

# Divulgação ESG e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado

Jonas Adriel dos Santos Grodt<sup>1</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-5517-1830>

E-mail: jonasgrodt@ifsul.edu.br

Larissa Degenhart<sup>2</sup>

 <https://orcid.org/0000-0003-0651-8540>

E-mail: larissa.degenhart@ufsm.br

Cristian Baú Dal Magro<sup>3</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-7609-5806>


E-mail: crisbau@unochapeco.edu.br

Lucas Veiga Ávila<sup>4</sup>

 <https://orcid.org/0000-0003-1502-258X>

E-mail: lucas.avila@ufsm.br

Yvelise Giacomello Piccinin<sup>5</sup>

 <https://orcid.org/0000-0002-3537-1667>

E-mail: yvelise.giacomello@ufsm.br

<sup>1</sup> Instituto Federal Sul-Rio-Grandense, Departamento de Administração e Planejamento, Passo Fundo, RS, Brasil

<sup>2</sup> Universidade Federal de Santa Maria, Departamento de Ciências Contábeis, Santa Maria, RS, Brasil

<sup>3</sup> Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Departamento de Ciências Contábeis, Chapecó, SC, Brasil

<sup>4</sup> Universidade Federal de Santa Maria, Pró-Reitoria de Extensão, Santa Maria, RS, Brasil

<sup>5</sup> Universidade Federal de Santa Maria, Departamento de Material e Patrimônio, Santa Maria, RS, Brasil

Recebido em 14/11/2022 – Desk aceite em 12/12/2022 – 3ª versão aprovada em 31/08/2023

Editor-Chefe: Aprovado por Fábio Frezatti, publicado por Andson Braga de Aguiar

Editor Associado: Eliseu Martins

## RESUMO

Esta pesquisa tem o objetivo de investigar o efeito moderador da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado (*pay-performance sensitivity*) em empresas brasileiras listadas no índice IBrX-100 da B3. Também investiga os fatores que impactam a PPS, de modo a buscar explicações sobre o efeito da divulgação ESG na *pay-performance sensitivity* e identificar qual perspectiva teórica (Teoria da Agência, Teoria dos *Stakeholders* e visão da boa governança) possibilita sustentação dos resultados encontrados para empresas brasileiras. Evidencia a importância de se observar as divulgações ESG no mercado de capitais brasileiro, bem como auxilia a compreender se a divulgação ambiental, social e de governança está contribuindo ou não para extração de renda do acionista pelo executivo, e produz *insights* para que novas pesquisas sejam realizadas considerando a divulgação ESG. Os resultados apresentam implicações para o entendimento da relação agente-principal e para a compreensão da divulgação ESG na mitigação de conflitos, quando utilizada nas empresas para potencializar a PPS. Foram analisadas 81 empresas entre 2016 e 2021. O método utilizado para as análises principais foi o modelo de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (com erros padrões robustos), enquanto para a análise de robustez foi utilizada a regressão quantílica. Os resultados indicam que a divulgação ESG maximiza a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado. Este trabalho contribui com a literatura ao trazer novas evidências sobre a PPS e ao identificar qual perspectiva teórica dá sustentação aos resultados encontrados no contexto brasileiro. Contribui também para as organizações ao evidenciar que investimentos ESG podem mitigar problemas de agência e ao revelar a importância da implementação de questões ESG para as empresas, diante das evidências de influência positiva na PPS. Contribui com a sociedade ao encorajar as organizações a investirem em aspectos ambientais, sociais e de governança.

**Palavras-chave:** ESG, remuneração dos executivos, *pay-performance sensitivity*, desempenho.

## Endereço para correspondência

Jonas Adriel dos Santos Grodt

Instituto Federal Sul-Rio-Grandense, Departamento de Administração e Planejamento

Estrada Perimetral Leste, 150 – CEP: 99064-440

São José – Passo Fundo – RS – Brasil

Este é um texto bilíngue. Este artigo também foi traduzido para o idioma inglês, publicado sob o DOI <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231811.en>

Este artigo deriva de uma dissertação de mestrado defendida pelo autor Jonas Adriel dos Santos Grodt, em 2022.



## ESG disclosure and pay-performance sensitivity

### ABSTRACT

*This research aims to investigate the moderating effect of environmental, social and governance (ESG) disclosure on the sensitivity of executive pay to market performance (pay-performance sensitivity – PPS) in Brazilian companies listed in the B3 IBrX-100 index. It also investigates the factors that influence PPS in order to seek explanations for the effect of ESG disclosure on PPS and to identify which theoretical perspective (agency theory, stakeholder theory, or the good governance view) can support the results found for Brazilian companies. It highlights the importance of monitoring ESG disclosure in the Brazilian capital market, as well as helping to understand whether or not ESG disclosure contributes to the extraction of shareholder income by executives, and provides insights for new research to be conducted considering ESG disclosure. The results have implications for understanding the principal-agent relationship and for understanding ESG disclosure in conflict mitigation when used by companies to improve PPS. A total of 81 companies were analyzed between 2016 and 2021. The method used for the main analyses was the ordinary least squares regression model (with robust standard errors), while quantile regression was used for the robustness analysis. The results indicate that ESG disclosure maximizes the sensitivity of executive pay to market performance. This study contributes to the literature by providing new evidence on PPS and identifying which theoretical perspective supports the results found in the Brazilian context. It also contributes to organizations by showing that ESG investments can mitigate agency problems and by revealing the importance of ESG implementation for firms, given the evidence of a positive impact on PPS. It contributes to society by encouraging organizations to invest in ESG issues.*

**Keywords:** ESG, executive pay, pay-performance sensitivity, performance.

## 1. INTRODUÇÃO

A compensação dos executivos é foco de estudos que visam verificar os determinantes da remuneração, dada a sua importância no alinhamento de interesses entre o principal e o agente, e, conseqüentemente, a atenuação de problemas de agência (Blanes et al., 2020). O conflito de interesses entre os acionistas e o diretor executivo (CEO) de uma empresa de capital aberto é um exemplo clássico de problema principal-agente e, nesse ambiente, tanto os esforços dos executivos quanto as oportunidades de bons investimentos por parte dos acionistas não são perfeitamente observáveis (Jensen & Murphy, 1990).

Desse modo, “a Teoria da Agência prevê que a política de remuneração será projetada para dar ao gestor incentivos para selecionar e implementar ações que aumentem a riqueza dos acionistas” (Jensen & Murphy, 1990, p. 226). Esta teoria também defende que a remuneração dos executivos deve estar atrelada ao desempenho corporativo para alinhar os interesses dos agentes e do principal. Assim, os agentes de empresas com desempenho superior receberiam salários mais altos como recompensa (Cho & Ibrahim, 2021; Jensen & Meckling, 1976).

Ademais, a visão de contratação ideal prevê que os gestores necessitam de incentivos para maximizar o valor dos acionistas (Bebchuk & Fried, 2003). Na visão da contratação ideal, um contrato ótimo de compensação dos executivos vincula a remuneração do CEO ao desempenho, pois alinha os interesses dos acionistas e dos gestores e, conseqüentemente, reduz os problemas de agência (Blanes

et al., 2020). Essa vinculação tornaria a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado maximizada (Blanes et al., 2020; Brandão et al., 2019; Murthy, 1999).

No que se refere à sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado, identifica-se a sua presença quando a remuneração dos executivos pode ser explicada pelo desempenho. Tal fato é conhecido na literatura como *pay-performance sensitivity* (PPS) (Jensen & Murphy, 1990). Na literatura de finanças, a PPS é abordada como a relação entre o incremento da remuneração dos executivos e o incremento de valor de mercado da empresa (Jensen & Murphy, 1990). Nesse contexto, uma remuneração executiva sensível ao desempenho de mercado ocorre quando um aumento no valor de mercado é responsável por um aumento na remuneração executiva (Jensen & Murphy, 1990). A PPS abordada neste estudo fundamenta-se no modelo de Jensen e Murphy (1990, p. 227), que a definem “como a variação monetária na riqueza do CEO associada a uma variação monetária na riqueza dos acionistas”. Portanto, uma PPS “mais alta é como um indicativo de um maior alinhamento de interesses entre o CEO e seus acionistas” (Jensen & Murphy, 1990, p. 227).

A remuneração executiva pode ser sensível à divulgação ambiental, social e de governança (ESG [Environmental, Social and Governance em inglês]), pois contratos podem demandar que elas sejam cumpridas

(Cho & Ibrahim, 2021; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2021) em resposta a incentivos econômicos que pressionam gestores e acionistas a implementarem uma agenda ESG (Monteiro et al., 2021). Todavia, a assimetria informacional e o poder de barganha podem ocasionar uma distribuição desigual de valores, o que significa que nem sempre será uma relação “ganha-ganha” (Monteiro et al., 2021).

As ações corporativas realizadas nessa área são denominadas de ESG ou Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (Gillan et al., 2021). Neste estudo, o foco será a ESG; contudo denota-se que por vezes a literatura que fornece suporte às relações propostas refere-se à RSC (Cai et al., 2011; Chang et al., 2018; Jian & Lee, 2015), e como ela apresenta elementos que estão presentes no conceito ESG, nesta pesquisa ambas serão interpretadas de maneira similar (Clement et al., 2023), pois são incipientes os estudos que analisaram o efeito da divulgação ESG na remuneração executiva (Cai et al., 2011; Gillan et al., 2010; Jian & Lee, 2015; Karim et al., 2018; Rath et al., 2020) e o efeito moderador do ESG na PPS (Chang et al., 2018; Cho & Ibrahim, 2021; Rath et al., 2020).

Uma diferença entre os termos ESG e RSC é que “ESG inclui governança explicitamente e RSC inclui questões de governança indiretamente no que se refere a considerações ambientais e sociais. Portanto, ESG tende a ser uma terminologia mais abrangente do que RSC” (Gillan et al., 2021, p. 2). ESG corresponde a um conjunto de critérios ambientais, sociais e de governança, que tomaram forma com a inserção de preocupações sociais nos investimentos corporativos e direcionam a maneira como um negócio será avaliado por investidores socialmente responsáveis (Monteiro et al., 2021; Pedersen et al., 2021).

Apesar da atenção dada à divulgação ESG, discute-se na literatura se esse conceito contribui para o desempenho financeiro e valor de mercado das empresas, pois as conclusões são divergentes (Gillan et al., 2021). Os achados do efeito da divulgação ESG no desempenho corporativo são positivos (Alareeni & Hamdan, 2020), negativos (Atan et al., 2018; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021) e sem significância (Nekhili et al., 2017).

Os resultados positivos são motivados pelo fato de que as atividades ESG tendem a melhorar a eficiência operacional, por meio da diminuição de resíduos e recursos, o que consequentemente cria valor para o acionista e proporciona maiores retornos e menor volatilidade e risco no mercado de capitais (Gillan et al., 2021). Os achados negativos podem ser interpretados no sentido de as empresas investirem em atividades que consideram mais rentáveis ao invés de ESG, e, desse

modo, essa divulgação tende a proporcionar menor desempenho financeiro e valor de mercado (Li et al., 2018). Os resultados inconclusivos podem estar relacionados ao fato de que as atividades ESG apresentam custos maiores às empresas, que podem neutralizar os benefícios da divulgação ESG, o que resulta em nenhuma ou até mesmo em uma incipiente mudança no desempenho corporativo (Lin et al., 2020).

A literatura aborda algumas teorias que dão suporte à divulgação ESG pelas empresas. Destaca-se a visão da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), que aborda os conflitos entre agente e principal. Com base nessa teoria, os investimentos ESG estariam ligados a gastos excessivos, que aumentam os conflitos de agência, pois os executivos obteriam benefícios privados às custas dos acionistas (Cai et al., 2011; Ferrell et al., 2016; Rath et al., 2020). A visão baseada na Teoria dos *Stakeholders* defende que os gestores devem se preocupar com a valorização e a satisfação dos interesses de todas as partes envolvidas na empresa, e não somente com a geração de lucro para os acionistas (Freeman, 1984). Desse modo, uma empresa pode utilizar a divulgação ESG como um mecanismo de governança corporativa para resolver possíveis conflitos entre os gestores e as partes interessadas (Cai et al., 2011; Rath et al., 2020). Acrescenta-se ainda a visão da boa governança, semelhante à visão baseada na Teoria dos *Stakeholders* (Ferrell et al., 2016), pois está relacionada a decisões gerenciais bem governadas e à transparência. As pesquisas que têm utilizado essas teorias ainda não encontraram um consenso nos resultados, e todas se preocupam com incentivos gerenciais (Ferrell et al., 2016), fatos que motivam a análise do efeito da divulgação ESG na PPS.

Estudos sobre PPS são inconclusivos (Aguilar & Pimentel, 2017; Brandão et al., 2019; Ghrab et al., 2021; Iglesias et al., 2022; Iyengar & Sundararajan, 2021). Além disso, são escassos e inconclusivos, do ponto de vista teórico e empírico, os estudos envolvendo o efeito da divulgação ESG na remuneração executiva (Cai et al., 2011; Gillan et al., 2010; Jian & Lee, 2015; Karim et al., 2018; Rath et al., 2020) e o efeito moderador da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado (Chang et al., 2018; Cho & Ibrahim, 2021; Rath et al., 2020), relação esta que não foi identificada na literatura nacional.

Para Rath et al. (2020), a alta administração de empresas com divulgações ESG tende a receber salários menores e se envolver em atividades ESG para melhorar o desempenho da instituição e beneficiar as partes interessadas. As empresas com RSC tendem a compartilhar mais recursos com as partes interessadas e, desse modo, há menos

disponibilidade de recursos para a gestão (Chang et al., 2018). Assim, as divulgações de RSC atuam como uma limitação de pagamento excessivo do CEO. Portanto, um maior engajamento em RSC está associado a uma maior PPS (Chang et al., 2018). Empresas com divulgações ESG apresentam uma maior sensibilidade salarial à riqueza dos acionistas, pois essas divulgações auxiliam as empresas a alinharem os incentivos do CEO com os interesses dos acionistas, o que aumenta a congruência do desempenho da empresa com medidas financeiras e não financeiras (Cho & Ibrahim, 2021). Chang et al. (2018) revelaram que o envolvimento com a RSC ajuda as empresas a reforçarem o vínculo positivo entre a remuneração da alta administração e o desempenho corporativo, o que significa que um maior engajamento em RSC aumenta a sensibilidade de pagamento ao desempenho. Cho e Ibrahim (2021) também encontraram evidências de que a PPS é mais forte em empresas com divulgações ESG.

Por outro lado, com base na visão da agência (Jensen & Meckling, 1976), a divulgação de RSC pode beneficiar a gestão em detrimento de outras partes interessadas, ocasionando problemas de agência, em decorrência da baixa ligação entre remuneração dos executivos e desempenho corporativo. Desse modo, uma maior divulgação de RSC está relacionada a uma menor PPS (Chang et al., 2018). Rath et al. (2020) revelaram que, quando há divulgação ESG e um aumento no desempenho financeiro e de mercado, há uma redução na remuneração paga aos CEOs. Essas visões positivas e negativas sobre os efeitos da divulgação ESG na PPS (Chang et al., 2018; Cho & Ibrahim, 2021; Rath et al., 2020) motivam a realização desta pesquisa.

Nesse sentido, esta pesquisa busca agregar mais estudos no contexto nacional e trazer novas evidências sobre a PPS, que carece de maior evidênciação no Brasil e necessita de mais esclarecimentos (Brandão et al., 2019; Iglesias et al., 2022). Portanto, a lacuna identificada com base na literatura anterior refere-se à possibilidade de se investigar fatores que impactam na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado (PPS), de modo a buscar explicações sobre o efeito da divulgação ESG na PPS, além de, adicionalmente, identificar qual perspectiva teórica (Teoria da Agência, Teoria dos *Stakeholders* e visão da boa governança) possibilita sustentação desse resultado para empresas brasileiras.

A partir do exposto, visando contribuir com a discussão das temáticas propostas na academia, o estudo busca responder à seguinte pergunta de pesquisa: Qual o efeito moderador da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado em empresas brasileiras listadas no índice IBrX-100 da B3?

Justifica-se a realização deste estudo pela relevância da remuneração dos gestores vinculada aos interesses

dos acionistas, o que motiva os gerentes, por meio do desempenho da empresa (Tirole, 2006), a atuarem no alinhamento de interesses entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976), contribuindo, dessa forma, para o entendimento da eficácia de mecanismos de governança corporativa (GC) no mercado de capitais do Brasil (Brandão et al., 2019). A determinação de pacotes de compensação dos executivos permanece uma questão que merece atenção, “devido aos possíveis problemas que podem derivar do excesso ou da falta de remuneração dos CEOs” (Ghrab et al., 2021, p. 1). Desse modo, é preciso entender como a remuneração do CEO pode ser afetada pelo desempenho de mercado e outros possíveis fatores que podem influenciar a PPS. No caso desta pesquisa, compreender se a divulgação ESG está contribuindo ou não para extração de renda do acionista pelo CEO (Ghrab et al., 2021). Assim, este estudo avança em relação às pesquisas nacionais desenvolvidas sobre a PPS (Brandão et al., 2019; Iglesias et al., 2022) ao incluir nesta análise a divulgação ESG como fator influenciador da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado (PPS).

Esta pesquisa justifica-se por suas contribuições teóricas, práticas e sociais. Na perspectiva teórica, contribui para a literatura sobre incentivos gerenciais ao analisar a PPS (Brandão et al., 2019; Iglesias et al., 2022), e por ampliar a pesquisa sobre o tema, lançando luz sob uma nova perspectiva de análise ao introduzir a divulgação ESG, a fim de verificar sua possível influência na PPS, introduzindo a discussão do tema ESG na relação proposta no contexto nacional e identificando a teoria que fundamenta tais relações no contexto brasileiro.

Quanto às contribuições práticas, os achados poderão ser utilizados para a implantação de políticas de remuneração e incentivo à divulgação ESG, pois tal prática poderá influenciar na mitigação de problemas de agência. Os resultados poderão ser úteis para o desenvolvimento de estratégias ESG, pois podem influenciar a PPS e preservar a riqueza dos acionistas. Ao conhecer a influência da divulgação ESG, os acionistas, como detentores do capital, poderão tomar decisões a fim de garantir a manutenção de tais divulgações (Ghrab et al., 2021).

No que tange às contribuições sociais, os achados desta pesquisa podem auxiliar a sociedade ao conscientizarem as organizações acerca da importância da divulgação de questões ambientais, sociais e de governança e ao evidenciarem seus possíveis impactos na gestão, meio ambiente e sociedade em geral. Ao destacar o efeito da divulgação ESG pelas empresas, esta pesquisa poderá motivar esse modo de gestão, o que traz impactos diretos à sociedade, tendo em vista a importância que investimentos socioambientais podem representar para a comunidade.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES DA PESQUISA

### 2.1 Sensibilidade da Remuneração Executiva ao Desempenho de Mercado

A remuneração dos executivos, quando vinculada ao interesse do principal, gera incentivo nos gerentes por intermédio da motivação, tendo como base o desempenho corporativo (Tirole, 2006), para diminuir os conflitos de agência entre agente e principal (Jensen & Meckling, 1976). Desse modo, “os planos de compensação são projetados para alinhar os interesses de aversão ao risco e interesses particulares dos executivos com o dos acionistas” (Murphy, 1999, p. 2519). Os contratos de compensação são eficientes quando compensam o custo de agência despendido para fazer com que o agente assuma o risco, somado ao benefício de obter maior esforço do executivo em prol do principal (Cho & Ibrahim, 2021; Holmström, 1979).

Nesse sentido, a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado (Jensen & Murphy, 1990) examina se a política de remuneração está sendo eficaz (Brandão et al., 2019). Como mencionado anteriormente, este estudo se baseia no modelo de Jensen e Murphy (1990), que “regrediu o incremento de cada unidade monetária na remuneração do CEO ao incremento de cada 1.000 unidades monetárias no valor de mercado de empresas norte-americanas” (Jensen & Murphy, 1990 apud Brandão et al., 2019, p. 33), o que justifica utilizar o valor de mercado para mensurar o desempenho de mercado na PPS. Em outras palavras, a PPS verifica o “aumento de cada unidade monetária na remuneração dos gestores para cada mil unidades monetárias do valor de mercado” (Brandão et al., 2019, p. 30).

Uma alta PPS pode indicar que os interesses estão alinhados, ao passo que o contrário pode revelar que a compensação do executivo não depende do desempenho de mercado, o que indica a possibilidade de um *fat-cat* emergir, expressão esta usada por Chang et al. (2018, p. 1184) aludindo ao fato de os executivos estarem recebendo muito dinheiro sem se esforçarem em prol dos acionistas. Desse modo, o executivo pode estar sendo compensado para além do seu esforço (Chang et al., 2018; Jensen & Murphy, 1990), remunerado sem desempenho de mercado (Bebchuk & Fried, 2003; Cho & Ibrahim, 2021), o que justifica a importância de contratos eficientes (Blanes et al., 2020; Cho & Ibrahim, 2021; Holmström, 1979).

Com uma remuneração não alinhada ao desempenho de mercado, o pagamento de uma remuneração excessiva poderá se dar em decorrência do “poder gerencial e do ato associado de extração de renda para benefício pessoal do gestor” (Ghrab et al., 2021, p. 13). A remuneração excessiva

do CEO é uma manifestação dos custos de agência, sendo, então, necessário o uso de práticas de governança corporativa eficientes para alinhar os interesses entre acionistas e executivos (Alves et al., 2016). Um mecanismo para atenuar o problema de agência pode ser o uso da remuneração por desempenho (Holmström, 1979; Tirole, 2006).

Na mesma linha, Raithatha e Komera (2016) argumentam que, de acordo com a Teoria da Agência, os contratos de remuneração devem ser projetados para alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas. Todavia, desenhar um contrato eficiente é complexo, pois o acionista deseja que o gerente maximize o valor de sua riqueza. No entanto, não é possível verificar com precisão o esforço empregado pelo gestor, o que poderá ser utilizado para atender interesses privados, desviando-se de estratégias de maximização do valor da empresa (Bebchuk & Fried, 2003; Holmström, 1979; Jensen & Meckling, 1976; Raithatha & Komera, 2016).

As evidências encontradas na literatura são mistas, sendo os resultados da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado ainda inconclusivos (Aguiar & Pimentel, 2017; Brandão et al., 2019; Ghrab et al., 2021; Iglesias et al., 2022; Iyengar & Sundararajan, 2021). Há estudos que verificaram efeitos positivos (Aguiar & Pimentel, 2017; Alves et al., 2016; Amzaleg et al., 2014; Brandão et al., 2019; Iyengar & Sundararajan, 2021; Lei et al., 2019; Ouyang et al., 2019; Yang et al., 2021; Zhou et al., 2017) outros negativos (Ghrab et al., 2021), mistos (Raithatha & Komera, 2016) e sem significância estatística (Iglesias et al., 2022).

A partir da Teoria da Agência e com base nas argumentações supracitadas, espera-se que ocorra a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado, ou seja, pressupõe-se a existência de PPS, que é verificada por meio de um coeficiente positivo e significativo. Portanto, busca-se identificar se há sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado nas empresas brasileiras listadas no IBrX-100. Desse modo, formula-se a seguinte hipótese ( $H_1$ ): Existe relação positiva entre o desempenho de mercado e a remuneração dos executivos em empresas brasileiras.

### 2.2 Divulgação ESG e Pay-Performance Sensitivity

O termo ESG foi desenvolvido em um relatório de 2004 por CEOs de instituições financeiras para uma chamada de Kofi Annan (*Who Cares Wins*). ESG refere-se a como

investidores e empresas integram aspectos ambientais, sociais e de governança em seus modelos de negócios (Gillan et al., 2021; Li et al., 2021). A divulgação ESG é um conjunto de fatores ambientais, sociais e de governança, que tomaram forma por meio das preocupações sociais dos investimentos corporativos. Tais fatores lançam luz sobre a avaliação de negócios por investidores socialmente responsáveis (Monteiro et al., 2021; Pedersen et al., 2021).

Na sequência, apresenta-se um detalhamento de cada pilar da divulgação ESG, evidenciando as subdimensões de cada pilar conforme a base de dados Refinitiv Eikon® (2022). O pilar ambiental está relacionado a três categorias principais: uso de recursos, emissões e inovação (Refinitiv Eikon®, 2022). O uso de recursos está relacionado ao uso eficiente de recursos naturais (empresa ecoeficiente). A categoria de emissões se refere, exemplificativamente, a temas como o compromisso e a eficácia da empresa na redução de emissões e resíduos em seus processos. A categoria inovação refere-se a temas como receitas verdes, pesquisa e desenvolvimento e inovação do produto e produtos de energia limpa (Bätae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022).

O pilar social compreende as categorias força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade do produto (Refinitiv Eikon®, 2022). A categoria força de trabalho mede a eficácia de uma empresa em termos da satisfação sentida por seus colaboradores, bem como a existência de um local de trabalho saudável e seguro, mantendo a diversidade e a igualdade de oportunidades. A categoria direitos humanos mensura a eficácia de uma empresa em termos de respeito às convenções fundamentais de direitos individuais. A categoria comunidade mede o compromisso da empresa em ser uma empresa cidadã, cuidando da saúde pública e respeitando a ética empresarial. A categoria responsabilidade do produto representa a capacidade de uma empresa produzir bens e serviços de qualidade, cuidando de aspectos relacionados à saúde e à segurança do cliente, à integridade e à privacidade de dados (Bätae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022).

O pilar governança compreende as categorias: gestão, estratégias de RSC e acionistas (Refinitiv Eikon®, 2022). A categoria gestão mede o compromisso e a eficácia da empresa em relação às boas práticas de governança corporativa. As estratégias de RSC refletem as práticas de uma empresa para comunicar que esta integra dimensões econômicas (financeiras), sociais e ambientais em sua tomada de decisão, abrangendo temas como divulgação e transparência. A categoria acionistas mede a eficácia da empresa em relação à igualdade de tratamento a seus acionistas (Bätae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022).

Kim e Li (2021) argumentam que as empresas têm se mostrado cada vez mais comprometidas com o ESG para que possam ser reconhecidas como socialmente responsáveis. Segundo o IBGC (2021), as organizações abordam os investimentos em ESG como uma visão estratégica. Assim como é possível encontrar na literatura argumentos defendendo que as divulgações ESG podem contribuir para a redução de assimetrias informacionais, legitimidade organizacional e melhora na reputação, há também posicionamentos no sentido de que estas divulgações possam ser prejudiciais quando os investidores considerarem tal prática como *greenwashing*, que se refere a uma empresa tentar parecer ser mais consciente de divulgação ESG do que realmente é (Fatemi et al., 2018).

Ao analisar os principais posicionamentos teóricos sobre a influência da divulgação ESG na PPS, e, segundo a compensação dos executivos, a literatura fundamenta possíveis resultados decorrentes dessa influência na perspectiva da Teoria da Agência, da Teoria dos *Stakeholders* e da visão da boa governança. Sob os preceitos da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), a responsabilidade social das empresas é considerada um problema de agência e representa um desperdício de recursos, visto que os gestores utilizariam tais divulgações para promoção própria (Cai et al., 2011; Ferrell et al., 2016; Rath et al., 2020). Assim, os investimentos socialmente responsáveis diminuiriam a PPS e aumentariam as remunerações dos executivos, pois, nesse caso, teríamos um excesso de investimentos nessa área como o resultado de interesses particulares dos executivos, os quais buscam investir para aumentar sua reputação e melhorar sua imagem. Consequentemente, melhores oportunidades de emprego surgiriam, podendo negociar melhores salários. Desse modo, os executivos teriam uma alta remuneração sem um desempenho de mercado correspondente, diminuindo o valor da empresa (Cai et al., 2011; Ferrell et al., 2016; Rath et al., 2020).

Por outro lado, a visão da Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984) e a visão da boa governança defendem que os investimentos socialmente responsáveis melhorariam a PPS e as remunerações dos executivos seriam mais ajustadas (menores), ou seja, associam-se os investimentos nessa esfera a uma maior PPS e um menor excesso de remuneração. A visão da Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, 1984) está pautada na valorização de todas as partes interessadas, e a divulgação ESG, bem como os investimentos socialmente responsáveis, podem ser utilizados como uma estratégia de negócios para resolver conflitos entre gestores e partes interessadas e aumentar o valor dos acionistas (Cai et al., 2011; Deng et al., 2013; Karim et al., 2018; Rath et al., 2020). No caso da visão da boa governança, a literatura defende que geralmente as empresas socialmente responsáveis aderem às práticas

de governança corporativa que aumentam o valor ao acionista. Segundo essa perspectiva, as empresas são bem administradas, os gerentes são devidamente incentivados e investem de maneira adequada em questões socialmente responsáveis (Ferrell et al., 2016).

Dadas as diferentes perspectivas teóricas (Teoria da Agência, Teoria dos *Stakeholders* e visão da boa governança), buscou-se analisar o efeito da divulgação ESG na remuneração dos executivos, e o efeito da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado. Estudos que verificaram a influência da RSC e da divulgação ESG na remuneração executiva são inconclusivos, sendo os resultados positivos (Rath et al., 2020), negativos (Cai et al., 2011; Gillan et al., 2010; Jian & Lee, 2015), mistos (Karim et al., 2018) e sem significância estatística (Cho & Ibrahim, 2021), assim como são incipientes as evidências encontradas na literatura que testaram o efeito da divulgação ESG na PPS (Chang et al., 2018; Cho & Ibrahim, 2021; Rath et al., 2020). No entanto, esse efeito é inconclusivo do ponto de vista teórico, e prático e não foram encontrados, na literatura nacional, estudos que analisassem o efeito moderador da divulgação ESG e seus pilares sobre a PPS.

A partir da Teoria da Agência, Teoria dos *Stakeholders* e visão da boa governança, e com base nas argumentações supracitadas, não é possível definir previamente qual o sinal

da hipótese que será testada (se positiva ou negativa) para as empresas brasileiras, visto que o cenário é desconhecido (ausência de evidências empíricas relacionando tais teorias no contexto nacional) e o fato de serem teorias com visões opostas entre si. Assim, após os resultados encontrados, foi possível identificar qual teoria melhor explica as relações propostas para as empresas da amostra no contexto do Brasil, representando uma contribuição deste estudo.

Para tanto, busca-se identificar a relação direta (positiva/negativa) da divulgação ESG na remuneração dos executivos e o efeito moderador (positivo/negativo) da divulgação ESG e seus pilares na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado das empresas brasileiras do IBrX-100, dando origem à segunda hipótese (H<sub>2</sub>): Existe relação entre a divulgação ESG e Ambiental (H<sub>2a</sub>), Social (H<sub>2b</sub>) e de Governança (H<sub>2c</sub>) e a remuneração dos executivos em empresas brasileiras, e à terceira hipótese (H<sub>3</sub>): Existe efeito moderador da divulgação ESG e Ambiental (H<sub>3a</sub>), Social (H<sub>3b</sub>) e de Governança (H<sub>3c</sub>) na sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado.

### 2.3 Modelo Teórico de Análise

Na Figura 1, apresenta-se o modelo teórico, que sintetiza as relações propostas.

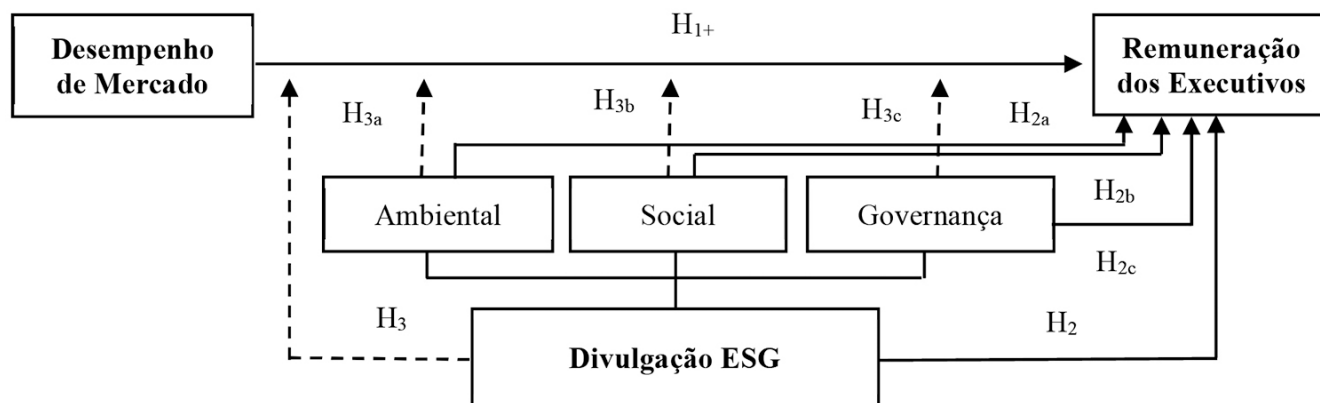


Figura 1 Modelo teórico de análise

Fonte: Elaborada pelos autores.

## 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

### 3.1 Delineamento da Pesquisa, População e Amostra

Para atender ao objetivo desta pesquisa, realizou-se um estudo quantitativo, descritivo e documental. A população do estudo abrangeu as empresas listadas na Carteira Teórica do IBrX-100 da B3, que corresponde aos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade

do mercado de ações do Brasil. A carteira utilizada neste estudo é referente ao período maio-agosto/2022. A escolha de se analisar empresas da carteira teórica do IBrX-100 deve-se ao fato de esse grupo conter as empresas mais representativas do mercado de capitais do Brasil (Brandão et al., 2019; Iglesias et al., 2022).

Das 100 empresas em que as ações compunham a carteira teórica do IBrX-100, deduziram-se três que apresentaram

duas ações na referida carteira, totalizando 97 empresas. Destas, excluíram-se 16 que não apresentavam informações necessárias para a análise, entre as quais 11 são referentes a dados ESG ausentes em todo o período, o que aponta para uma limitação do estudo. Assim, a amostra final constituiu-se em 81 empresas em um universo de cerca de 387 observações não balanceadas. Os dados analisados neste estudo correspondem ao período de 2016 a 2021.

### 3.2 Coleta dos Dados e Constructo da Pesquisa

Na Tabela 1 evidencia-se o constructo do estudo, que engloba a descrição das variáveis, suas respectivas operacionalizações, a fonte de coleta dos dados e os autores que utilizaram tais variáveis em suas pesquisas e sustentam a sua utilização neste estudo.

**Tabela 1**  
Constructo da pesquisa

Variável	Operacionalização	Fonte	Autores
<b>Variáveis dependentes – Remuneração dos Diretores Executivos</b>			
Varição da remuneração total da diretoria executiva ( $\Delta$ REMT)	Diferença entre a remuneração total da diretoria em $t$ e em $t_{-1}$ (em R\$ unidades) ponderada pelo ativo total em $t_{-1}$ (em R\$ mil)	Item 13.2 do Formulário de Referência da B3.	Amzaleg et al. (2014); Brandão et al. (2019); Ferrell et al. (2016); Gillan et al. (2010); Iglesias et al. (2022); Jensen e Murphy (1990); Jian e Lee (2015); Lei et al. (2019); Ouyang et al. (2019); Rath et al. (2020); Zhou et al. (2017).
Varição da remuneração <i>per capita</i> total da diretoria executiva ( $\Delta$ REMPC)	Diferença entre a remuneração <i>per capita</i> da diretoria em $t$ e a remuneração em $t_{-1}$ (em R\$ unidades) ponderada pelo ativo total em $t_{-1}$ (em R\$ mil)		Brandão et al. (2019); Jensen & Murphy (1990); Lei et al. (2019); Ouyang et al. (2019); Zhou et al. (2017).
<b>Variável Independente – Desempenho de Mercado</b>			
Varição do valor de mercado ( $\Delta$ VVM)	Diferença entre o valor de mercado da empresa em $t$ e o valor em $t_{-1}$ (em R\$ mil) ponderada pelo ativo total em $t_{-1}$ (em R\$ mil)	Economática®	Brandão et al. (2019); Ferrell et al. (2016); Iglesias et al. (2022); Jensen e Murphy (1990); Rath et al. (2020).
<b>Variáveis Independentes Moderadoras – Environmental Social and Governance (ESG)</b>			
ESG	Conforme o relatório Refinitiv Eikon® (2022), refere-se a uma pontuação geral, abrangendo aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa.		Cho e Ibrahim (2021); Ferrell et al. (2016); Gillan et al. (2010); Jian & Lee (2015); Rath et al. (2020);
Divulgação Ambiental (AMB)	Conforme o relatório Refinitiv Eikon® (2022), refere-se à pontuação ambiental. Abrange aspectos relativos ao uso de recursos, emissões e inovação para temas ambientais.		Ferrell et al. (2016); Gillan et al. (2010); Rath et al. (2020).
Divulgação Social (SOC)	Conforme o relatório Refinitiv Eikon® (2022), refere-se à pontuação social. Abrange aspectos relativos aos direitos humanos, força de trabalho, comunidade e responsabilidade pelo produto.	Refinitiv Eikon®	Ferrell et al. (2016); Gillan et al. (2010); Rath et al. (2020).
Divulgação de Governança (GOV)	Conforme o relatório Refinitiv Eikon® (2022), refere-se à pontuação de governança. Abrange aspectos relativos à gestão, acionistas e estratégia de responsabilidade social corporativa (RSC).		Ferrell et al. (2016); Gillan et al. (2010); Rath et al. (2020).
<b>Variáveis de Controle – Governança Corporativa</b>			
Comitê de remuneração (CREM)	Presença de comitê de remuneração no CA (variável dicotômica)	Refinitiv Eikon® e Item 12.1 e 12.7/8 do Formulário de Referência da B3	Brandão et al. (2019); Ferrell et al. (2016); Iglesias et al. (2022).
Concentração de direitos de voto (PROP)	Percentual de ações ordinárias detidas pelo maior acionista da empresa em $t$ .	Economática®	Brandão et al. (2019); Iglesias et al. (2022); Lei et al. (2019); Ouyang et al. (2019); Yang et al. (2021).
<b>Variáveis de Controle – Específicas da Empresa</b>			
Retorno sobre os ativos (ROA)	Razão entre o lucro líquido e o ativo total da empresa em $t$ .	Economática®	Ghrab et al. (2021); Lei et al. (2019); Ouyang et al. (2019); Rath et al. (2020); Yang et al. (2021); Zhou et al. (2017).
Folga Financeira (FF)	Razão entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa em $t$ .	Economática®	Kim et al. (2008).
Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da empresa em $t_{-1}$	Economática®	Brandão et al. (2019); Chang et al. (2018); Iglesias et al. (2022);-Lei et al. (2019); Ouyang et al. (2019); Rath et al. (2020); Yang et al. (2021);



**Tabela 1**  
Cont.

Variável	Operacionalização	Fonte	Autores
<b>Variáveis de Controle – Efeitos Fixos</b>			
Efeitos fixos Setor	Principal atividade da empresa. Variável dicotômica. Classificação Setor Econômico Bovespa.	Economática®	Aguiar e Pimentel (2017); Brandão et al. (2019); Iglesias et al. (2022); Jian e Lee (2015); Lei et al. (2019); Ouyang et al. (2019).
Efeitos fixos Ano	Período de análise: 2016 a 2021. Variável dicotômica de ano.	-	-

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

A divulgação ESG compreende dez categorias sobre os pilares ambiental, social e governança: uso de recursos, emissões, inovação, força de trabalho, direitos humanos, comunidade, responsabilidade do produto, gestão, estratégias de RSC e acionistas. A Refinitiv Eikon® disponibiliza pontuações ESG geral, ambiental, social, governança, ESG combinado e controvérsias ESG (coletada de fontes de mídia globais). Essas pontuações são calculadas por meio de questionários enviados às empresas e são projetadas para medir de forma transparente e objetiva o desempenho, o comprometimento e a eficácia ESG de uma empresa, com base nos dados relatados por ela (Refinitiv Eikon®, 2022). As empresas respondem perguntas com sim, não ou nulo, e os dados são convertidos em valores numéricos para o cálculo da pontuação percentual (Refinitiv Eikon®, 2022).

A Refinitiv Eikon® coleta e calcula mais de 630 medidas ESG no nível da empresa, das quais um subconjunto de 186 métricas das mais comparáveis e materiais por setor potencializam o processo geral de avaliação e pontuação da empresa. Os pesos variam de acordo com o setor empresarial para as categorias ambientais e sociais. Já para a governança, permanecem os mesmos em todos os setores. Os pesos dos pilares são normalizados para percentagens que variam entre zero e 100. Importante

ressaltar que alguns indicadores são específicos de determinado setor, logo não são relevantes para todas as empresas. Desse modo, quando não for relevante, tal indicador é excluído do cálculo das pontuações ESG (Refinitiv Eikon®, 2022).

### 3.3 Especificação do Modelo Econométrico e Teste de Robustez

O modelo empírico utilizado para mensurar a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado (PPS) é o proposto por Jensen e Murphy (1990, p. 227). Para analisar a hipótese H<sub>1</sub>, operacionalizaram-se as regressões apresentadas pelas Equações 1 e 2, para a hipótese H<sub>2</sub>, as Equação 3 e 4. Para hipótese H<sub>3</sub>, foram incluídas nas equações principais (Equações 1 e 2) as variáveis referentes à divulgação ESG e um termo de interação adicional destas com o desempenho de mercado. As equações utilizadas são representadas pelas Equações 5 e 6. Nos modelos 3, 4, 5 e 6, a variável ESG foi substituída pelos aspectos individuais (ambiental, social e governança). Elucida-se que a variável  $\Delta VM$ , quando incorporada nos modelos 5 e 6, apresentou valores não recomendados pela literatura de fator de inflação da variância (VIF), e, assim, não foram consideradas de maneira individual nestes modelos de regressão.

$$\Delta REMT = \beta_0 + \beta_1 \Delta VM + \beta_2 CREM + \beta_3 PROP + \beta_4 ROA + \beta_5 FF + \beta_6 TAM + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad 1$$

$$\Delta REMPC = \beta_0 + \beta_1 \Delta VM + \beta_2 CREM + \beta_3 PROP + \beta_4 ROA + \beta_5 FF + \beta_6 TAM + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad 2$$

$$\Delta REMT = \beta_0 + \beta_1 \Delta VM + \beta_2 ESG + \beta_3 CREM + \beta_4 PROP + \beta_5 ROA + \beta_6 FF + \beta_7 TAM + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad 3$$

$$\Delta REMPC = \beta_0 + \beta_1 \Delta VM + \beta_2 ESG + \beta_3 CREM + \beta_4 PROP + \beta_5 ROA + \beta_6 FF + \beta_7 TAM + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad 4$$

$$\Delta REMT = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 \Delta VM * ESG + \beta_3 CREM + \beta_4 PROP + \beta_5 ROA + \beta_6 FF + \beta_7 TAM + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \quad 5$$

$$\Delta\text{REMP} = \beta_0 + \beta_1\text{ESG} + \beta_2\Delta\text{VM} * \text{ESG} + \beta_3\text{CREM} + \beta_4\text{PROP} + \beta_5\text{ROA} + \beta_6\text{FF} \\ + \beta_7\text{TAM} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon$$

6

Estimou-se os modelos de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros padrões robustos e controle de setor e ano. Realizou-se, inicialmente, a winsorização de todas as variáveis contínuas, com vistas a minimizar os efeitos de *outliers* na amostra. Para identificação de problemas de multicolinearidade realizou-se o teste VIF (Fávero et al., 2009), e para identificação de problemas de autocorrelação realizou-se o teste de Durbin Watson (Hair et al., 2009). Além disso, procedeu-se à estatística descritiva das variáveis e à matriz de correlação de Pearson para identificar a correlação entre as variáveis.

Como teste de robustez, operacionalizaram-se regressões quantílicas a fim de verificar como as variáveis se comportam nos quantis, como quando a variação da remuneração é baixa, mediana ou alta. A escolha dos quantis é arbitrariamente determinada pelo pesquisador. Recomenda-se o uso de regressão quantílica em pesquisas que usam dados contábeis e financeiros, uma vez que a heterocedasticidade e os *outliers* são comuns nesses tipos de dados. Dessa maneira, esse método de estimação é mais robusto e menos sensível às condições presentes nos dados desta área de estudo (Duarte et al., 2017).

## 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatística Descritiva

Na Tabela 2 é apresentada a estatística descritiva das variáveis.

**Tabela 2**

*Estatística descritiva*

Painel A – Estatística descritiva da remuneração executiva e valor de mercado em valores brutos							
Variáveis		Obs.	Média	DP	Mínimo	Máximo	CV
Remuneração total	No período	398	47.098.202	92.579.147	71.060	818.051.847	1,966
	Var. anual	396	4.627.582	24.418.715	-124.239.960	202.455.017	5,277
Remuneração per capita	No período	398	5.309.943	4.619.729	17.765	27.683.502	0,870
	Var. anual	396	610.367	2.775.770	-16.307.952	17.642.355	4,548
Valor de mercado	No período	397	45.852.137	72.756.586	1.024.061	448.610.718	1,587
	Var. anual	396	5.183.508	21.537.497	-94.800.744	175.273.233	4,155
Painel B – Estatística descritiva das variáveis independentes principais, dependentes e de controle							
Variáveis		Obs.	Média	DP	Mínimo	Máximo	CV
$\Delta\text{REMT}$		396	0,187	0,506	-0,636	1,599	2,706
$\Delta\text{REMP}$		396	0,041	0,107	-0,111	0,349	2,610
$\Delta\text{VM}$		396	0,155	0,360	-0,368	1,14	2,323
CREM		398	0,407	0,492	0	1	1,209
PROP		398	0,388	0,209	0,077	0,784	0,539
ROA		398	0,042	0,045	-0,041	0,139	1,071
FF		391	1,628	0,664	0,735	3,019	0,408
TAM		398	17,260	1,332	15,363	20,711	0,077
Painel C – Estatística descritiva das variáveis independentes moderadoras							
Variáveis		Obs.	Média	DP	Mínimo	Máximo	CV
ESG		398	0,568	0,189	0,204	0,854	0,333
AMB		398	0,540	0,239	0,094	0,885	0,443
SOC		398	0,601	0,209	0,232	0,911	0,348
GOV		398	0,555	0,206	0,179	0,877	0,371

**Nota:** Remuneração total e per capita em unidades de real; valor de mercado em milhares de reais. As variáveis estão descritas na Tabela 1.

DP = Desvio Padrão; CV = Coeficiente de variação.

**Fonte:** Elaborada pelos autores.

O Painel A evidencia a estatística descritiva da remuneração dos executivos (total e *per capita*) e o valor de mercado em seus montantes originais (em unidades de real para a remuneração e em milhares de reais para o valor de mercado). Percebe-se que a remuneração média da diretoria executiva no período analisado para as empresas da amostra alcança um valor em torno de R\$ 47 milhões, enquanto a média da remuneração *per capita* atinge um valor em volta de R\$ 5,3 milhões, ambos superiores à amostra que Brandão et al. (2019) obteve ao estudar o período de 2013 a 2015, assim como de Iglesias et al. (2022) para a média de remuneração no período de 2014 a 2018. Observa-se que a variação anual da remuneração dos executivos é alta, comportamento semelhante ao evidenciado por Brandão et al. (2019).

Quanto ao valor de mercado das empresas da amostra, o valor médio no período chega a R\$ 45,8 milhões, sendo que houve um ganho de valor no intervalo analisado (coeficiente de variação de 4,15), o que o diferencia da pesquisa de Brandão et al. (2019), em que houve significativa perda. O valor médio de valor de mercado neste estudo apresenta-se em montante maior aos verificados por Brandão et al. (2019) e Iglesias et al. (2022), trazendo este último um valor intermediário entre a pesquisa de Brandão et al. (2019) e este trabalho.

Além da estatística descritiva dos valores brutos, nos painéis B e C é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas nas análises estatísticas. Percebe-se que a variação da remuneração total e *per capita*, assim como a variação do valor de mercado, apresentam médias positivas ( $\Delta\text{REMT} = 0,187$ ;  $\Delta\text{REMP} = 0,041$ ;  $\Delta\text{VM} = 0,155$ ), o que indica que, no período de análise, houve um crescimento médio da remuneração dos diretores e do valor de mercado, fato este que se diferencia dos estudos de Brandão et al. (2019), que encontraram variação positiva da média para a remuneração total e *per capita*, porém negativa para o valor de mercado, enquanto Iglesias et al. (2022) apresentaram média da variação de remuneração total negativa, indicando um decréscimo para a remuneração dos executivos no período e uma média positiva para a variação do valor de mercado.

Quanto às variáveis de controle, o comitê de remuneração (CREM) representa aproximadamente 40% das observações da amostra. Já quanto à concentração de direitos de voto (PROP), em média 38,8% das ações ordinárias estão sob poder do maior acionista da empresa. O desempenho contábil medido pelo retorno sobre os ativos (ROA) apresentou resultado médio positivo (0,042). A folga financeira (FF) apresentou média positiva e acima de 1 (1,628). Já a variável TAM apresenta um comportamento homogêneo. Em termos de média, o tamanho das empresas é de 17,260.

No que se refere às variáveis moderadoras (ESG e seus pilares), nota-se, de acordo com a estatística descritiva do Painel C, que a pontuação média de divulgação ESG das empresas da amostra é 56,80%, com pontuação mais baixa de 20,40% e mais alta de 85,40%. Em relação aos pilares ambiental, social e de governança, tem-se uma pontuação média de 54,00%, 60,10% e 55,50%, respectivamente, com mínimos de 9,40%, 23,20%, 17,90% e máximos de 88,50%, 91,10% e 87,70%, nessa ordem. Percebe-se que, dos três pilares, as empresas desta pesquisa apresentam a menor pontuação na área ambiental e a maior na área social, sendo que o mesmo vale para a pontuação média, corroborando parcialmente os achados de Rath et al. (2020), que, no contexto indiano, observaram menor pontuação média e mínima para o pilar ambiental e valor máximo para o pilar social, porém com pontuação média maior no pilar de governança.

Após a estatística descritiva realizou-se a correlação, a fim de se verificar problemas de multicolinearidade, que, conforme os resultados da matriz de correlação, não foram identificados entre as variáveis utilizadas nos modelos de regressão (Hair et al., 2009).

#### 4.2 Análise de Regressão e Teste de Robustez

Na Tabela 3 são apresentados os resultados das equações do estudo. Nela se verificou a existência de PPS (Painel A), o efeito da divulgação ESG na remuneração dos executivos (Painel B) e o efeito moderador da divulgação ESG na PPS (Painel C).

**Tabela 3**  
Resultado das regressões

<b>Painel A – Sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado</b>		
	<b>Eq. 1 – Variável dependente: <math>\Delta</math>REMT</b>	<b>Eq. 2 – Variável dependente: <math>\Delta</math>REMPC</b>
$\Delta$ VIM	0,313***	0,067***
CREM	-0,001	-0,002
PROP	-0,192	-0,037
ROA	-0,650	-0,268**
FF	0,001	-0,006
TAM	-0,088***	-0,023***
Constante	1,564***	0,435***
ANOVA	0,0000***	0,0000***
R <sup>2</sup>	23,17%	23,18%
DW	2,0634	1,9442
EF Setor	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim
VIF médio	1,85	1,85
Obs.	387	387

<b>Painel B – Efeito direto do ESG e seus pilares na variação da remuneração dos executivos</b>								
	<b>Eq. 3 – Variável dependente: <math>\Delta</math>REMT</b>				<b>Eq. 4 – Variável dependente: <math>\Delta</math>REMPC</b>			
$\Delta$ VIM	0,308***	0,304***	0,308***	0,314***	0,066***	0,064***	0,066***	0,068***
ESG	-0,283				-0,088***			
AMB		-0,158				-0,055**		
SOC			-0,281*				-0,082***	
GOV				-0,036				-0,024
CREM	0,004	0,000	-0,009	0,001	-0,001	-0,008	-0,004	-0,001
PROP	-0,233*	-0,188	-0,242*	-0,202	-0,049*	-0,035	-0,051*	-0,043*
ROA	-0,713	-0,692	-0,658	-0,668	-0,287**	-0,283**	-0,271**	-0,280**
FF	-0,003	-0,000	-0,001	-0,000	-0,007	-0,006	-0,006	-0,006
TAM	-0,068**	-0,073***	-0,064**	-0,087***	-0,016***	-0,018***	-0,016***	-0,022***
Constante	1,399***	1,398***	1,347***	1,571***	0,384***	0,378***	0,372***	0,439***
ANOVA	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***
R <sup>2</sup>	23,93%	23,53%	24,11%	23,19%	24,81%	24,15%	24,96%	23,35%
DW	2,0774	2,0749	2,0874	2,0632	1,9684	1,9577	1,9771	1,9501
EF Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
VIF médio	1,85	1,86	1,85	1,83	1,85	1,86	1,85	1,83
Obs.	387	387	387	387	387	387	387	387

<b>Painel C – Efeito moderador do ESG e seus pilares na PPS</b>								
	<b>Eq. 5 – Variável dependente: <math>\Delta</math>REMT</b>				<b>Eq. 6 – Variável dependente: <math>\Delta</math>REMPC</b>			
ESG	-0,386**				-0,107***			
$\Delta$ VIM*ESG	0,645***				0,127***			
AMB		-0,246*				-0,073***		
$\Delta$ VIM*AMB		0,655***				0,135***		
SOC			-0,382**				-0,102***	
$\Delta$ VIM*SOC			0,611***				0,120***	
GOV				-0,123				-0,038
$\Delta$ VIM*GOV				0,587***				0,113***
CREM	0,001	-0,005	-0,009	-0,002	-0,003	-0,004	-0,006	-0,003

Tabela 2

Cont.

Painel C – Efeito moderador do ESG e seus pilares na PPS								
	Eq. 5 – Variável dependente: $\Delta$ REMT				Eq. 6 – Variável dependente: $\Delta$ REMPC			
PROP	-0,207	-0,171	-0,217*	-0,163	-0,046*	-0,034	-0,048*	-0,037
ROA	-0,778	-0,594	-0,713	-0,719	-0,284**	-0,253**	-0,266**	-0,269**
FF	-0,003	-0,008	0,000	-0,000	-0,007	-0,007	-0,006	-0,006
TAM	-0,066**	-0,076***	-0,063**	-0,087***	-0,016***	-0,018***	-0,015***	-0,022***
Constante	1,434***	1,514***	1,391***	1,605***	0,387***	0,395***	0,376***	0,443***
ANOVA	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***	0,0000***
R <sup>2</sup>	24,40%	22,88%	24,40%	23,77%	24,88%	23,59%	29,94%	23,31%
DW	2,1111	2,0969	2,1162	2,1009	1,9741	1,9542	1,9763	1,9628
EF Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
VIF médio	1,83	1,83	1,83	1,81	1,83	1,83	1,83	1,81
Obs.	389	389	389	389	389	389	389	389

Eq. = Equação;  $\Delta$ V $M$ \*ESG = variável interativa da variação do valor de mercado com o ESG;  $\Delta$ V $M$ \*AMB = variável interativa da variação do valor de mercado com o AMB;  $\Delta$ V $M$ \*SOC = variável interativa da variação do valor de mercado com o SOC;  $\Delta$ V $M$ \*GOV = variável interativa da variação do valor de mercado com o GOV; DW = Durbin Watson; EF setor = efeito fixo do setor; EF ano = efeito fixo ano; VIF = Variance Inflation Factor. \*\*\*, \*\*, \* = significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a Tabela 3, os modelos de regressão foram significativos ao nível de 1%, o que permite constatar sua validade. O R<sup>2</sup> indica que as variáveis independentes explicam em média 23,70% da variação da remuneração total e 24,68% da variação da remuneração *per capita*. O resultado do teste Durbin Watson evidencia valores próximos de dois, o que indica confiabilidade dos dados (Hair et al., 2009). Não foram observados problemas de multicolinearidade, dado que o VIF para os modelos foi de no máximo 1,86 (Fávero et al., 2009).

A respeito das estimações 1 e 2 (Painel A), verifica-se que a variação do valor de mercado ( $\Delta$ V $M$ ) exerce influência positiva e significativa, ao nível de 1%, na variação da remuneração dos diretores executivos, tanto em relação à variação da remuneração total ( $\Delta$ REMT) como em relação à remuneração *per capita* ( $\Delta$ REMPC). Ao incluir nos modelos as variáveis ESG e os pilares ambiental, social e de governança (equações 3 e 4, Painel B), nota-se que em todas as estimações manteve-se a influência positiva e significativa ao nível de 1% da variação do valor de mercado na variação da remuneração dos executivos ( $\Delta$ REMT e  $\Delta$ REMPC), revelando que na presença das variáveis ESG a PPS se mantém. Em relação às variáveis ESG e seus pilares, nota-se que a divulgação ESG e o pilar ambiental exerceram influência somente na variação da remuneração *per capita*, sendo esta influência negativa e com significância estatística ao nível de 1% e 5%, respectivamente. Esses achados revelam que a maior pontuação ESG geral e ambiental resulta em menor

variação da remuneração *per capita*. A pontuação social influenciou negativamente a variação da remuneração total dos executivos e a *per capita*, com significância estatística ao nível de 10% e 1%, respectivamente. Depreende-se dos resultados que, quanto maior a divulgação social das empresas, menor tende a ser a remuneração dos executivos, tanto em termos de variação da remuneração total como em termos da variação da remuneração *per capita*. A variável de governança, apesar de negativa, não apresentou significância estatística nesses modelos.

Ao analisar o efeito moderador da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado (equações 5 e 6, Painel C), os resultados denotam efeitos negativos das variáveis individuais de ESG, pontuação ambiental e social, significativos na remuneração total ao nível de 5%, 10% e 5%, respectivamente, e significativos ao nível de 1% na remuneração *per capita*. O pilar de governança, individualmente, apesar do coeficiente também negativo, não apresentou relação estatisticamente significativa em nenhuma das estimações. Ao se observar o efeito moderador das variáveis ESG e seus pilares, percebe-se que as interações da variação do valor de mercado com a pontuação ESG ( $\Delta$ V $M$ \*ESG), ambiental ( $\Delta$ V $M$ \*AMB), social ( $\Delta$ V $M$ \*SOC) e governança ( $\Delta$ V $M$ \*GOV) apresentaram-se positivas e significativas ao nível de 1%. Ressalta-se que, ao observar os coeficientes da variável  $\Delta$ V $M$  nas remunerações total e *per capita* (estimções 1 e 2) comparativamente aos coeficientes

das variáveis moderadoras (estimações 5 e 6), percebe-se que os coeficientes das variáveis interativas são maiores, indicando a predominância do efeito moderador.

Em relação ao teste de robustez, com base nas regressões quantílicas, a PPS, assim como o efeito direto das variáveis ESG na remuneração executiva e seu efeito moderador na PPS, ocorrem, na maior parte das estimações realizadas, nos quantis mais elevados, ou seja, nos casos em que é maior a variação da remuneração dos executivos. Verificou-se que o sinal do coeficiente das relações testadas se manteve, apresentando coeficiente positivo na PPS, coeficiente negativo da relação direta das variáveis ESG e remuneração, e coeficiente positivo das variáveis interativas na PPS. A partir dos resultados do teste de robustez pode-se confirmar os resultados da análise principal, o que denota relevância para os valores encontrados.

### 4.3 Discussão dos Resultados

Esta seção visa retomar os resultados evidenciados sobre a PPS ( $H_1$ ), os resultados sobre o efeito da divulgação ESG na remuneração dos executivos ( $H_2$ ), bem como o efeito moderador da divulgação ESG na PPS ( $H_3$ ). A partir deles discutem-se as hipóteses propostas, trazendo suas implicações e verificando-se a teoria que dá embasamento aos resultados. Desse modo, os achados deste estudo podem ser compreendidos pelo aspecto teórico e empírico.

Quanto à existência de sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado (estimações 1 e 2), a variável  $\Delta VM$  apresentou coeficiente positivo e significativo (ao nível de 1%) para  $\Delta REMT$  e  $\Delta REMPC$ . Tal achado indica a existência de sensibilidade de remuneração dos executivos ao desempenho de mercado (Jensen & Murphy, 1990). Dessa forma, a hipótese  $H_1$ , de que existe relação positiva entre o desempenho de mercado e a remuneração dos executivos em empresas brasileiras, não pode ser rejeitada, o que traz evidências de que a compensação dos executivos depende do desempenho de mercado e indica que os interesses estão alinhados (Chang et al., 2018). Os resultados das estimações para atender a  $H_1$  suportam as perspectivas da Teoria da Agência, dado que os resultados confirmam a existência de PPS. Tais resultados corroboram os achados de Aguiar e Pimentel (2017), Alves et al. (2016), Brandão et al. (2019), Iyengar e Sundararajan (2021), Raithatha e Komera (2016), Zhou et al. (2017) e divergem de Ghrab et al. (2021) e Iglesias et al. (2022).

Nesse sentido, revela-se que a variação do desempenho de mercado (variação da riqueza do acionista) afeta positivamente a variação da remuneração total e *per capita* dos executivos. Evidências empíricas sugerem que há a PPS nas empresas, visto que uma mudança na riqueza do executivo está associada à mudança na riqueza do

acionista. Nesse caso, um aumento do valor de mercado ajuda a explicar um aumento na remuneração executiva (Jensen & Murphy, 1990), o que revela eficácia da política de remuneração (Brandão et al., 2019), tornando-se um mecanismo motivador quando sensível ao desempenho de mercado (Tirole, 2006), alinhando interesses e diminuindo conflitos de agência (Blanes et al., 2020; Jensen & Meckling, 1976).

Em relação ao efeito da divulgação ESG na remuneração dos executivos, a variável  $\Delta REMT$  mostrou-se afetada negativamente pela variável SOC (com significância estatística de 10%), enquanto a variável  $\Delta REMPC$  mostrou-se negativamente relacionada com o ESG (ao nível de 1%), com o AMB (ao nível de 5%) e com o SOC (ao nível de 1%). O GOV não apresentou relação estatisticamente significativa em nenhuma estimativa. Desse modo, rejeita-se parcialmente a hipótese  $H_2$  de que existe relação entre a divulgação ESG e Ambiental ( $H_{2a}$ ), Social ( $H_{2b}$ ) e de Governança ( $H_{2c}$ ) e a remuneração dos executivos em empresas brasileiras.

Especificamente para a divulgação ESG (geral) e para os pilares ambiental ( $H_{2a}$ ) e social ( $H_{2b}$ ) a hipótese não pode ser rejeitada, ao contrário do que ocorreu com o pilar de governança ( $H_{2c}$ ). Esses resultados são corroborados por Cai et al. (2011), cujos investimentos em RSC associaram-se negativamente à remuneração executiva e Jian e Lee (2015), que também encontraram relação negativa e significativa, revelando que empresas bem governadas reduzem os incentivos dos executivos por um aumento no investimento em RSC. Além disso, diferencia-se dos achados de Cho e Ibrahim (2021), pois não encontraram relação significativa, e de Rath et al. (2020), que encontraram relação positiva e significativa entre a divulgação ESG e a remuneração executiva.

No que concerne ao efeito moderador da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado, as interações da variação do valor de mercado com a divulgação ESG e seus pilares ( $\Delta VM * ESG$ ,  $\Delta VM * AMB$ ,  $\Delta VM * SOC$  e  $\Delta VM * GOV$ ) apresentaram-se positivas e significativas (ao nível de 1%), o que possibilita inferir que a divulgação ESG aumenta a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado. Ademais, verifica-se a predominância do efeito moderador, dado que seus coeficientes foram maiores que os evidenciados pela variação do valor de mercado na remuneração executiva nas estimações iniciais (PPS). Portanto, não se rejeitou a hipótese  $H_3$ , de que existe efeito moderador da divulgação ESG e Ambiental ( $H_{3a}$ ), Social ( $H_{3b}$ ) e de Governança ( $H_{3c}$ ) na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado.

Os achados supracitados diferem da pesquisa de Rath et al. (2020), pois os autores interpretaram o uso

da moderação ESG sem usarem a variável interativa, mas somente observando o comportamento da relação do desempenho na remuneração ao incluir a variável ESG. No entanto, ao observarem o comportamento das variáveis de desempenho de mercado com a remuneração dos executivos, verificaram ausência de PPS, sendo a relação negativa entre o desempenho de mercado e a remuneração potencializadas ao incluir as variáveis ESG nos modelos. Chang et al. (2018) também encontraram resultados positivos da moderação da variável RSC, porém na sensibilidade de remuneração ao desempenho contábil. Cho e Ibrahim (2021) encontraram significância estatística ao usarem a moderadora ESG com o desempenho contábil, sem que esta, todavia, tenha apresentado significância com o desempenho de mercado.

Os resultados das estimações para atenderem a segunda e a terceira hipótese desta pesquisa suportam as perspectivas da Teoria dos *Stakeholders* e a visão da boa governança. Empresas socialmente responsáveis são tidas como bem governadas, com executivos devidamente incentivados e com investimentos adequados em questões socialmente responsáveis (Ferrell et al., 2016). Segundo esses autores, na visão da boa governança, os investimentos socialmente responsáveis estão associados a uma maior PPS ou a um menor excesso de remuneração executiva, o que ratifica os achados desta pesquisa, dado que as variáveis ESG refletem uma maior PPS, ao mesmo tempo em que resulta em menores remunerações ou remunerações mais ajustadas (Gillan et al., 2021). Semelhante a essa interpretação, conforme a Teoria dos *Stakeholders*, as práticas socialmente responsáveis estão negativamente associadas à remuneração, e os investimentos nessa área são vistos como estratégicos para os negócios (Deng et al., 2013; Karim et al., 2018), pois tais empresas estão preocupadas com os interesses de todas as partes interessadas, e não somente com a geração de recursos para os acionistas (Freeman, 1984).

Na prática, as evidências mostram que uma maior divulgação de aspectos relacionados ao uso de recursos,

ao nível de emissões de poluentes, inovação, força de trabalho, respeito aos direitos humanos, comunidade, responsabilidade do produto, investimentos em gestão, estratégias de RSC e boas práticas envolvendo acionistas (Bătae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022) influencia em menores remunerações aos executivos, em termos de uma remuneração mais ajustada, e os investimentos ESG aumentam a PPS.

No aspecto ambiental, os achados desta pesquisa indicam que as empresas que melhoram a gestão da cadeia de suprimentos, que têm um bom desempenho e capacidade em reduzir o uso de materiais, energia ou água, que buscam encontrar soluções mais ecoeficientes, por exemplo, (Bătae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022), tendem a apresentar, além de uma remuneração mais ajustada aos executivos – sem excessos de pagamentos –, investimentos que contribuam para um aumento da PPS.

No aspecto social, os resultados mostram que quando a empresa apresenta eficácia em termos de satisfação de seus colaboradores – consequência de um local de trabalho saudável e seguro, que produz bens e serviços de qualidade integrando saúde e segurança do cliente –, sua integridade e privacidade de dados, por exemplo (Bătae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022), tendem a refletir em salários menores aos seus executivos (salários mais ajustados), condizentes com seus esforços, potencializando a PPS.

No aspecto da governança, os resultados sugerem que mesmo a empresa apresentando maior compromisso e eficácia para seguir os princípios das melhores práticas de governança, maior a eficácia em relação à igualdade de tratamento dos acionistas, maior prática em comunicar que a organização integra as dimensões econômica (financeira), social e ambiental relativas aos seus processos de tomada de decisões em seu dia a dia (Bătae et al., 2021; IBGC, 2021; Li et al., 2021; Refinitiv Eikon®, 2022), tais aspectos não tendem a impactar diretamente na remuneração dos executivos, mas tendem a aumentar a PPS.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo investigar o efeito moderador da divulgação ESG na sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado (PPS) (Jensen & Murphy, 1990). Os achados demonstram a existência de PPS nas empresas da amostra, o que corrobora os preceitos da Teoria da Agência (Bebchuk & Fried, 2003; Jensen & Meckling, 1976). Concernente ao efeito da divulgação ESG nas relações propostas, os resultados revelaram que a divulgação ESG geral e seus

pilares potencializam a PPS, ao passo que apresenta diretamente remunerações mais ajustadas. Desse modo, a divulgação ESG está contribuindo para a não extração de renda dos acionistas pelos executivos (Ghrab et al., 2021), e os resultados validam o preconizado pela Teoria dos *Stakeholders* e a visão da boa governança.

Os resultados contribuem para a teoria ao evidenciarem a sensibilidade da remuneração dos executivos ao desempenho de mercado, agregando novas conclusões e

corroborando outras semelhantes, trazendo à luz possíveis determinantes da remuneração executiva e contribuindo para o constante avanço da literatura neste campo de estudos. Ademais, ao incluir a divulgação ESG como variável moderadora da PPS, este estudo avança na literatura nacional, pois não foram encontradas pesquisas no Brasil que verificassem o efeito da divulgação ESG na PPS. Esta pesquisa também identificou, para o contexto do país, qual perspectiva teórica dá sustentação aos resultados encontrados, o que lança luz à possibilidade de desenvolvimento de novos estudos a fim de corroborar ou contrapor os resultados desta pesquisa sob a visão dessas teorias (Teoria da Agência, Teoria dos *Stakeholders* e visão da boa governança), incentivando o debate e o constante desenvolvimento do campo teórico.

De forma prática, os achados deste estudo resultam em evidências importantes para as partes interessadas, com destaque para potenciais investidores e acionistas, os quais podem observar com maior atenção a divulgação ESG das empresas ao tomarem decisões, pois esta ajuda a alinhar os interesses dos executivos aos dos acionistas.

Os resultados contribuem para as empresas compreenderem os benefícios das iniciativas ESG, identificarem tais investimentos em seus processos, reverem suas práticas ESG e repensarem os rumos da organização diante das práticas sustentáveis (ambientais, sociais e de governança), dando enfoque, em seu planejamento, aos investimentos socialmente responsáveis. Incentiva um estilo de gestão com divulgações ESG, dado que

os acionistas, por serem detentores do capital, podem demandar mecanismos que visem garantir a manutenção da divulgação ESG, pois aumenta a PPS. Ademais, estes achados poderão contribuir na implementação de políticas de remuneração.

De forma social, os resultados contribuem com a sociedade ao conscientizarem as organizações sobre a importância dos investimentos ESG, visto os seus reflexos na gestão das empresas, meio ambiente e sociedade em geral. Ao investirem em ESG, as empresas desempenham um papel importante na sociedade, pois envolvem atividades relacionadas ao uso consciente de recursos naturais, à redução de emissões de poluentes, incentivo a estratégias de RSC, entre outros. Ao evidenciar os impactos positivos do ESG na gestão da empresa, esta pesquisa encoraja tais comportamentos, contribuindo com a sociedade.

Esta pesquisa apresenta limitações que apontam para possibilidade de estudos futuros, como o tamanho restrito da amostra devido ao escasso número de divulgações ESG, que são de natureza voluntária. Sugere-se, assim, ampliar esta pesquisa para todas as empresas listadas na B3 e considerar medidas adicionais para mensurar a divulgação ESG. Recomenda-se também o uso de diferentes medidas de desempenho de mercado, tais como Q de Tobin e *market-to-book*, adicionando medidas de desempenho contábil como o retorno sobre patrimônio líquido (*return on equity* – ROE). Além disso, sugere-se separar a remuneração variável para verificar se os resultados se diferenciam do uso da remuneração total.

## REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. <https://doi.org/10.1590/19827849rac2017160228>
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Executive pay and performance in Portuguese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 37, 184-195. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.006>
- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Amzaleg, Y., Azar, O. H., Ben-Zion, U., & Rosenfeld, A. (2014). CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 166-174. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2014.07.004>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Bătae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleagă, L. (2021). The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study. *Journal of Cleaner Production*, 290, 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125791>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92. <https://doi.org/10.1257/089533003769204362>
- Blanes, F., Fuentes, C., & Porcuna, R. (2020). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 33(1), 1-23. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1678503>
- Brandão, I. D. F., Vasconcelos, A. C. D., De Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>



- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2011). Vice or Virtue? The Impact of Corporate Social Responsibility on Executive Compensation. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 159-173. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0909-7>
- Chang, Y., Chen, T. H., & Shu, M. C. (2018). Corporate social responsibility, corporate performance, and pay-performance sensitivity – evidence from shanghai stock exchange social responsibility index. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(5), 1183-1203. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1273768>
- Cho, M., & Ibrahim, S. (2021). Non-financial performance measures and pay-performance sensitivity. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 1-30. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2021-0018>
- Clement, A., Robinot, E., & Trespeuch, L. (2023). The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy, Ahead-of-Print*. <https://doi.org/10.1108/JEC-10-2022-0147>
- Deng, X., Kang, J. K., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Duarte, F. C. L., Girão, L. F. A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando modelos lineares de *value relevance*: Eles captam o que deveriam captar? *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 110-134. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac201716020>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of Multilatinas: moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168, 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões* (2a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferrell, A., Hao, L., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 585-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. London: Pitman.
- Ghrab, M., Gana, M., & Dakhlaoui, M. (2021). Pay-performance sensitivity and corporate governance mechanisms: evidence from Tunisia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 1-20. <https://doi.org/10.1108/JFRA-06-2020-0152>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gillan, S., Hartzell, J. C., Koch, A., & Starks, L. T. (2010). *Firms' environmental, social and governance choices, performance and managerial motivation*. Working Paper, 1-45. Recuperado de: <https://sites.pitt.edu/~awkoch/ESG%20Nov%202010.pdf>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise Multivariada de Dados* (6a ed.). Bookman.
- Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *Journal of Economics*, 10(1), 74-91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- Iglesias, T. M. G., Silva, T. D., Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2022). Reflexos da Governança Corporativa sobre a *Pay-Performance Sensitivity*: uma nova perspectiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(1), 1-27. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF220088>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2021). *Monitoramento de Desempenho Empresarial*, 1-115. Recuperado de: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24515>
- Iyengar, R. J., & Sundararajan, M. (2021). CEO pay sensitivities in innovative firms. *Benchmarking: An International Journal*, 28(8), 2365-2381. <https://doi.org/10.1108/BIJ-09-2020-0491>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- Jian, M., & Lee, K. W. (2015). CEO compensation and corporate social responsibility. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 46-65. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.004>
- Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*, 40, 27-41. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.11.002>
- Kim, H., Kim, H., & Lee, P. M. (2008). Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments: Evidence from Korean firms. *Organization Science*, 19(3), 404-418. <https://doi.org/10.1287/orsc.1080.0360>
- Kim, S., & Li, Z. F. (2021). Understanding the impact of ESG practices in corporate finance. *Sustainability*, 13(7), 1-15. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- Lei, Q., Lu, R., & Ren, L. (2019). Non-CEO top managers' monitoring power and CEO pay-performance sensitivity in state-owned enterprises: Evidence from Chinese state-owned listed firms. *China Journal of Accounting Research*, 12(4), 411-430. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2019.10.001>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Li, T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability*, 13(21), 1-28. <https://doi.org/10.3390/su132111663>
- Lin, W. L., Ho, J. A., Ng, S. I., & Lee, C. (2020). Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. *Social Responsibility Journal*, 16(7), 957-982. 2020. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2018-0259>

- Monteiro, G. F. A., Miranda, B. V., Rodrigues, V. P., & Saes, M. S. M. (2021). ESG: disentangling the governance pillar. *RAUSP Management Journal*, 56(4), 482-487. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-06-2021-0121>
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. In O. Ashenfelter, D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3, pp. 2485-2563). [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Ouyang, C., Xiong, J., & Fan, L. (2019). Do insiders share pledging affect executive pay-for-performance sensitivity? *International Review of Economics & Finance*, 63, 226-239. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.019>
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- Raithatha, M., & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB Management Review*, 28(3), 160-169. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2016.07.002>
- Rath, C., Kurniasari, F., & Deo, M. (2020). CEO Compensation and Firm Performance: The Role of ESG Transparency. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 4(2), 278-293. <http://dx.doi.org/10.28992/ijsam.v4i2.225>
- Refinitiv Eikon. (2022). *Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv*. Recuperado de: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University press.
- Yang, H. Y., Yao, D., & Qu, X. (2021). How does independent directors' reputation influence pay-for-performance? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 62(1), 959-1007. <https://doi.org/10.1111/acfi.12815>
- Zhou, F., Fan, Y., An, Y., & Zhong, L. (2017). Independent directors, non-controlling directors, and executive pay-for-performance sensitivity: Evidence from Chinese non-state owned enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 55-71. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.02.003>

## Financiamento

Os autores agradecem à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio Grande do Sul (FAPERGS) pelo apoio financeiro na realização desta pesquisa. Artigo relacionado ao Projeto de Pesquisa da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Processo nº 052409, e Termo de Outorga FAPERGS nº 19/2551-0001877-0.