91%	9%
Portugal	100%	91%	9%
India	100%	90%	10%
Germany	100%	90%	10%
Pakistan	100%	89%	11%
Norway	100%	89%	11%
Hong Kong	100%	89%	11%
Ireland	100%	87%	13%
France	100%	85%	15%
South Africa	100%	83%	17%
Denmark	100%	83%	17%
Korea (South)	100%	82%	18%
Australia	100%	82%	18%
Switzerland	100%	81%	19%
United States	100%	76%	24%
Sweden	100%	72%	28%
Singapore	100%	72%	28%
Belgium	100%	68%	32%
Spain	100%	65%	35%
China	100%	50%	50%
Indonesia	100%	48%	52%
Italy	100%	46%	54%
Israel	100%	46%	54%
Malaysia	100%	35%	65%
Thailand	100%	25%	75%
Total	100%	77%	23%

MÉDIA DE ESTRUTURA DE VENCIMENTO DE MEMBROS DO BOARD POR REGIÃO (%)			
REGIÃO	Board	Executivos	Não executivos
Africa	100%	83%	17%
America	100%	80%	20%
Asia/Oceania	100%	69%	31%
Europe	100%	80%	20%
Total	100%	77%	23%

Anexo 11: Relação entre *Market Value* e *Average Executive Compensation*



Anexo 12: Relação entre *Market Value* e *Average Executive Compensation*



Anexo 13: Equação da regressão linear, *Market Value - Average Executive Compensation*

Average Executive Compensation			
	α	β	
Africa	$Y = 1158548,455 + 0,0000803862 X$		$r = 0,44$ $r^2 = 0,19$
America	$Y = 5890262,427 + 0,0002130981 X$		$r = 0,60$ $r^2 = 0,36$
Asia / Oceania	$Y = 1027054,527 + 0,0000194320 X$		$r = 0,12$ $r^2 = 0,01$
Europe	$Y = 1817946,896 + 0,0000304019 X$		$r = 0,33$ $r^2 = 0,11$

Anexo 14: Equação da regressão linear, *Market Value - Average Non Executive Compensation*

Average Non Executive Compensation			
	α	β	
Africa	$Y = 68249,80365 + -0,0000001354 X$		$r = -0,02$ $r^2 = 0,00$
America	$Y = 152237,3406 + 0,0000028768 X$		$r = 0,44$ $r^2 = 0,19$
Asia / Oceania	$Y = 120372,2602 + 0,0000044064 X$		$r = 0,15$ $r^2 = 0,02$
Europe	$Y = 142768,2311 + 0,0000003398 X$		$r = 0,06$ $r^2 = 0,00$