



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO FINANÇAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

A COMPOSIÇÃO E A REMUNERAÇÃO DO CONSELHO
DE ADMINISTRAÇÃO E A *PERFORMANCE* NO SECTOR
DOS SEGUROS: O CASO PORTUGUÊS

JOÃO MIGUEL SALGUEIRO DE SOUSA NEVES

SETEMBRO - 2013



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO FINANÇAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

A COMPOSIÇÃO E A REMUNERAÇÃO DO CONSELHO
DE ADMINISTRAÇÃO E A *PERFORMANCE* NO SECTOR
DOS SEGUROS: O CASO PORTUGUÊS

JOÃO MIGUEL SALGUEIRO DE SOUSA NEVES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA JOÃO COELHO GUEDES

SETEMBRO - 2013

Resumo

Este estudo pretende analisar a relação existente entre a composição do *board*, quer no que respeita à presença do género feminino, quer no que respeita à proporção deste e de não executivos, a remuneração do *board*, na dupla vertente, fixa e variável, e a *performance* dos seguradores sujeitos à supervisão do Instituto de Seguros de Portugal no triénio de 2010 a 2012.

Para o efeito utilizou-se um modelo de regressão linear com dados em painel. Para além do modelo *benchmark*, no qual não foram utilizados logaritmos, foi estimado um modelo no qual as remunerações foram apresentadas como logaritmos e um outro no qual as remunerações foram excluídas.

As medidas de desempenho utilizadas foram o ROA e o ROE e os resultados obtidos variam de acordo com aquelas. No que concerne ao ROE nenhuma variável se revelou estatisticamente significativa, todavia quando analisado o ROA, várias foram as variáveis que revelaram significância. No modelo de referência, a proporção de mulheres no *board* revelou-se com um impacto negativo, ao invés a remuneração variável demonstrou um impacto positivo. Quando se utilizaram os logaritmos das remunerações, a presença das mulheres sugeriu um impacto negativo, a proporção destas no *board* indicou um impacto positivo e a remuneração fixa caracterizou-se como de impacto positivo, quando se omitiram as remunerações, a presença de mulheres no *board* assumiu-se com impacto positivo.

Palavras-chave: Actividade seguradora, *corporate governance*, composição do *board*, remuneração do *board*, *performance*.

Abstract

This study aims to analyze the relationship between the composition of the board, with regard to the proportion of females, and non-executive directors; the remuneration of the board, both fixed and variable; and the performance of insurers that are under the supervision of the Instituto de Seguros de Portugal in the triennium 2010-2012.

For this purpose we used a linear regression model with panel data to assess the hypotheses expressed. In addition to the benchmark model, which did not use logarithms, we estimated a model in which wages were presented as logarithms and another in which the salaries were excluded.

The results obtained differ according to the whether the ROA or the ROE performance measure was used. No variable proved statistically significant with regards to ROE, however when ROA was analysed, there were several variables that were significant. In the reference model, the proportion of women on the board provided a negative impact, but variable compensation demonstrated a positive impact. When we used the logarithms of wages, the presence of women suggested a negative impact, the proportion of these on the board indicated a positive impact and remuneration had a positive impact. When remunerations were omitted, the presence of women on the board took up a positive impact.

Keywords: Insurance business, corporate governance, board composition, board remuneration, performance.

Agradecimentos

“Eu sou eu e a minha circunstância, e se não salvo a ela, não me salvo a mim.”

Meditações do Quixote

Ortega y Gasset

Quero expressar a minha gratidão à minha orientadora, Professora Doutora Maria João Coelho Guedes, pela disponibilidade, atenção e solicitude permanentemente manifestadas no decurso da elaboração desta dissertação.

Paralelamente quero agradecer ao Luís Martins, um Amigo!

Por fim, uma palavra especial, à Ana e à Catarina, obrigado!

Lista de Siglas e Acrónimos

AIG – *American International Group*

AISS – Associação Internacional de Supervisores de Seguros

APS – Associação Portuguesa de Seguradores

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

FE – *Fixed Effects*

FSAP – *Financial Sector Assessment Program*

ICP – *Insurance Core Principles*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

ISP – Instituto de Seguros de Portugal

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares*

RE – *Random Effects*

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

Índice de Figuras e Tabelas

Tabela I – Total/Tipologia de Seguradores, Prémios de Seguro Directo e Número de Trabalhadores	5
Tabela II – Indicadores: Rácio Activos de Investimento/PIB e Prémios de Seguro Directo/PIB ...	5
Figura 1 – Representação da Mulher no <i>Board</i> - 2010 e 2011	12
Figura 2 – Representação dos Não Executivos no <i>Board</i> - 2010 e 2011	14
Tabela III – Anos e Número de Seguradores Analisados.....	17
Tabela IV – Sinais Esperados para as Variáveis Independentes.....	22
Tabela V – Estatística Descritiva das Variáveis.....	23
Tabela VI – Matriz de Correlação das Variáveis	24
Tabela VII – Teste de Breusch - Pagan	25
Tabela VIII – Teste de Hausman	25
Tabela IX – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Sem Logaritmos.....	26
Tabela X – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Com Logaritmos	28
Tabela XI – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Sem Remunerações.....	30
Tabela XII – Lista de Empresas Incluídas na Amostra.....	39

Índice

1. Introdução	1
2. A Actividade Seguradora.....	3
2.1. Caracterização.....	3
2.2. A Actividade Seguradora em Portugal	3
3. Corporate Governance	5
3.1. Definição	5
3.2. A Teoria da Agência	6
3.3. A Actualidade da <i>Corporate Governance</i>	7
3.4. A <i>Corporate Governance</i> e os Seguradores	7
3.5. A <i>Corporate Governance</i> e os Seguradores em Portugal.....	9
4. A Relação Composição do Board, Diversidade e Performance	10
4.1. Caracterização.....	10
4.2. O Panorama da Diversidade de Género no <i>Board</i>	11
4.3. Diversidade de Género no <i>Board</i> e <i>Performance</i>	12
4.4. A Teoria da Agência e os Não Executivos no <i>Board</i>	13
4.5. Os Não Executivos e a <i>Performance</i>	14
5. Remuneração do Board e Performance	15
5.1. Relação Remuneração e <i>Performance</i>	15
6. Definição de Dados e Metodologia.....	17
6.1. Definição das Variáveis	18
6.1.1. Variáveis Dependentes.....	18
6.1.2. Variáveis Independentes.....	18
6.1.3. Variáveis de Controlo	19
6.2. Metodologia.....	20
6.3. Modelo.....	20
6.4. Resultados e Análise Empírica	22
7. Conclusão, Limitações do Estudo e Investigação Futura	31
7.1. Conclusão	31
7.2. Limitações do Estudo e Investigação Futura.....	32
8. Referências Bibliográficas	33

1. Introdução

O objectivo deste trabalho é proceder à identificação do impacto que alguns mecanismos de *corporate governance*, como sejam a composição do *board*, numa vertente de diversidade de género e de membros (não executivos) e a remuneração, na sua dupla vertente - componente fixa e variável - têm sobre a *performance* dos seguradores sujeitos à supervisão do Instituto de Seguros de Portugal. O horizonte temporal analisado corresponde ao triénio 2010 – 2012 e as medidas de *performance* utilizadas foram o ROA e o ROE.

Foram estimados três modelos, no primeiro, de referência, as diversas variáveis existentes não eram apresentadas como logaritmos, um segundo no qual a remuneração fixa e variável eram logaritmos, e um terceiro no qual as remunerações não constavam como variáveis independentes.

Relativamente ao ROE em nenhum dos modelos se verificou a existência de significância estatística, ao invés, com o ROA, de acordo com o modelo utilizado revelavam-se diferentes variáveis significantes, assim, quando se utilizou o modelo *benchmark*, quer a proporção de mulheres no *board*, quer a remuneração variável se demonstraram estatisticamente significativas, aquela com efeito negativo, esta com efeito positivo. Quando se utilizou o modelo com logaritmos, a proporção de mulheres inverteu o impacto de negativo para positivo, a presença de mulheres no *board* revelou-se significativa, assim como a remuneração fixa, aquela com impacto negativo e esta com impacto positivo sobre o desempenho. Quando se retiraram as remunerações do modelo, apenas a proporção de mulheres se revelou estatisticamente significativa e com impacto positivo sobre a *performance*.

O resto da dissertação está estruturada como se segue. A secção 2 inclui uma caracterização da actividade seguradora e do que esta representa em Portugal, identificando-se a sua organização e o objecto que segura.

Posteriormente a secção 3 incide sobre o significado da *corporate governance*, a relação desta com a teoria da agência, o porquê da sua actualidade e qual a sua relação com os seguradores. A relevância da composição do *board*, a diversidade na sua composição, seja através da integração de mulheres, seja através da existência de elementos não executivos, e a relação que existe entre os dois tipos de diversidade e a *performance*, são temáticas analisadas na secção 4.

João Neves, Mestrado em Finanças
A Composição e a Remuneração do Conselho de Administração e a *Performance* no Sector dos Seguros: o Caso Português

Por sua vez, a secção 5 aborda o conceito de remuneração e a relação que tem com a *performance*.

Na sexta secção procede-se à definição dos dados, da metodologia, das variáveis dependentes, independentes e de controlo e são expressas as hipóteses de estudo.

A conclusão, limitações do estudo e as sugestões de investigações futuras, estão reflectidas na secção 7.

2. A Actividade Seguradora

2.1. Caracterização

A actividade seguradora efectua uma gestão dos riscos presentes na sociedade e que para ela foram transferidos, possibilitando o desenvolvimento de actividades que de outro modo seriam relegadas pelos indivíduos e empresas, nomeadamente por falta de capacidade financeira¹.

Os seguradores transformam a insegurança individual num risco passível de transferência, o que proporciona maior segurança e motiva a tomada de riscos económicos.

A transferência de risco para o segurador tem como contrapartida o pagamento de um prémio. Se ocorrer um sinistro, ou seja, se o risco se materializar, o segurador indemnizará quem estiver definido na apólice de seguro. Até à ocorrência do sinistro o seguro tem um carácter intangível, este apenas se torna tangível, se aquele ocorrer.

É característico da actividade seguradora ter um ciclo de produção invertido, uma vez que o pagamento (prémio do seguro) antecede o recebimento (indemnização).

2.2. A Actividade Seguradora em Portugal

A mais antiga apólice subscrita por seguradores portugueses e estrangeiros foi emitida em 13 de Novembro de 1770. No entanto, fruto da intensa actividade marítima em que o país se havia envolvido, é apontado o século XIII como o início da actividade seguradora em Portugal (Carvalho, 2010).

Actualmente a actividade seguradora tem um perfil completamente distinto do então existente, seja devido à sua organização, seja por via do objecto que segura.

No que respeita à sua organização, esta encontra-se tipificada no Decreto – Lei n.º 94-B/98, artigo 7.º, indicando que apenas podem exercer a actividade seguradora as seguintes entidades; sociedade anónima, mútua de seguros, sucursais de empresas de seguros com sede

¹ Ao aplicar a Lei dos Grandes Números, os seguradores agregam riscos individuais, o que lhes permite realizar estimativas para as perdas totais expectáveis. Se existir um número elevado de segurados, as perdas tornam-se mais estáveis e previsíveis, o que possibilita que os seguradores possam apresentar prémios mais baixos de forma mais duradoura, pois têm maior certeza na dimensão das suas perdas (The Geneva Association 2012).

no território de outro Estado Membro da União Europeia, sucursal de empresa de seguros ou resseguros com sede fora da União Europeia e empresas de seguros ou públicas ou de capitais públicos.

Relativamente ao objecto de seguro, este expressa-se nas autorizações que o Instituto de Seguros de Portugal (ISP) pode conceder às entidades indicadas para explorar seguros.

Os seguros agrupam-se em ramos, ou seja, o ramo de seguro é um conjunto de operações ou actividades relativas a contratos de seguro da mesma natureza. A autorização de exploração pode ser atribuída para o ramo vida, o ramo não vida ou se a entidade explorar seguros de ambos os ramos, a autorização é mista.

O ramo vida compreende os seguros de vida, contratos pelos quais o segurador se compromete a pagar o capital seguro em caso de morte da pessoa segura (seguro em caso de morte) ou de sobrevivência da pessoa segura.

O ramo não vida, também designado de ramos reais, compreende riscos cujos objectos são bens patrimoniais e os seguros pessoais. A variante mista, conforme referido caracteriza-se pela exploração de seguros do ramo vida e do ramo não vida.

A actividade seguradora em Portugal não esteve alheia à conjuntura económica que o país atravessa, tendo-se verificado uma redução do número de seguradores a exercerem a sua actividade, bem como dos prémios de seguro directo², não obstante ter existido um acréscimo de trabalhadores no sector (Associação Portuguesa de Seguradores (APS) 2012).

² Os prémios de seguro directo são prémios líquidos de resseguro. Quando um segurador aceita um risco, pode ter necessidade de o transferir para um ressegurador, o que implica o pagamento de um prémio, designado por prémio de resseguro cedido por parte do segurador directo ao ressegurador.

Tabela I – Total/Tipologia de Seguradores, Prémios de Seguro Directo e Número de Trabalhadores

Unidade: milhões de euros

N.º de Empresas de Seguros	2010	2011	Varição 2011/2010
	83	79	-5%
Vida	21	20	-5%
Não Vida	50	47	-6%
Mistas	12	12	0%
Prémios de Seguro Directo	16.340	11.666	-29%
Número de Trabalhadores	11.224	11.242	0,2%

Fontes: (APS 2012) e (ISP 2011)

Existem ainda um conjunto de indicadores que permitem observar a importância da actividade seguradora na actividade económica, seja através do rácio Activos de Investimento/PIB, ou através do rácio, Prémios de Seguro Directo/PIB APS (2012).

Tabela II – Indicadores: Rácio Activos de Investimento/PIB e Prémios de Seguro Directo/PIB

	2010	2011	Varição 2011/2010
Activos de Investimento/PIB	33,9%	30,5%	-10%
Prémios Seguro Directo/PIB	9,5%	6,8%	-28%

Fonte: (APS 2012)

3. Corporate Governance

3.1. Definição

O conceito de *corporate governance*³ tem sofrido mutações ao longo do tempo, assim, de acordo com Cadbury (1992) é o sistema através do qual as empresas são dirigidas e controladas. Por sua vez Shleifer e Vishny (1997) focalizam-se no modo como os financiadores das empresas asseguram o retorno para os seus investimentos.

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) (1999) alarga o âmbito do conceito, ao caracterizá-lo como um conjunto de relações entre a gestão da empresa, os accionistas e as partes interessadas.

³ Segundo Becht *et al.* (2002) o conceito de *corporate governance* terá sido utilizado pela primeira vez por Richard Eells (1960, pág. 108) para demonstrar “the structure and functioning of the corporate policy”.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2005, pág. 1) com o foco nas empresas emittentes de acções define *corporate governance* como, "...o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades."

3.2. A Teoria da Agência

De acordo com Gomez e Russel (2005) a teoria da agência tornou-se a principal teoria da *corporate governance* na década de 80, tendo-a definido como uma expressão do equilíbrio entre os interesses do principal e do agente.

Segundo Jensen e Meckling (1976) a teoria da empresa ao não dar resposta à questão de saber como é que os objectivos conflitantes dos proprietários e dos gestores podiam ser colocados em equilíbrio, apresentam a teoria da agência, que consiste num contrato através do qual uma ou mais pessoas, o principal, encarrega outra pessoa, o agente, de realizar, de acordo com a delegação de poder efectuada, determinada tarefa. Este contrato deve ser o mais eficiente possível uma vez que vai enquadrar a relação entre o principal e o agente (Eisenhardt, 1989).

A possibilidade dos gestores ainda assim não agirem sistematicamente de acordo com os interesses dos proprietários é uma realidade que Adam Smith (1775, pág. 362) já havia apontado, "Dos directores destas companhias, contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu."

O âmago do problema de agência apresentado por Jensen e Meckling reside na dissociação de interesses entre os proprietários das empresas e os gestores (Shleifer e Vishny, 1997).

O problema de agência para além da possibilidade de gerar conflitos entre proprietários e gestores, implica custos, designados de agência, os quais podem ser agrupados em duas categorias, os que advêm de um comportamento do agente dissonante do interesse do principal, e os que este tem de assumir para mitigar a eventual ocorrência dos custos da primeira categoria (Matos, 2010).

3.3. A Actualidade da *Corporate Governance*

A actual crise financeira mundial é apontada por Claessens e Yurtoglu (2012) como uma evidência de que a *corporate governance* afecta o bem-estar comum, na medida em que foi a existência de estruturas frágeis daquela que viabilizou a assunção excessiva de riscos, assim como uma cultura de *board* que privilegiava o ganho financeiro imediato em detrimento do desempenho económico de longo prazo.

Becht *et al.* (2002) já anteriormente haviam enunciado algumas razões pelas quais o tema da *corporate governance* se havia tornado tão visível:

1. vaga de privatizações das duas últimas décadas, que espoletou a necessidade de perceber como é que as empresas recém privatizadas deveriam ser controladas e geridas;
2. crescimento dos planos de reforma devido a uma maior canalização de poupanças, o que dota as sociedades gestoras de fundos de pensões de uma capacidade financeira poderosa, a qual lhes permite influenciar a governação de uma empresa;
3. fusões e aquisições;
4. escândalos financeiros e falência de empresas, de que são exemplos a Worldcom, Enron e Arthur Andersen.

3.4. A *Corporate Governance* e os Seguradores

A preocupação pela defesa dos interesses dos tomadores de seguro decorrente do facto da actividade seguradora ser, conforme já referido, uma actividade com um ciclo de produção invertido, o que torna mais veemente a necessidade dos seguradores terem mecanismos de governação que lhes permitam não defraudar as expectativas de quem contratou um seguro e precisa de o accionar aquando do sinistro, foi um dos impulsionadores da criação de um conjunto de documentos que evidenciavam a relação entre a *corporate governance* e os seguradores.

Assim, em 2004, a Associação Internacional de Supervisores de Seguros (AISS) elabora “Insurance Core Principles on Corporate Governance”, que eram um conjunto de boas práticas, designadamente ao nível dos mecanismos de governação⁴ dos seguradores a que as diversas entidades encarregues da supervisão daqueles deveriam estar atentas e que tinham por objectivo assegurar a protecção dos direitos das partes interessadas.

Posteriormente em 2005, a OCDE igualmente atendendo à importância dos mecanismos de governação dos seguradores, em função da exposição destes a diversos riscos⁵, à existência de conflitos de agência que poderiam afectar os tomadores de seguro e para aumentar a protecção destes e dos accionistas, para além da que já lhes era assegurada através da regulamentação do sector, disponibiliza um conjunto de indicações especificamente orientadas ao sector segurador, “OECD Guidelines for Insurer’s Governance”. O documento não era vinculativo, pretendendo sim, ser um complemento às diversas normas de *corporate governance* aplicáveis a empresas de outros sectores de actividade.

A comprovar a importância da *corporate governance* para a actividade seguradora, e novamente com o foco nos mecanismos de governação, surge em 2009 no decurso da crise financeira do ano precedente, um documento elaborado conjuntamente pela OCDE e a AISS intitulado, “Issues Paper on Corporate Governance”, com o intuito de proporcionar às autoridades de supervisão dos diversos países uma melhoria da sua acção através da identificação dos mecanismos que os seguradores deveriam observar na sua governação, para que os interesses dos tomadores de seguro não fossem postos em causa. Este documento aponta como uma das razões para o falhanço dos seguradores⁶ a existência de mecanismos de governação frágeis.

4 Como sejam, estruturas de governação, funções do *board*, existência de auditoria interna e externa.

5 A norma regulamentar n.º 14/2005 – R do ISP, procede à tipificação e caracterização dos diversos riscos que afectam a actividade seguradora, como sejam, risco operacional, de crédito, de mercado, e risco específico de seguros.

6 Em 2008, o American International Group (AIG), considerado o maior segurador do mundo, recebeu 85 mil milhões de dólares de crédito para evitar a falência. O seu valor de mercado tornou-se quase nulo, com o Estado a controlar 79,9% do segurador em consequência das necessidades de liquidez decorrentes da crise financeira de 2008 postas a descoberto na sequência de uma gestão que efectuava investimentos com enormes riscos para impulsionar o crescimento da empresa.

3.5. A *Corporate Governance* e os Seguradores em Portugal

Num contexto em que se tornaram visíveis as falhas nos mecanismos de auditoria e controlo interno (de que foram paradigmas nomeadamente a Enron e a Worldcom), a necessidade de assegurar a preparação para o Financial Sector Assessment Program⁷ (FSAP), a imprescindibilidade dos seguradores assegurarem a capacidade de cumprirem com as suas obrigações perante os tomadores de seguros, segurados e, beneficiários, aliada à exigência do sector ser encarado com confiança por parte de particulares e empresas, o que apenas poderá decorrer da garantia de existência de fiabilidade nas operações e da credibilidade da informação divulgada ao exterior, foram no seu conjunto factores que motivaram o ISP a avançar com um questionário que pretendia recolher informação sobre os sistemas e práticas de governação das empresas sujeitas à sua supervisão⁸ (Byrne e Ribeiro, 2005).

O diagnóstico efectuado permitiu verificar a existência de uma relação fiável entre as empresas e a *corporate governance*, “...existindo um número razoável de empresas de seguros que, mesmo antes de se ter verificado qualquer intervenção normativa ou orientadora específica, parecem já ter interiorizado a importância que as matérias ligadas ao *corporate governance* têm nas respectivas *performance* e competitividade e no reforço da confiança dos consumidores” (Byrne e Ribeiro, 2005, pág. 54).

Posteriormente em 2010, o ISP dirigiu um novo questionário às empresas de seguros sujeitas à sua supervisão com o propósito de actualizar a informação recolhida em 2005, e das três fragilidades observadas em 2005, ausência de um sistema de gestão de riscos e de controlo interno, inexistência de uma unidade organizacional para gestão de riscos autónoma e falta de definição e monitorização dos níveis de tolerância ao risco, as duas primeiras estavam ultrapassadas (Byrne *et al.*, 2011).

7 Programa através do qual o Fundo Monetário Internacional avaliou o sistema financeiro nacional, e que incidiu concretamente na verificação do grau de cumprimento dos Insurance Core Principles (ICP) aprovados pela AISS em 2004.

8 De acordo com o estatuído no Decreto – Lei n.º 94-B/98, no seu artigo n.º 156.º.

4. A Relação Composição do *Board*, Diversidade e *Performance*

4.1. Caracterização

Segundo Pfeffer (1972) a composição do *board*⁹ é uma característica muito relevante para os objectivos de sobrevivência e desenvolvimento de uma empresa, pois esta ao actuar num ambiente onde existe interdependência entre os diversos agentes, ainda que tenha grande eficiência e eficácia nos seus processos operacionais, não assegura a concretização daqueles objectivos. Através da tática da cooptação, a empresa promove a diversificação na composição do seu *board* (financeiros, advogados, executivos e não executivos) e por essa via mitiga a incerteza que existe relativamente ao sucesso da sua actividade. Por conseguinte, o *board* é considerado um instrumento que permite estabelecer relações com o ambiente no qual a empresa actua.

Para além da diminuição da incerteza, um *board* mais diversificado permite também no que respeita à sua relação com o meio envolvente, o estabelecimento de relações diversificadas, isto é, não apenas com os reguladores e outras empresas (Pfeffer 1972), mas igualmente com fornecedores, políticos e comunicação social (Ferreira 2010). A valia da diversidade, não obstante inicialmente se poder verificar algum atrito em virtude da existência de diferentes referenciais, por exemplo advogados/financeiros, reside no facto da empresa posteriormente ficar com a capacidade de avaliar mais criticamente as alternativas de que dispõe e assim tomar decisões mais fundamentadas (Carter *et al.* 2002).

Milliken e Martins (1996) introduzem outras características de diversidade, como a idade, o género, a cultura, a religião, entre outras.

As características enunciadas por Milliken e Martins, de acordo com Erhardt *et al.* (2003) enquadram-se num tipo de estudos sobre a diversidade, cujo objecto de análise são as características observáveis, existindo outro tipo de estudos que tem por objecto características que não são observáveis, como sejam capacidades técnicas ou valores.

9 Segundo Fama e Jensen (1983) o *board* é o vértice do sistema de controlo da empresa, tendo a competência de contratar, despedir e compensar os gestores e ainda ratificar e monitorizar as decisões destes. O poder de contratar e despedir o CEO é também atributo do *board* (Roe 2004). No que respeita à sua estrutura ela poderá ser de dois tipos, *one tier model*, ou seja, no *board* coabitam elementos executivos e não executivos, ou, alternativamente, *two tier model*, isto é, a gestão encontra-se separada da sua monitorização, estando esta entregue a não executivos e aquela a executivos (Maassen 1999).

Este estudo pretende focar-se por um lado na composição do *board*, na vertente da diversidade observável, ou seja, no que respeita à presença e proporção de mulheres, mas também da não observável, ou seja, da proporção de não executivos.

Adicionalmente pretende-se estabelecer uma relação entre a composição do *board* e a *performance* dos seguradores, analisada através de duas medidas de desempenho, o *Return on Assets* (ROA), que indica os activos que foram utilizados para suportar as actividades de negócio e por essa via a rendibilidade do activo, e o *Return on Equity* (ROE), ou seja, a expressão do retorno dos accionistas através da rendibilidade do capital.

A utilização do ROA e do ROE como indicadores de *performance* é feita à semelhança de Haslam *et al.* (2010) e Shrader *et al.* (1997) que também utilizaram estes indicadores para avaliarem a relação entre a presença de mulheres no *board* e a *performance*. Complementarmente refira-se que quer o ROA, quer o ROE, são medidas de desempenho destacadas nos relatórios e contas dos seguradores analisados.

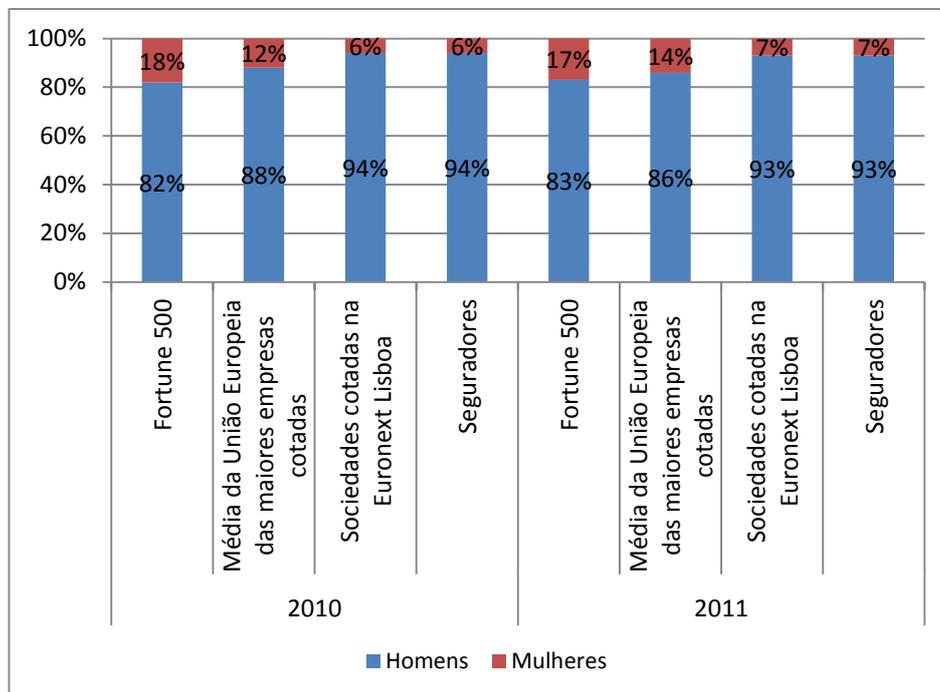
4.2. O Panorama da Diversidade de Género no *Board*

Na perspectiva de Erhardt *et al.* (2003) a diversidade no *board* caracteriza-se pela presença de diferenças étnicas e de género nos seus membros.

A diversidade de género na composição do *board* é abordada por diversas instituições como sejam a Catalyst¹⁰, a União Europeia, ou, em Portugal, através da CMVM.

¹⁰ Organização não lucrativa cujo objectivo consiste em expandir oportunidades para as mulheres nas empresas e que desenvolve relatórios e pesquisas sobre a representação da mulher no *board*.

Figura 1 – Representação da Mulher no *Board* - 2010 e 2011



Fonte: Catalyst (2010 e 2011), União Europeia (2012) e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2011)

Na análise da figura 3, observa-se em Portugal um aumento da participação da mulher nos diversos *boards*, mas com uma diferença significativa face ao indicador da Fortune 500 e da média da União Europeia.

4.3. Diversidade de Género no *Board* e *Performance*

A decisão sobre a presença de mulheres no *board* deverá ter por base a expectativa da melhoria da eficácia da organização e das suas decisões, de acordo com Van der Walt e Ingley (2003).

Actualmente são diversos os estudos (e os resultados) que abordam a relação entre a presença de mulheres no *board* e a *performance*, analisando esta através do ROA e do ROE, assim, Lückerath - Rovers (2011) regista uma relação positiva entre a presença de mulheres no *board* e o ROE, já Haslam *et al.* (2010) verificam uma relação nula quer com o ROE, quer com o ROA, enquanto Erhardt *et al.* (2003) verificam uma relação positiva entre uma maior diversidade, através da presença de mulheres e de minorias no *board*, e o ROA.

Relativamente à relação entre a proporção de mulheres no board e a *performance*, também existem diversos estudos com resultados díspares.

De acordo com Shrader *et al.* (1997) existe uma relação positiva entre grandes empresas com rácios maiores de mulheres e o ROA, e o ROE. Também para Joecks *et al.* (2012) um *board* composto por 30% de mulheres iguala a *performance* de *boards* apenas compostos por homens e a partir desta proporção, a existência de um *board* mais diversificado supera a de um inteiramente composto por homens no que ao ROE concerne. Todavia O' Reilly e Main (2012) não verificam uma *performance* superior em *boards* com mais mulheres do que em *boards* com menos mulheres, inclusivamente o ROA é pior.

Os resultados observados expressam uma relativa diversidade, o que eventualmente poderá ser explicado recorrendo a Rhode e Packel (2010) que atribuem a diferença a factores como, metodologia utilizada, períodos temporais, ambientes económicos, tipologia da empresa, medidas de diversidade e indicador financeiro a analisar.

4.4. A Teoria da Agência e os Não Executivos no Board

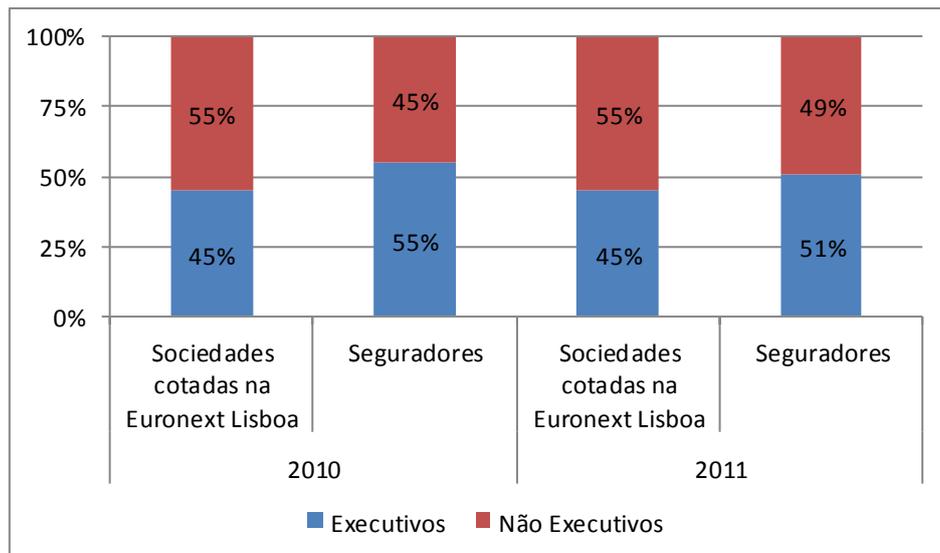
Segundo Hermalin e Weisbach (2003) o *board* é uma instituição que nasce como resposta ao problema de agência entre o principal e o agente, e é precisamente ao *board*, de acordo com Fama e Jensen (1983) que compete a resolução deste problema, Gomez e Russel (2005) concretizam o modo de resolução, ao indicarem a monitorização que o *board* faz ao comportamento dos elementos executivos com base na delegação de poder que lhes foi feita pelo principal como sendo a chave para esta problemática.

Para existir uma monitorização eficaz dos agentes, conforme indica Donaldson (1990) na sua composição o *board* deverá privilegiar os elementos não executivos sem qualquer relação com a gestão da empresa, Walt e Ingley (2003) reforçam esta perspectiva na medida em que defendem que uma proporção maior destes elementos diminui o problema de agência, uma vez que possibilita uma monitorização mais adequada dos agentes e assim reduzem-se os custos de agência. Esta monitorização, de acordo com Roberts *et al.* (2005) mais não é do que uma análise crítica da acção dos executivos, resultante de factores como, inexistência de contacto directo com a operação diária da empresa, ou a experiência e conhecimento de que são portadores, características que lhes conferem maior objectividade na análise.

Hermalin e Weisbach (2003) defendem que a diversidade na composição do *board*, também se expressa através da coexistência de elementos executivos e não executivos.

Relativamente ao panorama da presença de não executivos no *board* a figura 4 demonstra-o em Portugal.

Figura 2 – Representação dos Não Executivos no *Board* - 2010 e 2011



Fonte: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2011) e Relatórios e Contas dos Seguradores (2010 e 2011)

No que respeita aos seguradores, observa-se um crescimento na proporção de não executivos de 2010 para 2011, não obstante representarem um valor inferior ao que se regista nas empresas cotadas.

4.5. Os Não Executivos e a *Performance*

Para Kaufman e Englander (2005) a *performance* é um argumento de defesa da participação dos não executivos no *board*. Com base neste argumento e fruto da defesa veemente da monitorização dos executivos, (Kaufman e Englander, 2004) originada num conjunto de factores muito concretos que ocorreram nos Estados Unidos, como sejam a queda do mercado accionista nos anos 70, o escândalo de Watergate e a bancarrota da companhia ferroviária Penn Central, nos anos 90 do século passado os não executivos detinham a maioria dos lugares nos *boards* nas maiores empresas americanas.

Todavia, no que há *performance* respeita, Kaufman e Englander (2005) não identificaram correspondência entre a composição e a *performance* da empresa, muito embora eles a expectassem.

Da aferição da literatura observa-se uma pluralidade de conclusões sobre a relação *performance* e não executivos, de acordo com Bhagat e Black (1999) empresas com baixa *performance* (medida entre outras pelo ROA), respondem a esta aumentando a independência do *board* (associando-se esta característica à categoria de não executivos) todavia não foi encontrada evidência de que um aumento do número de não executivos se traduza no aumento da *performance*, Koerniadi e Tourani – Rad (2012) observam que a presença de não executivos está negativamente (positivamente) associada com a *performance* (ROA e ROE) quando estes constituem a maioria (minoría) do *board*.

Ao analisar seguradores não vida no Reino Unido O’ Sullivan e Diacon (2003) não verificaram diferença na *performance* de mútuas e de sociedades anónimas (medida nomeadamente através de reservas e mudança no valor de mercado dos investimentos) apesar daquelas terem uma proporção maior de não executivos do que estas.

Com o mesmo objecto de estudo mas sobre seguradores do ramo vida tailandeses, Connelly e Limpaphayon (2004) observam um benefício na acção dos não executivos que se traduz na *performance* da empresa, medida nomeadamente pelo ROA. No mesmo sentido Lin (2011) considera que existe uma relação positiva entre a presença de não executivos no *board* e a *performance* medida pelo ROA e ROE, Baysinger e Butler (1985) defendem que *boards* com um número maior de não executivos têm um ROE maior.

5. Remuneração do *Board* e *Performance*

5.1. Relação Remuneração e *Performance*

Partindo do conceito da teoria da agência, Hermalin e Weisbach (2003) sustentam que uma das soluções para a divergência de interesses entre o principal e o agente, reside na concessão a este de incentivos que permitam alinhar ambos os interesses.

Um desses incentivos consiste na remuneração, que, de acordo com Bebchuk e Fried (2003, pág. 72) pode ser abordada de duas formas, “abordagem de contratação ideal” e “abordagem

do poder do gestor”. Através da “abordagem de contratação ideal” a remuneração é encarada como um mitigador para o problema de agência, pois os *boards* definem as remunerações com o intuito de que os gestores tenham incentivos suficientes para maximizarem a criação de valor para o accionista esbatendo-se assim a diferença de interesses entre o principal e o agente.

Por conseguinte, a remuneração como reflexo do desempenho permite a redução do risco de agência, numa conjuntura em que sendo a informação incompleta (Holmstrom 1979) não é verosímil que o contrato entre o principal e o agente mencione todas as possibilidades, o que permite eventuais divergências entre aqueles.

Segundo a “abordagem do poder do gestor”, a remuneração deste é considerada numa dupla vertente, isto é, como solução para o problema de agência, pois possibilita o alinhamento de interesses, mas simultaneamente como parte do problema, uma vez que se o gestor for considerado como factor de sucesso da empresa, pode utilizar esse “carisma” para aumentar o valor da remuneração e simultaneamente assegurar a sua imprescindibilidade. A definição da remuneração também tem em consideração a realidade praticada pelo mercado, conforme observam Baker *et al.* (1988) uma vez que para manter e atrair executivos competentes a empresa tem de assegurar alguma paridade, ou mesmo suplantar os valores que se praticam. Este procedimento decorre do pressuposto de que a generalidade dos indivíduos atribui maior relevância à remuneração face a qualquer outro tipo de compensação.

Nas abordagens citadas, ressaltam duas das componentes identificadas por Barkema e Meija (1998) como integrantes da remuneração, a relação com a *performance* “abordagem de contratação ideal” e o valor absoluto da remuneração “abordagem do poder do gestor”.

Em Portugal, instituições como a CMVM, através do Código de Governo das Sociedades de 2010, Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) com o seu Código de Governo das Sociedades de 2012 e ISP através da Norma Regulamentar n.º 5/2010-R e Circular n.º 6/2010 publicaram normativos que entre outras temáticas abordam a remuneração, também nas três dimensões já focadas, valor absoluto, orientação de longo prazo e *performance*.

Este estudo, como referido, ocupa-se da relação entre a remuneração e a *performance* e se por um lado, conforme indica Wallsten (2000) a remuneração dos executivos de primeira linha

está mais associada à *performance*, do que a dos executivos de segunda e terceira linhas, por outro existem diversos estudos com resultados dissonantes face a esta relação.

Para Kaplan (1994) a relação remuneração e *performance* é positiva, utilizando como indicadores de *performance*, entre outros, a cotação das acções, as vendas e as receitas. Na mesma linha Mehran (1995) observa que a *performance* medida pelo ROA está positivamente relacionada com a percentagem da remuneração que é baseada em acções.

Também de forma positiva Brunello *et al.* (2001) constata a relação em apreço, tendo como um dos indicadores de *performance*, os lucros reais. Estes autores apresentam outro modo de reconhecimento da *performance* que consiste na mobilidade vertical. “Quando a empresa tem uma estrutura hierárquica e organização dos empregos em carreiras, estas a par com a possibilidade de promoção são poderosos incentivos. A existência de preocupações de carreira implica que devido à inexistência de progressão no topo da hierarquia, esquemas alternativos de incentivos como sejam remuneração em função da *performance* sejam mais fortes nos executivos de topo e nos executivos próximos da idade de reforma.”, (pág. 2).

Uma relação positiva entre a remuneração e o ROE é observada por Doucouliagos *et al.* (2007) mas com um desfasamento temporal de dois anos, já Duffhues e Kabir (2008) identificam uma relação negativa entre a remuneração e a *performance*, medida pelo ROA.

Mais recentemente, e num sentido diverso, Fernandes (2005) não identifica uma relação significativa entre a remuneração e a *performance* medida pelo ROA e ROE.

6. Definição de Dados e Metodologia

A amostra deste estudo é constituída pelos seguradores sujeitos à supervisão do Instituto de Seguros de Portugal, durante o triénio 2010 a 2012. A informação foi recolhida nos relatórios e contas e nos relatórios de gestão e/ou de governo dos seguradores.

Tabela III – Anos e Número de Seguradores Analisados

Ano	N.º de Seguradores
2010	46
2011	44
2012	40

6.1. Definição das Variáveis

Esta análise pretende aferir a repercussão de diferentes mecanismos, como a composição do *board*, numa tripla vertente, presença, proporção de mulheres e de elementos não executivos, remuneração fixa e variável do *board*, na *performance* dos seguradores, através de uma regressão linear. Serão utilizadas três variáveis de controlo, o tipo de actividade, o número de trabalhadores das empresas e a dimensão do *board*.

6.1.1. Variáveis Dependentes

Rendibilidade do Activo (ROA)

É um indicador da rentabilidade dos activos totais de uma empresa, que transmite qual a capacidade dos activos da empresa em gerarem resultados. Assim, quanto maior o ROA, melhor a *performance* da empresa. A sua representação é a seguinte:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}_n}{\text{Activo Total}_n} * 100$$

Rendibilidade do Capital Próprio (ROE)

É um indicador da rentabilidade das aplicações financeiras dos investidores na empresa, ou seja, identifica a remuneração que os accionistas obtêm em resultado do capital investido. Por conseguinte, quanto maior o ROE, melhor a *performance* da empresa. Representa-se do seguinte modo:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}_n}{\text{Capital Próprio}_n} * 100$$

6.1.2. Variáveis Independentes

Presença de mulheres no *board* (PRMB)

Esta variável será representada através de uma *dummy*, que terá o valor de 0 se não existirem mulheres no *board* e 1 se existirem.

Proporção de mulheres no board (PMB)

O rácio resultante das mulheres no *board* face ao total de membros do *board* indica o valor desta variável.

Proporção de não executivos no board (PNEB)

A obtenção desta variável advém do rácio entre os não executivos no *board* face ao total de membros do *board*.

Remuneração do board

A análise à remuneração do *board*, realizar-se-á com base em duas variáveis;

1. remuneração fixa anual do *board* (**RFB**);
2. remuneração variável anual do *board*, compreende prémios e bónus de curto e longo prazo (**RVB**);

6.1.3. Variáveis de Controlo

Tipo de actividade

Uma vez que os seguradores podem ter uma actividade, vida, não vida ou mista, a separação de acordo com o tipo de actividade é importante por forma a captar o efeito de cada tipologia nas medidas de *performance*, assim, o tipo de actividade será caracterizado através de duas variáveis;

1. seguradores vida (**TAV**) variável expressa através de uma *dummy* com o valor de 0 ou 1, e que terá o valor de 0 se se tratar de um segurador misto ou não vida e 1 se for vida.
2. seguradores não vida (**TANV**) variável expressa através de uma *dummy* com o valor de 0 ou 1, e que terá o valor de 0 se se tratar de um segurador misto ou vida e 1 se for não vida;

Por conseguinte quando se tratar de um segurador misto a *dummy* terá o valor de 0 face a não vida e vida.

Número de trabalhadores (NT)

Indica o número total de trabalhadores do segurador, à semelhança do utilizado por Haslam *et al.* (2010).

Dimensão do board (DB)

Corresponde ao total de membros do *board*, ou seja executivos mais não executivos, conforme utilizado por Lückerath - Rovers (2011) e também Marinova *et al.* (2010).

6.2. Metodologia

Este estudo foi realizado com base na regressão linear múltipla com dados em painel, isto é, combinando observações seccionais e temporais, utilizando o *software* StataSe12.

O painel de dados não é balanceado, pois existem determinadas empresas na amostra para as quais não há observações em todos os anos. Esta omissão decorre do facto de existirem empresas para as quais não há dados disponíveis em 2012, quer por que ainda não foram disponibilizados ao mercado (Companhia Portuguesa de Resseguros, Império Bonança e Real Vida Seguros) quer porque a empresa já não apresenta resultados em Portugal (Seguro Directo).

Excepcionalmente, duas empresas que apresentaram resultados em 2010, não os apresentaram em 2011 (Global Seguros e Global Vida) em virtude de terem sido incorporadas por uma terceira (Açoreana).

6.3. Modelo

O modelo a estimar inclui as seguintes equações:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 PRMB_{it} + \beta_2 PMB_{it} + \beta_3 PNEB_{it} + \beta_4 RFB_{it} + \beta_5 RVB_{it} + \beta_6 TAV_{it} + \beta_7 TANV_{it} + \beta_8 NT_{it} + \beta_9 DB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 PRMB_{it} + \beta_2 PMB_{it} + \beta_3 PNEB_{it} + \beta_4 RFB_{it} + \beta_5 RVB_{it} + \beta_6 TAV_{it} + \beta_7 TANV_{it} + \beta_8 NT_{it} + \beta_9 DB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em ambas as equações o índice *i* corresponde ao segurador ($i=1, \dots, 20$), e o índice *t* equivale ao ano considerado ($t= 2010, 2011, 2012$).

As equações 1 e 2 correspondem ao modelo *benchmark*, posteriormente será estimado um modelo no qual a remuneração fixa e variável são apresentadas como logaritmos e, finalmente, será ainda estimado um terceiro modelo, no qual as remunerações não são consideradas.

As variáveis dependentes são distintas em cada um dos modelos (ROA e ROE), já as variáveis independentes (PRMB, PMB, PNEB, RFB, RVB) assim como as de controlo (TAV, TANV, NT e DB) mantêm-se em ambos os modelos.

No que concerne aos parâmetros do modelo, α é uma constante e os β 's são impactos marginais que vão ser objecto de estimação. Por outro lado, ε é o erro do modelo, isto é, representa todos os factores que influenciam o ROA e o ROE mas que não fazem parte da lista de regressores.

Nestes modelos os parâmetros são desconhecidos e portanto necessitam de ser estimados com base na amostra disponível. Há diferentes métodos de estimação para dados em painel e neste estudo resumem-se a três: mínimos quadrados ordinários (OLS), efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE). O que os distingue é principalmente o que se assume para os erros do modelo, ε .

No OLS assume-se que os erros não incluem efeitos individuais (características próprias de cada segurador), nos outros dois métodos estes efeitos estão presentes. No pressuposto de que há efeitos individuais, o FE assume que estes efeitos são fixos (um valor em concreto) enquanto no método RE os efeitos são aleatórios (seguem uma dada distribuição) (Wooldridge, 2006). Neste estudo apresentar-se-ão os resultados para os três métodos de estimação incluindo também o teste de Breusch-Pagan (1979) para avaliar a heterocedasticidade do modelo e o teste de Hausman (1978) que distingue FE de RE, ou seja, qual destes fornece resultados mais fiáveis sob a hipótese nula de que os erros específicos não estão correlacionados com os demais regressores no modelo.

Todas as estimações foram feitas na opção **robust** do STATA. Isto significa que os erros-padrão das estimativas dos parâmetros são calculados admitindo a eventualidade de os erros serem heterocedásticos e/ou autocorrelacionados.

Hipóteses de Estudo¹¹

As hipóteses formuladas e sumariadas na tabela 4 são as seguintes:

H1: *Existe uma relação positiva entre a presença de mulheres no board e o ROA/ROE.*

H2: *Existe uma relação positiva entre a proporção de mulheres no board e o ROA/ROE.*

H3: *Existe uma relação positiva entre a proporção de não executivos no board e o ROA/ROE.*

H4: *Existe uma relação positiva entre a remuneração fixa do board e o ROA/ROE.*

H5: *Existe uma relação positiva entre a remuneração variável do board e o ROA/ROE.*

Tabela IV – Sinais Esperados para as Variáveis Independentes

Variáveis Independentes	Símbolo	Equação	
		(1)	(2)
Presença de Mulheres no <i>Board</i>	PRMB	+	+
Proporção de Mulheres no <i>Board</i>	PMB	+	+
Proporção de Não Executivos no <i>Board</i>	PNEB	+	+
Remuneração Fixa do <i>Board</i>	RFB	+	+
Remuneração Variável do <i>Board</i>	RVB	+	+

6.4. Resultados e Análise Empírica

As estatísticas descritivas encontram-se na tabela 5 sendo diversas as conclusões a retirar. No que respeita às variáveis dependentes, verifica-se um aumento consecutivo do ROA no período de 2010 a 2012 (0,52%, 0,95%, 3,53%), relativamente ao ROE, sofre uma diminuição de 2010 para 2011 (1,37% para 0,23%) mas de 2011 para 2012 aumenta o seu valor (0,23% para 8,68%).

No que concerne às variáveis independentes, observa-se um aumento da proporção de mulheres no *board* no período considerado (6,57% para 7,89% e posteriormente para 8,6%), já no que respeita à proporção de não executivos no *board*, ela sofre uma ligeira diminuição de 2010 para 2011 (39,96% para 38,61%) para aumentar em 2012.

¹¹ Estas hipóteses de estudo são relativas ao modelo *benchmark*, no caso das hipóteses 4 e 5, as remunerações estão em logaritmos e no terceiro tipo de modelo não são consideradas.

João Neves, Mestrado em Finanças
A Composição e a Remuneração do Conselho de Administração e a *Performance* no Sector dos Seguros: o Caso Português

A remuneração fixa e variável têm o mesmo comportamento, diminuem de 2010 para 2011, mas aumentam em 2012.

Relativamente às variáveis de controlo, observa-se que a dimensão média do *board* mantém-se praticamente inalterada e que o número de trabalhadores apesar de se reduzir em 2011 aumenta em 2012.

Tabela V – Estatística Descritiva das Variáveis

Unidade: milhares de euros

Painel A: Ano 2010								
	ROA	ROE	PMB	PNEB	RFB	RVB	DB	NT
Média	0,52%	1,37%	6,57%	39,96%	361.776	63.809	6,11	226
Mínimo	-29,57%	-274,22%	0%	0%	0	0	3	9
Máximo	19,83%	53,32%	43%	92%	1.547.749	674.000	12	1.791
Desvio Padrão	6,93%	50,36%	11,48%	31,16%	402.835	141.720	2,49	360
Observações (N)	46	46	46	46	40	40	46	42
Painel B: Ano 2011								
	ROA	ROE	PMB	PNEB	RFB	RVB	DB	NT
Média	0,95%	0,23%	7,89%	38,61%	311.644	58.974	6,02	221
Mínimo	-23,07%	-187,93%	0%	0%	0	0	2	1
Máximo	16,76%	64,98%	38%	89%	1.313.946	590.000	11	1.734
Desvio Padrão	6,20%	38,21%	12%	32,49%	336.697	113.290	2,39	349
Observações (N)	44	44	44	44	39	39	44	44
Painel C: Ano 2012								
	ROA	ROE	PMB	PNEB	RFB	RVB	DB	NT
Média	3,53%	8,68%	8,6%	43,7%	326.849	75.826	6	231
Mínimo	-12,27%	-51,81%	0%	0%	0	0	2	10
Máximo	77%	79,18%	43%	9%	1.425.260	1.225.300	11	2.857
Desvio Padrão	12,64%	22,21%	11,97%	30,77%	371.407	210.383	2,21	465
Observações (N)	40	40	40	40	36	36	40	40

Notas: ROA=Resultado Líquido/Activo Total; ROE=Resultado Líquido/Capital Próprio; PMB=Proporção de mulheres entre os membros do *board*; PNEB=Proporção de não executivos entre os membros do *board*; RFB=Remuneração fixa anual do *board*; RVB=Remuneração variável anual do *boards*; DB=Dimensão do *board*, corresponde ao total de membros do *board*; NT=Número de trabalhadores do segurador

Matriz de correlação das variáveis

Tabela VI – Matriz de Correlação das Variáveis

	ROA	ROE	PRMB	PMB	PNEB	RFB	RVB	TAV	TANV	NT	DB
ROA	1										
ROE	0,545***	1									
PRMB	0,061	0,120	1								
PMB	0,099	0,172*	0,896***	1							
PNEB	-0,084	-0,051	0,220**	0,131	1						
RFB	0,191**	0,039	-0,131	-0,145	-0,066	1					
RVB	-0,026	0,004	-0,100	-0,083	0,147	0,423***	1				
TAV	-0,055	0,121	0,145*	0,113	0,219**	-0,245***	-0,077	1			
TANV	-0,077	-0,202**	-0,174**	-0,093	-0,125	-0,028	0,033	-0,750***	1		
NT	0,466***	0,043	-0,193**	-0,186**	-0,208**	0,548***	0,095	-0,319***	-0,025	1	
DB	-0,019	-0,137	-0,056	-0,153*	0,456***	0,404***	0,325***	-0,098	0,047	0,190**	1

N=133, *, ** e ***, indicam significância estatística respectivamente de 10%, 5% e 1%

Conforme a tabela 6 demonstra, verifica-se que entre as variáveis dependentes existe uma correlação moderada¹² mas estatisticamente significativa.

Sobre a correlação entre as variáveis dependentes e as independentes, destacam-se pela sua significância estatística, a que existe entre o ROA e a remuneração fixa do *board*, não obstante ser uma correlação negligenciável, à semelhança da que se verifica entre o ROE e a proporção de mulheres no *board*.

Na relação das variáveis independentes entre si e com significado estatístico, temos, a proporção de elementos não executivos no *board* e a presença de mulheres, com uma correlação fraca e entre os tipos de remuneração, com uma correlação moderada.

Prévio à estimação do modelo, realizou-se o teste de Breusch-Pagan, o qual permite avaliar se sob a hipótese nula (H0) a variância dos erros é constante. Caso não o seja, então na hipótese alternativa admite-se que os erros sendo heterocedásticos têm uma variância que não é constante. Neste caso, a variância dos erros é uma função linear dos regressores.

Como se observa na tabela 7, rejeita-se HO (existe homocedasticidade) no primeiro e terceiro tipo de modelo, o que significa que há heterocedasticidade, pelo que se justifica a utilização da opção *robust*

¹² Segundo a classificação de Franzblau (1958) valores positivos ou negativos entre, 0 e 0,2 são negligenciáveis, 0,2 e 0,4 transmitem uma correlação fraca, 0,4 e 0,6 indicam correlação moderada, 0,6 e 0,8 significam correlação forte, 0,8 e 1 assinalam uma correlação muito forte.

do STATA, por outro lado no modelo com logaritmos não se rejeita a hipótese de homocedasticidade, o que não invalida o uso da opção *robust*.

Tabela VII – Teste de Breusch - Pagan

Teste de Breusch – Pagan								
Sem logaritmos			Remunerações e número de trabalhadores como logaritmos			Sem remunerações e número de trabalhadores como logaritmo		
Variáveis dependentes	χ^2	Prob> χ^2	Variáveis dependentes	χ^2	Prob> χ^2	Variáveis dependentes	χ^2	Prob> χ^2
ROA	322,17	0,000	ROA	0,32	0,573	ROA	47,0	0,000
ROE	26,42	0,000	ROE	0,70	0,404	ROE	117,79	0,000

Como também referido, utilizou-se o teste de Hausman para distinguir efeitos aleatórios de efeitos fixos, cujos resultados são apresentados na tabela 8 e que indicam que o modelo mais adequado é o RE à excepção do ROA com regressores sem serem em logaritmos, para o qual o melhor modelo é o de efeitos fixos.

Isto justifica-se pelo valor do p-value de 0 implicando para o último caso a rejeição de H_0 , ou seja, o melhor modelo para o ROA é com base na estimação FE. Nos outros casos os p-value são todos superiores a 18%.

Tabela VIII – Teste de Hausman

Teste de Hausman								
Sem logaritmos			Remunerações e número de trabalhadores como logaritmos			Sem remunerações e número de trabalhadores como logaritmo		
Variáveis dependentes	χ^2	Prob> χ^2	Variáveis dependentes	χ^2	Prob> χ^2	Variáveis dependentes	χ^2	Prob> χ^2
ROA	53,94	0,000	ROA	0,90	0,970	ROA	3,60	0,608
ROE	1,59	0,902	ROE	2,10	0,835	ROE	7,47	0,187

Resultados dos modelos de regressão linear sem logaritmos

A tabela 9 apresenta os resultados das variáveis dependentes ROA e ROE.

Tabela IX – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Sem Logaritmos

ROA				ROE			
	FE	RE	OLS		FE	RE	OLS
Constante	-0,117*** (0,043)	-0,094* (0,056)	-0,035 (0,030)	Constante	0,126 (0,233)	0,107 (0,150)	0,089 (0,125)
PRMB	0,034 (0,039)	0,007 (0,049)	0,001 (0,013)	PRMB	-0,115 (0,217)	-0,017 (0,144)	0,045 (0,065)
PMB	-0,392** (0,187)	-0,004 (0,207)	0,124** (0,055)	PMB	0,492 (1,019)	0,421 (0,597)	0,237 (0,246)
PNEB	-0,027 (0,46)	0,051 (0,044)	0,016 (0,023)	PNEB	0,077 (0,252)	0,128 (0,124)	0,115 (0,106)
RFB	5,84E-09 (3,66E-08)	5,84e-09 (3,66e-08)	-2,04e-08 (2,89e-08)	RFB	7,39e-08 (1,99e-07)	8,36e-08 (1,13e-07)	1,69e-08 (6,86e-08)
RVB	1,21e-07** (5,56e-08)	5,18E-08 7,09E-08	-1,89e-08 2,71e-08	RVB	4,60e-07 (3,03e-07)	1,52e-07 (2,09e-07)	-5,99e-09 (7,65e-08)
TAV	Omitted	0,898* 0,051	0,022 (0,231)	TAV	omitted	-0,094 (0,131)	-0,086 (0,091)
TANV	Omitted	0,052 0,046	0,009 (0,017)	TANV	omitted	-0,142 (0,120)	-0,114 (0,076)
NT	0,0006524*** (0,0000362)	0,0002935*** (0,0000351)	0 (0)	NT	0 (0)	0 0	7,05E-06 (0,000)
DB	0 (0,006)	-0,003 0,006	0 (0,002)	DB	-0,026 (0,033)	-0,003 (0,017)	-0,002 (0,012)
R ²	0,229	0,28	0,317	R ²	0	0,08	0,09
N	109	109	109	N	109	109	109

Notas: ROA=Resultado Líquido/Activo Total; PRMB=Trata-se de uma variável *dummy*, que indica se existem ou não mulheres no *board*; PMB=Proporção de mulheres entre os membros do *board*; PNEB=Proporção de não executivos entre os membros do *board*; RFB=Remuneração fixa anual do *board*; RVB=Remuneração variável anual do *board*; TAV=Caracteriza-se através de uma *dummy*, que indica se o segurador é vida ou não; TANV=Expressa-se através de uma *dummy*, que informa se o segurador é não vida ou não; NT=Número de trabalhadores do segurador; DB=Dimensão do *board*, corresponde ao total de membros do *board*;

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

*, ** e ***, indicam significância estatística respectivamente de 10%, 5% e 1%.

Considerando o ROE, uma primeira conclusão é a de que o modelo na sua globalidade não é relevante para o explicar. De facto, todos os testes t à insignificância individual de cada parâmetro do modelo apontam para a não rejeição da sua nulidade e o R^2 é baixo (apenas 8% da variação amostral do ROE é captada pelo modelo).

Relativamente ao ROA, ao contrário do que sucede com o ROE, há variáveis independentes com capacidade para o explicar. Através dos testes t, conclui-se que a proporção de mulheres no *board* e as remunerações variáveis são estatisticamente relevantes para compreender o ROA de um segurador.

A proporção de mulheres no *board* indica que uma representação neste de mais 10% do género feminino implica uma diminuição do ROA em 0.392. Sobre as remunerações variáveis, mais 10.000 euros/ano implicam um ROA superior em $1.21e-03$.

No que respeita aos demais regressores, a presença de mulheres no *board* tem um sinal positivo face ao verificado no ROE, ao passo que a proporção de não executivos no *board*, assume um sinal negativo face ao verificado no ROE.

O R^2 do modelo é relativamente elevado (23% da variação amostral do ROA é explicada pelo modelo).

Resultados dos modelos de regressão linear com logaritmos

A tabela 10 apresenta os resultados das variáveis dependentes ROA e ROE.

Tabela X – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Com Logaritmos

ROA				ROE			
	FE	RE	OLS		FE	RE	OLS
Constante	-0,232** (0,095)	-0,122* (0,073)	-0,017 (0,109)	Constante	-1,945* (0,933)	-0,434 (0,532)	0,168 (0,614)
PRMB	0 omitted	-0,046* (0,027)	-0,026 (0,031)	PRMB	0 omitted	-0,067 (0,219)	0,095 (0,177)
PMB	0,139 (0,235)	0,156* (0,083)	0,118 (0,079)	PMB	-2,769 (3,741)	-0,150 (0,478)	-0,448 (0,485)
PNEB	0,128 (0,091)	0,073 (0,047)	0,023 (0,043)	PNEB	1,873 (1,313)	0,516 (0,349)	0,194 (0,272)
RFB	0,019*** (0,005)	0,018*** (0,005)	0,001 (0,009)	RFB	0,119 (0,106)	0,083 (0,071)	0,042 (0,114)
RVB	0,011 (0,013)	0,013 (0,015)	0,013 (0,025)	RVB	0,239 (0,268)	0,183 (0,185)	0,048 (0,126)
TAV	0 omitted	-0,024 (0,034)	-0,022 (0,020)	TAV	0 omitted	-0,353* (0,213)	-0,263 (0,165)
TANV	0 omitted	-0,018 (0,018)	-0,005 (0,018)	TANV	0 omitted	-0,178 (0,112)	-0,093 (0,108)
NT	0 omitted	-0,029 (0,027)	-0,023 (0,016)	NT	0 omitted	- 0,283** (0,120)	-0,205* (0,102)
DB	0,001 (0,004)	0,001 (0,003)	0,001 (0,003)	DB	-0,093 (0,116)	-0,038 (0,055)	-0,008 0,028
R ²	0,07	0,16	0,22	R ²	0	0,15	0,18
N	45	45	45	N	45	45	45

Notas: ROA=Resultado Líquido/Activo Total; PRMB=Trata-se de uma variável *dummy*, que indica se existem ou não mulheres no *board*; PMB=Proporção de mulheres entre os membros do *board*; PNEB=Proporção de não executivos entre os membros do *board*; RFB=Remuneração fixa anual do *board*; RVB=Remuneração variável anual do *board*; TAV=Caracteriza-se através de uma *dummy*, que indica se o segurador é vida ou não; TANV=Expressa-se através de uma *dummy*, que informa se o segurador é não vida ou não; NT=Número de trabalhadores do segurador; DB=Dimensão do *board*, corresponde ao total de membros do *board*;

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

*, ** e ***, indicam significância estatística respectivamente de 10%, 5% e 1%.

João Neves, Mestrado em Finanças
A Composição e a Remuneração do Conselho de Administração e a *Performance* no Sector dos Seguros: o Caso Português

Comparando com os resultados obtidos para o modelo *benchmark*, e no que respeita ao ROE, verifica-se que se mantém a ausência de significância estatística do modelo, e que ocorre um aumento da qualidade de ajustamento deste, pois o R^2 aumenta para 15%.

No tocante ao ROA, verifica-se que o coeficiente de determinação, passa de 23% para 16%, o regressor PRMB passa a ser significativo e de sinal negativo, sugerindo que a diferença entre haver ou não haver mulheres no *board* é de -4.6% do ROA, penalizando a empresa pela presença de mulheres no *board*. O regressor PMB passa a ser positivo, o que indica que mais um por cento de mulheres no *board* implica um aumento do ROA em 15,6%. O regressor PNE continua a não ser significativo e altera o sinal de negativo para positivo.

Observa-se ainda que a remuneração fixa adquire relevância na explicação do ROA e mantém o sinal positivo, a estimativa pontual diz-nos que, *ceteris paribus*, por uma unidade percentual de aumento da remuneração fixa espera-se um aumento de 1,8% do ROA, ao invés, a remuneração variável perde a significância mas mantém o valor positivo.

Resultados dos modelos de regressão linear sem remunerações

A tabela 11 apresenta os resultados das variáveis dependentes ROA e ROE.

Tabela XI – Resultados dos Modelos de Regressão Linear Sem Remunerações

ROA				ROE			
	FE	RE	OLS		FE	RE	OLS
Constante	-0,043 (0,045)	0,035 (0,070)	0,027 (0,063)	Constante	0,019 (0,379)	0,128 (0,299)	-0,004 (0,252)
PRMB	-0,025 (0,023)	-0,031 (0,027)	-0,033 (0,033)	PRMB	-0,572 (0,379)	-0,363 (0,350)	-0,159 (0,296)
PMB	0,075 (0,143)	0,214* (0,115)	0,241** (0,111)	PMB	1,698* (0,976)	1,688 (1,198)	1,296 (1,019)
PNEB	0,025 (0,016)	-0,019 (0,035)	-0,026 (0,033)	PNEB	0,092 (0,207)	0,046 (0,119)	-0,049 (0,122)
TAV	0 omitted	-0,040 (0,039)	-0,037 (0,042)	TAV	0 omitted	-0,020 (0,114)	0,020 (0,106)
TANV	0 omitted	-0,043 (0,040)	0,044 (0,046)	TANV	0 omitted	-0,168 (0,136)	(0,138) (0,107)
NT	0,048** (0,020)	0,010 (0,019)	0,012 (0,015)	NT	0,198* (0,104)	0,085 (0,063)	0,091 (0,061)
DB	-0,005* (0,002)	0 (0,003)	0 (0,003)	DB	-0,058 (0,040)	-0,030 (0,030)	-0,017 (0,021)
R ²	0	0,06	0,06	R ²	0,01	0,08	0,10
N	125	125	125	N	125	125	125

Notas: ROA=Resultado Líquido/Activo Total; PRMB=Trata-se de uma variável *dummy*, que indica se existem ou não mulheres no *board*; PMB=Proporção de mulheres entre os membros do *board*; PNEB=Proporção de não executivos entre os membros do *board*; TAV=Caracteriza-se através de uma *dummy*, que indica se o segurador é vida ou não; TANV=Expressa-se através de uma *dummy*, que informa se o segurador é não vida ou não; NT=Número de trabalhadores do segurador; DB=Dimensão do *board*, corresponde ao total de membros do *board*;

Valores entre parêntesis correspondem ao desvio padrão.

*, ** e ***, indicam significância estatística respectivamente de 10%, 5% e 1%.

Quando eliminamos do modelo as remunerações notamos que a sua qualidade baixa, seja comparativamente ao modelo de referência, seja face ao modelo com logaritmos, o R² cai drasticamente, para 6% (ROA) e para 8% (ROE).

Face ao modelo *benchmark*, verifica-se no ROE a persistência da insignificância estatística e dos sinais dos valores dos regressores.

No que concerne ao ROA, observa-se que o único factor importante para o explicar é o PMB, que por cada ponto percentual de aumento de mulheres no board implica o incremento do ROA em 21,4%, ainda que comparativamente ao modelo de referência tenha um valor positivo, quando naquele é negativo. O regressor PRMB assume um valor negativo, enquanto o regressor PNEB mantém o valor negativo.

7. Conclusão, Limitações do Estudo e Investigação Futura

7.1. Conclusão

Este estudo pretendia aferir o impacto que alguns mecanismos de *corporate governance* tinham na *performance* dos seguradores sujeitos à supervisão do Instituto de Seguros de Portugal.

Assim, procedeu-se à definição de três modelos, o primeiro, de referência, não tinha logaritmos, no segundo as remunerações foram representadas em logaritmos, no terceiro as remunerações não foram consideradas.

Em face das hipóteses avançadas, verifica-se que o modelo de referência é o que melhor explica o ROA pois tem o R^2 mais elevado (23%). Neste modelo observa-se que a presença de mulheres no *board* tem um impacto positivo no ROA, o que está em linha com as conclusões de Erhardt *et al.* (2003).

A proporção de não executivos tem um impacto negativo, e a remuneração fixa e variável, têm um impacto positivo, apesar de apenas a variável ser estatisticamente significativa, o que é consentâneo com as conclusões de Fernandes (2005) relativamente à significância da remuneração fixa. A proporção de mulheres no *board* tem um resultado de acordo com as conclusões de O' Reilly e Main (2012) ou seja, negativo.

O modelo sem remunerações revelou-se o mais frágil pois tem um R^2 dos mais baixos para o ROA (6%) e para o ROE (8%). O único regressor significativo face ao ROA é o da proporção de mulheres no *board*, cujo impacto é positivo, o que está em linha com o modelo com as remunerações em logaritmos mas não com o modelo de referência.

Registe-se ainda que se observa um comportamento semelhante sobre a relação entre a remuneração fixa e variável, e a *performance*, pois nos dois modelos que as consideram, aquelas desempenham um impacto positivo sobre esta.

7.2. Limitações do Estudo e Investigação Futura

Este estudo confrontou-se com a existência de informação pouco uniforme, quer no que se relaciona com a identificação das componentes fixa e variável da remuneração, quer com o estatuto de executivo/não executivo.

A maioria das empresas consideradas identifica detalhadamente os aspectos citados, todavia, outras há que não têm essa prática, o que numa perspectiva de *corporate governance*, considerando esta num sentido amplo, ou seja, sob o paradigma da relação da empresa com as partes interessadas, coloca-as em desvantagem, pois a informação é menos clara do que a de outros operadores do mercado.

Outra limitação prende-se com a actual conjuntura financeira que o país atravessa, a qual impediu que os seguradores do sector empresarial do Estado pagassem remunerações variáveis no período considerado, o que poderá enviesar os resultados apresentados.

No tocante a investigação futura, existem três questões que eventualmente serão interessantes de abordar, por um lado, perceber qual a proporção de mulheres no *board* que motiva um impacto negativo no ROA, considerando o modelo *benchmark*, valor que não foi determinado neste estudo.

Adicionalmente e atendendo à relação positiva entre a remuneração variável e o ROA, igualmente identificada no modelo de referência, seria útil discernir se as empresas que remuneram mais na componente variável têm um ROA maior do que as restantes.

Por fim, seria pertinente reflectir sobre a classificação das variáveis do modelo, isto é, avaliar em que medida o ROA e o ROE explicam as variáveis que neste estudo foram consideradas independentes.

8. Referências Bibliográficas

AISS, 2004, "Insurance Core Principles on Corporate Governance".

AISS e OCDE, 2009, "Issues Paper on Corporate Governance".

APS, 2012, "Panorama do Mercado Segurador 11/12".

Baker, G.; Jensen, M.; Murphy, K., 1988, "Compensation and incentives: practice vs. theory", *Journal of Finance*, 43 (3), p. 593–616.

Barkema, H.; Meija, L., 1998, "Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework", *The Academy of Management Journal*, 41 (2), p. 135–145.

Baysinger, B.; Butler, H., 1985, "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, 1 (1), p. 101–124.

Bebchuk, L.; Fried, J., 2003, "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, 17, p. 71–92, Harvard Law and Economics Discussion Paper n.º 421.

Becht, M., Bolton, P.; Röell, A., 2002 "Corporate Governance and Control", *National Bureau of Economic Research*, (Working Paper n.º 9371)

Bhagat, S.; Black, B., 1999, "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", *Business Lawyer*, 54 (3), p. 921–963.

Brunello, G., Graziano, C.; Parigi, B., 2001, "Executive compensation and firm performance in Italy", *International Journal of Industrial Organization*, 19, p. 133–161.

Byrne, A.; Ribeiro, E., 2005, "Resultados do Questionário sobre Corporate Governance no sector segurador", *Revista Fórum*, 21, ISP, p. 1-47.

Byrne, A.; Pereira, D.; Ferreira, J., 2011, "Análise dos Resultados do Questionário sobre o Governo das Empresas de Seguros", *Revista Fórum*, 30, ISP, p. 1-54.

Cadbury Report, 1992, "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance", Gee Publishing Ltd, London.

Carter, D.; Simkins, B.; Simpson, W., 2002, "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review*, 38, p. 33–53.

Carvalho, R., 2010, "Primórdios do Seguro em Portugal", *Boletim Trimestral*, 28, APS, p. 49-58.

Catalyst, 2010, "Catalyst Census: Fortune 500 Women Board Directors".

Catalyst, 2011, "Catalyst Census: Fortune 500 Women Board Directors".

Claessens, S.; Yurtoglu, B., 2012, "Corporate Governance and Development—An Update", *Focus 10*, Global Corporate Governance Network.

CMVM, 2005, "Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas".

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

CMVM, 2011, "Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal".

Connelly, J.; Limpaphayom, P., 2004, "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from the Life Insurance Industry in Thailand", *Chulalongkorn Journal of Economics*, 16 (2), p. 101–124.

Donaldson, L., 1990, "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *The Academy of Management Review*, 15 (3), p. 369–381.

Doucouliafos, H.; Askary, S.; Haman, J., 2007 "Director's remuneration and performance in Australian banking", *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), p. 1363–1383.

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

Eisenhardt, K., 1989, "Agency Theory: An Assessment and Review", *The Academy of Management Review*, 14 (1), p. 57-74.

Erhardt, N.; Werbel, J.; Shrader, C., 2003, "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Review*, 11, p. 102-11.

Fama, E.; Jensen, M., 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, (2), p. 327–349.

Fernandes, N., 2005, "Board Compensation and Firm Performance: The Role of 'Independent' Board Members", *ECGI – Finance* (Working Paper n.º 104/2005).

Ferreira, D., 2010, "Board Diversity, in Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice", London School of Economics and Political Science, 12, p. 225-242.

Franzblau, A., 1958, "A Primer of Statistics for Non – Statisticians", Harcourt, Brace, New York.

Gomez, P.; Russel, D., 2005, "Boards of Directors in an Era of Corporate Scandal: An Examination of the Question of Motivation of Non–Executive Directors", Lyon, French Corporate Governance Institute.

Haslam, S.; Ryan, M.; Kulich, C.; Trojanowski, G.; Atkins, C., 2010, "Investing with Prejudice: the Relationship Between Women's Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance", *British Journal of Management*, 21 (2), p. 484–497.

Hermalin, B.; Weisbach, M., 2003, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, 9 (1), p. 7–26.

Holmstrom, B., 1979, "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, 10, p. 74-91.

IPCG, 2012, "Código de Governo das Sociedades".

ISP, 2010, "Norma Regulamentar n.º 5/2010–R".

ISP, 2010, "Circular n.º 6/2010".

ISP, 2011, "Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões".

Jensen, M.; Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), p. 305–360.

Joecks, J.; Pull, K. Vetter, K., 2012, "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a 'Critical Mass'?", School of Business & Economics, Tuebingen University.

Kaplan, S., 1994, "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U.S.", *National Bureau of Economic Research*, (Working Paper n.º 4065).

Kaufman, A.; Englander, E., 2004, "The End of Managerial Ideology: From Corporate Social Responsibility to Corporate Social Indifference", *Enterprise and Society*, 5 (3), p. 404-450.

Kaufman, A.; Englander, E., 2005, "A team production model of corporate governance", *The Academy of Management Executive*, 19 (3), p. 9–22.

Koerniadi, H.; Tourani-Rad, A., 2012, "Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand!", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6 (2), p. 3–18.

Lin, C., 2011, "An Examination of Board and Firm Performance: Evidence from Taiwan", *International Journal of Business and Finance Research*, 5 (4), p. 17–34.

Lückerath - Rovers, M., 2011, "Women on boards and firm performance", *Journal of Management & Governance*, 17 (2), p. 491–509.

Maassen, F., 1999, "An International Comparison of Corporate Governance Models", Third Edition, Spencer Stuart.

Marinova, J.; Plantenga, J.; Remery, C., 2010, "Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Dutch and Danish Boardrooms", Utrecht School of Economics, Tjalling C. Koopmans Research Institute, (Discussion Paper Series 10–03), p. 1-30.

Matos, P., 2010, "A Relação entre Accionistas e os Gestores de Sociedades Cotadas: Alguns Problemas e Soluções", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*.

Mehran, H., 1995, "Executive compensation structure, ownership and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 38 (2), p. 163-184.

Milliken, F.; Martins, L., "1996", "Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups", *Academy of Management Review*, 21 (2), p. 402-433.

OCDE, 1999, Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, Paris (com revisão em 2004).

OCDE, 2005, "OECD Guidelines for Insurer's Governance", Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

O' Reilly, C.; Main, B., 2012, "Women in the Boardroom: Symbols or Substance?", Stanford Graduate School of Business Research Paper n.º 2098, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, (Working Paper n.º 117).

O' Sullivan, N.; Diacon, S., 2003, "Board Composition and Performance in Life Insurance Companies", *British Journal of Management*, 14, p. 115–129.

Pfeffer, J., 1972, "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment", *Administrative Science Quarterly*, 17 (2), p. 218–228.

Rhode, D.; Packel, A., 2010, "Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?", Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, (Working Paper n.º 89).

Roberts, M.; Stiles, P., 2005, "Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom", *British Journal of Management* 16, S5–S26.

Roe, M., 2004, "The Institutions of Corporate Governance", *Handbook of New Institutional Economics*, Harvard Law and Economics, (Discussion Paper n.º 488).

Shleifer, A.; Vishny, R., 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52 (2), p. 737–783.

Shrader, C.; Blackburn, V.; Iles, P., 1997, "Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study", *Journal of Managerial Issues*, 9 (3), p. 355–372.

Smith, A., 1775, “Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações”, Fundação Calouste Gulbenkian, Volume II, Edição de 1981.

The Geneva Association, 2012, “The Social and Economic Value of Insurance”.

União Europeia, 2012, “Women in economic decision making in the EU: progress report”, A Europe 2020 Initiative.

Van der Walt, N.; Ingley, C., 2003, “Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors”, *Corporate Governance: An International Review*, 11, pp. 218–234.

Wallsten, S., 2000, “Executive Compensation and Firm Performance: Big Carrot, Small Stick”, Stanford Institute for Economic Policy Research, (Discussion Paper 99–017).

Wooldridge, J.N., 2006, “Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data”, The MIT Press.

Sites Consultados

<http://www.apseguradores.pt/site/>

<http://www.cgov.pt/index.php>

<http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>

<http://www.isp.pt>

Anexo

Tabela XII – Lista de Empresas Incluídas na Amostra

Segurador	Ano
ACP Mobilidade - Sociedade de Seguros de Assistência, S.A.	2010/2011/2012
AXA Portugal - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
AXA Portugal - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
BES - Vida, Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
BES, Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
BPI Vida e Pensões - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Cares - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Companhia de Seguros Açoreana, S.A.	2010/2011/2012
Companhia de Seguros Allianz Portugal, S.A.	2010/2011/2012
Companhia de Seguros Tranquilidade, S.A.	2010/2011/2012
Companhia Portuguesa de Resseguros, S.A.	2010/2011
Cosec - Companhia de Seguro de Créditos, S.A.	2010/2011/2012
Crédito Agrícola Seguros - Companhia de Seguros de Ramos Reais, S.A.	2010/2011/2012
Crédito Agrícola Vida - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Europ Assistance - Companhia Portuguesa de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Eurovida - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Fidelidade - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Finibanco Vida - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Generali Vida - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Global – Companhia de Seguros, S.A.	2010
Global Vida – Companhia de Seguros de Vida, S.A.	2010
Groupama Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Groupama Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Império Bonança – Companhia de Seguros S.A.	2010/2011
Liberty Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Lusitania Vida, Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Lusitania, Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Macif Portugal, Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Mapfre Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Mapfre Seguros Gerais, S.A.	2010/2011/2012
Médis - Companhia Portuguesa de Seguros de Saúde, S.A.	2010/2011/2012
Multicare - Seguros de Saúde, S.A.	2010/2011/2012
Mútua dos Pescadores, Mútua de Seguros, C.R.L.	2010/2011/2012
N Seguros, S.A.	2010/2011/2012

João Neves, Mestrado em Finanças
A Composição e a Remuneração do Conselho de Administração e a *Performance* no Sector dos Seguros: o Caso Português

Segurador	Ano
Ocidental - Companhia Portuguesa de Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Ocidental - Companhia Portuguesa de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Popular Seguros - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Real Vida Seguros, S.A.	2010/2011
Santander Totta Seguros - Companhia de Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Seguro Directo Gere – Companhia de Seguros S.A.	2010/2011
Seguros Logo, S.A.	2010/2011/2012
T-Vida - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Via Directa - Companhia de Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Victoria - Seguros de Vida, S.A.	2010/2011/2012
Victoria - Seguros, S.A.	2010/2011/2012
Zurich - Companhia de Seguros Vida, S.A.	2010/2011/2012