

Efeito da remuneração dos executivos na relação entre environmental, social and governance e desempenho corporativo*

Yvelise Giacomello Piccinin¹, Larissa Degenhart², Jonas Adriel dos Santos Grodt³, Cristiano Sausen Soares⁴ & Luiz Henrique Figueira Marquezan⁵

CLASSIFICAÇÃO JEL
M41, M14, Q56

RECEBIDO

13/08/2023

APROVADO

15/01/2025

PUBLICADO

01/01/2026

SEÇÃO

Responsabilidade social
empresarial e
sustentabilidade

Este trabalho está licenciado sob uma
licença Creative Commons Attribution
Não comercial sem obras derivadas
4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0).

Declaração de conflito de interesses:
Os autores declaram não haver conflitos
de interesse institucionais ou pessoais.

Resumo: A crescente atenção dada às questões de sustentabilidade levou a uma ampliação das discussões na literatura se as divulgações environmental, social, and governance (ESG) realmente contribuem para o desempenho corporativo ou o prejudicam, além de se avaliar quais seriam os possíveis impulsionadores dessa relação. Nesse sentido, a remuneração dos executivos pode atuar como mecanismo de alinhamento na supressão de conflitos de interesses entre agente e principal, e impulsionar atividades sustentáveis e o desempenho das empresas. Assim, a pesquisa objetivou analisar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado de 107 empresas brasileiras. A pesquisa classifica-se como descritiva, quantitativa e documental, com aplicação da técnica de regressão. Entre os principais resultados, destaca-se que as ações ESG impactam positivamente o desempenho das companhias brasileiras analisadas e que maiores investimentos em ações ESG proporcionam maior desempenho corporativo. Os achados confirmaram que a remuneração dos executivos atua como impulsionadora da relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro, medido pelo ROA, e desempenho de mercado, mensurado pelo MTB. Tais resultados, à luz da Teoria da Agência, denotam que os contratos de remuneração estão prevendo, de modo eficaz, convergências entre salário, ESG e desempenho corporativo. Desse modo, a remuneração dos executivos tende a potencializar as ações ESG e alavancar o desempenho das empresas. Esta pesquisa avança na literatura ao explorar os efeitos da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho que são relações incipientes no contexto nacional e internacional. O estudo contribui para organizações, CEOs, stakeholders e conselheiros de administração, ao evidenciar a relevância de uma definição congruente das políticas de remuneração, além da incorporação de atividades ESG para alcançar maiores desempenhos corporativos internos (econômico-financeiro) e externos (mercado). Como limitações, consideram-se o recorte temporal, o contexto emergente brasileiro e as empresas analisadas, fatores que impossibilitam generalizações.

Palavras-chave: Brasil, desempenho corporativo, ESG, environmental, social and governance, remuneração dos executivos.

Citação sugerida: Piccinin, Y. G., Degenhart, L., Grodt, J. A. dos S., Soares, C. S., & Marquezan, L. H. (2026). Efeito da remuneração dos executivos na relação entre environmental, social, and governance e desempenho corporativo. *Innovar*, 36(99). e106678. <https://doi.org/10.15446/innovar.v36n99.106678>

* Este artigo é um dos estudos derivados de uma dissertação de mestrado: <https://repositorio.ufsm.br/handle/1/26977>. O outro artigo derivado dessa dissertação foi publicado no periódico Estudios Gerenciales: https://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/5800

¹ MSc em Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil. Papel da autora: intelectual. yvelisepiccinin@hotmail.com ; <http://orcid.org/0000-0002-3537-1667>

² PhD em Ciências Contábeis e Administração. Professora na Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil. Papel da autora: intelectual. larissa.degenhart@ufsm.br ; <http://orcid.org/0000-0003-0651-8540>

³ MSc em Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil. Papel do autor: intelectual. grodtjonas@gmail.com ; <http://orcid.org/0000-0002-5517-1830>

⁴ PhD em Contabilidade. Professor na Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil. Papel do autor: intelectual. cristiano.soaress@ufsm.br ; <http://orcid.org/0000-0002-6427-8699>

⁵ PhD em Ciências Contábeis. Professor na Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria, Rio Grande do Sul, Brasil. Papel do autor: intelectual. luizmarquezan@gmail.com ; <http://orcid.org/0000-0003-2935-3099>

Efecto de la remuneración de los ejecutivos en la relación entre el medio ambiente, lo social y la gobernanza y el rendimiento corporativo

Resumen: La creciente atención prestada a las cuestiones de sostenibilidad ha dado lugar a un aumento de los debates en la literatura sobre si las divulgaciones ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) realmente contribuyen al rendimiento corporativo o lo perjudican, además de evaluar cuáles serían los posibles impulsores de esta relación. En este sentido, la remuneración de los ejecutivos puede actuar como mecanismo de alineación en la supresión de conflictos de intereses entre el agente y el principal, e impulsar actividades sostenibles y el rendimiento de las empresas. Así, la investigación tuvo como objetivo analizar el efecto moderador de la remuneración de los ejecutivos en la relación entre ESG y el rendimiento económico-financiero y de mercado de 107 empresas brasileñas. La investigación se clasifica como descriptiva, cuantitativa y documental, con la aplicación de la técnica de regresión. Entre los principales resultados, se destaca que las acciones ESG impactan positivamente en el rendimiento de las empresas brasileñas analizadas y que mayores inversiones en acciones ESG proporcionan un mayor rendimiento corporativo. Los hallazgos confirmaron que la remuneración de los ejecutivos actúa como impulsora de la relación entre ESG y el rendimiento económico-financiero, medido por el ROA, y el rendimiento del mercado, medido por el MTB. Estos resultados, a la luz de la Teoría de la Agencia, denotan que los contratos de remuneración están previendo, de manera eficaz, convergencias entre salario, ESG y rendimiento corporativo. De este modo, la remuneración de los ejecutivos tiende a potenciar las acciones ESG y a impulsar el rendimiento de las empresas. Esta investigación avanza en la literatura al explorar los efectos de la remuneración de los ejecutivos en la relación entre ESG y rendimiento, que son relaciones incipientes en el contexto nacional e internacional. El estudio contribuye a las organizaciones, los directores generales, las partes interesadas y los consejeros de administración, al poner de manifiesto la importancia de una definición coherente de las políticas de remuneración, además de la incorporación de actividades ESG para lograr un mayor rendimiento corporativo interno (económico-financiero) y externo (mercado). Como limitaciones, se consideran el corte temporal, el contexto emergente brasileño y las empresas analizadas, factores que imposibilitan las generalizaciones.

Palabras clave: Brasil, rendimiento corporativo, ESG, medioambiental, social y de gobernanza, remuneración de los ejecutivos..

Effect of executive compensation on the relationship between environmental, social, and governance factors and corporate performance

Abstract: The growing attention given to sustainability issues has led to an expansion of discussions in the literature on whether environmental, social, and governance (ESG) disclosures actually contribute to corporate performance or harm it, in addition to assessing what the possible drivers of this relationship might be. In this sense, executive compensation can act as an alignment mechanism in suppressing conflicts of interest between agents and principals, and drive sustainable activities and corporate performance. Thus, the research aimed to analyze the moderating effect of executive compensation on the relationship between ESG and the economic, financial, and market performance of 107 Brazilian companies. The research is classified as descriptive, quantitative, and documentary, with the application of regression techniques. Among the main results, it is noteworthy that ESG actions positively impact the performance of the Brazilian companies analyzed and that greater investments in ESG actions provide greater corporate performance. The findings confirmed that executive compensation acts as a driver of the relationship between ESG and economic-financial performance, measured by ROA, and market performance, measured by MTB. These results, in light of Agency Theory, indicate that compensation contracts are effectively predicting convergences between salary, ESG, and corporate performance. Thus, executive compensation tends to enhance ESG actions and leverage company performance. This research advances the literature by exploring the effects of executive compensation on the relationship between ESG and performance, which are incipient relationships in the national and international context. The study contributes to organizations, CEOs, stakeholders, and board members by highlighting the importance of a consistent definition of compensation policies, in addition to incorporating ESG activities to achieve higher internal (economic-financial) and external (market) corporate performance. Limitations include the time frame, the emerging Brazilian context, and the companies analyzed, factors that make generalizations impossible.

Palavras-chave: Brazil, corporate performance, ESG, environmental, social and governance, executive compensation.

Introdução

Organizações sustentáveis apresentam políticas de governança mais sólidas, menor volatilidade de lucros e acesso a fundos de custo inferior (Li et al., 2018). Investidores recompensam boas ações da companhia (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021), gerando vantagem competitiva e crescimento ao longo dos anos (Pillai & Al-Malawi, 2018). Ademais, fornecedores, consumidores, funcionários, investidores e órgãos governamentais pressionam empresas a desenvolver e implementar práticas de *environmental, social, and governance* (ESG) (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021).



Apesar da atenção constante das partes interessadas, discute-se amplamente na literatura se as divulgações ESG realmente contribuem para o desempenho corporativo ou se, ao contrário, o oneram, além de se investigar quais seriam seus possíveis motivadores (Li et al., 2018). As atividades ESG podem afetar o desempenho corporativo de duas maneiras principais. A primeira envolve o aumento dos fluxos de caixa resultantes das operações da empresa, com impacto visível nos indicadores contábeis, especialmente Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). A segunda ocorre por meio da maximização do valor para o acionista, refletindo diretamente o desempenho de mercado, como evidenciado pelas métricas *Q* de Tobin (*Tobin's Q* - QT) e *Market-to-Book* (MTB) (Gillan et al., 2021).

Os resultados da relação entre ESG e desempenho corporativo foram geralmente positivos (Alareeni & Hamdan, 2020; Azmi et al., 2021; Javeed & Lefen, 2019; Jost et al., 2021; Liang & Renneboog, 2017; Li et al., 2018; Mazzioni et al., 2023; Nollet et al., 2016; Velte, 2020). Por sua vez, há também efeitos negativos (Atan et al., 2018; Bian et al., 2016; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Taufik & William, 2021). Além disso, também foram evidenciados estudos que não apresentaram significância estatística na relação entre ESG e desempenho empresarial (Buallay et al., 2020; Hsu et al., 2022; Nekhli et al., 2017).

O ESG é formado por três pilares, ambiental (E), social (S) e governança (G). Nesse sentido, pode ocorrer uma priorização de um pilar em detrimento de outro, havendo investimentos diferentes em cada dimensão ESG (El Khoury et al., 2023; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Assim, uma análise individual de cada pilar (E, S e G) acarreta uma visão mais precisa dos efeitos agregadores ou redutores do desempenho corporativo (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Quanto ao desempenho corporativo, este pode ser subdividido em dois principais enfoques, um econômico-financeiro, com base na contabilidade, e outro no mercado, que capta perspectivas externas de investidores (Alareeni & Hamdan, 2020).

Em uma empresa, os *chief executive offices* (CEO) têm papel crucial na tomada de decisão. Nesse sentido, a remuneração dos executivos pode exercer influência potencializadora ou mitigadora entre a divulgação ESG e o valor corporativo (Li et al., 2018). Desse modo, espera-se que a remuneração adequada possa atuar como incentivo eficiente para suprimir o conflito de interesses entre CEO e acionistas, funcionando como mecanismo de alinhamento, mitigando custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Em oposição, inadequadas remunerações podem ocasionar comportamentos maléficos dos executivos, bem como a possibilidade de não atuarem como impulsionares de atividades sustentáveis e, por consequência, podem gerar desvalorização da companhia (Bian et al., 2016; Jensen & Meckling, 1976).

Na literatura, há estudos que analisaram o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho corporativo (Bian et al., 2016; Javeed & Lefen, 2019; Li et al., 2018; Velte, 2020). Li et al. (2018) analisaram os efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG e os pilares ambiental e social sobre o desempenho de mercado (QT) e com uma análise adicional, utilizaram o ROA, no contexto de empresas do Reino Unido. Javeed e Lefen (2019) avaliaram os efeitos da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no ROA e ROE, moderado pela remuneração dos executivos no Paquistão. Assim como o estudo de Li et al. (2018), os autores estimaram a partir do cálculo da relação entre remuneração dos executivos sobre a remuneração total dos conselheiros do conselho de administração, como uma espécie de remuneração dos executivos, por meio da métrica de Veprauskaite e Adams (2013), também utilizada na presente pesquisa.

Na Alemanha, Velte (2020) investigou se o ESG e suas dimensões (ambiental, social e governança) impactam o desempenho ROA, além de verificar se ocorre moderação pelo poder dos executivos (métrica que foi calculada por meio de um índice sobre a remuneração de CEOs,

tempo de mandato e porcentagem de ações que o executivo possui da empresa). Bian et al. (2016) avaliaram empresas australianas utilizando os tipos de remuneração como moderadores da relação entre ESG e QT. Para tanto, esta pesquisa se diferencia dos estudos de Bian et al. (2016), Li et al. (2018), Javeed e Lefen (2019) e Velte (2020) por analisar a variável ESG e seus pilares, além de quatro indicadores de desempenho corporativo (ROA, ROE, QT e MTB).

Com base no contexto apresentado, o estudo busca responder à seguinte questão: Qual o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado? Para isso, objetiva analisar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado.

Esta pesquisa justifica-se por analisar a temática ESG, sendo estas atividades reportadas pelas empresas como informações adicionais, que enfocam aspectos não financeiros e diferentes dos reportados pela contabilidade, fornecendo maior compreensão das atividades empresariais. O estudo justifica-se também por auxiliar a literatura ao analisar não só a relação direta entre ESG e desempenho corporativo, que possui resultados diversos (Azmi et al., 2021; Jost et al., 2021; Taufik & William, 2021), mas também ao analisar os pilares ESG, evidenciar as nuances de diferentes tipos de desempenho corporativo, além do efeito moderador da remuneração dos executivos.

O estudo contribui para a literatura ao avaliar o efeito conjunto da variável moderadora (remuneração dos executivos) sobre a relação entre ESG (geral e pilares) e desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e de mercado (QT e MTB), à luz da Teoria da Agência, em empresas brasileiras listadas na B3. Almeja-se que a temática também ofereça base teórica para instigar discussões na academia sobre a relevância das práticas ESG em um país emergente e sobre como tais atividades podem contribuir para a melhoria do desempenho corporativo. Ademais, espera-se contribuir com subsídios à gestão empresarial, à redução de riscos e da assimetria de informações, bem como à sustentabilidade e continuidade organizacional.

Espera-se que as conclusões deste estudo contribuam de forma prática, ao possibilitar que as organizações estabeleçam atividades ESG e políticas remuneratórias congruentes aos interesses dos *stakeholders* e gere um maior desempenho corporativo. Ademais, empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil, denominada Brasil, Bolsa, Balcão (B3) podem utilizar os achados para potencializar as questões voltadas ao ESG, remuneração e desempenho, bem como investidores podem atentar a esses resultados ao optarem pela realização de um investimento em detrimento de outro. Por fim, como contribuição social, este estudo busca reforçar os aspectos positivos que as políticas e estratégias ESG podem ocasionar à sociedade, gestores e organizações que visam melhorar o desempenho financeiro e de mercado.

Este artigo está estruturado em cinco capítulos. Inicialmente, apresentam-se a contextualização e a problematização da pesquisa (introdução). Posteriormente, expõem-se o

marco teórico e a fundamentação das hipóteses. No terceiro capítulo, evidenciam-se os procedimentos metodológicos adotados para o desenvolvimento do estudo. Na sequência, apresentam-se a análise, a interpretação e a discussão dos resultados. Por fim, abordam-se as principais conclusões obtidas a partir da realização do estudo.

Marco teórico e fundamentação das hipóteses

Efeitos do nível de divulgação ESG no desempenho corporativo

As atividades ESG podem impactar o desempenho corporativo de duas maneiras: a primeira consiste no aumento de fluxos de caixa, advindas das atividades operacionais da companhia, cujos reflexos são expressos na contabilidade, mais precisamente no ROA e no ROE. A segunda ocorre pela maximização da utilidade do acionista, tendo reflexos no desempenho de mercado, como, por exemplo, no QT e no MTB (Gillan et al., 2021).

As implicações das divulgações ESG no desempenho corporativo divergem quanto aos efeitos, tendo estudos que revelaram uma relação positiva (Alareeni & Hamdan, 2020; Albuqueque et al., 2019; Casquel Junior et al., 2024; El Khoury et al., 2023; Jost et al., 2021; Liang & Renneboog, 2017; Li et al., 2018; Mazzoni et al., 2023; Pillai & Al-Malawi, 2018). Outros encontraram influências negativas (Atan et al., 2018; Bian et al., 2016; Buallay et al., 2020; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Há pesquisas que também apontam efeitos insignificantes (Hsu et al., 2022; Nekhli et al., 2017; Taufik & William, 2021).

Engajar-se em ações ESG melhora a eficiência operacional, pela redução de desperdícios, uso de matérias-primas sustentáveis, entre outras ações (Jost et al., 2021). Ainda, essas atividades acarretam vantagem competitiva para a empresa, podendo aumentar a aceitação dos investidores e sua reputação, gerando melhores desempenhos futuros (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Além disso, em mercados competitivos, empresas se envolvemativamente em iniciativas ESG para atender às expectativas do mercado (Li et al., 2018).

Empresas que adotam práticas ESG estabelecem uma conduta estratégica de diferenciação e sinalizam que suas organizações têm capacidade de preencher lacunas institucionais e de maior transparência e legitimidade ante as partes interessadas (Takahashi & Yamada, 2021). Ademais, melhores reputações das companhias e *feedbacks* positivos podem criar valor ao melhorar a estratégia empresarial, atraindo melhores talentos profissionais, mais clientes e, assim, aumentando o valor para o acionista (Alareeni & Hamdan, 2020).

Lööf et al. (2022) expressam que o desempenho ESG pode atuar como um mecanismo de filtragem para investidores que possuem aversão ao risco. Empresas com pontuações elevadas de ESG se beneficiam de menores perdas no valor de ações e menor volatilidade em períodos

de crise quando comparadas às contrapartes. Isso se deve, provavelmente, à maior fidelização de clientes (Taufik & William, 2021) e à resiliência de investidores que investem em empresas mais sustentáveis, tendo objetivos altruístas que vão além de lucros (Albuquerque et al., 2020). Os resultados negativos e insignificantes, possivelmente, dizem respeito ao fato de que atividades ESG levam a custos maiores, além de mercado de produtos e retornos de ações insignificantes. Logo, esses custos mais altos podem neutralizar os benefícios provocados pelas atividades ESG, o que resulta em nenhuma ou em uma incipiente mudança nas finanças empresariais (Lin et al., 2020).

A compreensão de se atividades de pilares específicos agregam valor ou oneram recursos de forma imprudente acrescenta relevância às decisões gerenciais sobre esse relatório voluntário (Azmi et al., 2021). Tendo em vista que as pontuações ESG são determinadas por diversos fatores e que cada pilar pode gerar impactos diferentes no desempenho corporativo (Alareeni & Hamdan, 2020), torna-se pertinente analisar individualmente os pilares ESG e seus efeitos no desempenho econômico-financeiro e de mercado. Diante disso, a primeira e a segunda hipóteses deste estudo consistem em:

H_1 – Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG – ambiental (H_{1a}), social (H_{1b}) e governança (H_{1c}) – e o desempenho econômico-financeiro.

H_2 – Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG – ambiental (H_{2a}), social (H_{2b}) e governança (H_{2c}) – e o desempenho de mercado.

Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho corporativo

A Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) postula que os conflitos de agência surgem quando ocorrem incongruências entre agente (acionistas) e principal (executivos), ocasionando custos. A remuneração do executivo pode funcionar como um mecanismo de incentivo que busca alinhar seus interesses e os dos acionistas (Beuren et al., 2020). Li et al. (2018) corroboram ao expressar que, muitas vezes, às custas da empresa, os executivos buscarão se promover e construir uma reputação maior pela atenção da mídia.

Nesse contexto, a governança corporativa tem o papel de resolução dos problemas de agência que surgem, além de estabelecer estratégias, padrões e medidas para controlar e direcionar a organização e os executivos em busca de um ambiente de maior confiança e transparência, bem como buscar atender aos interesses das partes interessadas, por meio de uma conduta mais ética, social e ambientalmente responsável da companhia (Javeed & Lefen, 2019).

Velte (2020) aborda que se remunerações baseadas em incentivos forem implementadas, assim como salários atrativos, estas farão com que os CEOs tendam a usar sua influência para atender aos interesses de *stakeholders* e acionistas, além de investirem em projetos ESG que busquem beneficiar o desempenho corporativo. Assim, a remuneração será capaz de suprimir o conflito de interesses entre CEO e acionistas, funcionando como um incentivo de alinhamento (Jensen & Meckling, 1976). Pela influência e pelo poder, como também por ser o principal cargo dentro da estrutura de governança corporativa, o CEO acaba por impactar no modo como as atividades ESG são reportadas nos relatórios não financeiros, o que agrega qualidade e, consequentemente, valor à empresa (Javeed & Lefen, 2019; Li et al., 2018).

A qualidade do *disclosure* expressará a capacidade de entendimento do ambiente competitivo pelo executivo, a demonstração de possíveis resultados futuros e a sinalização do quanto capaz é um CEO para gerar aumento de valor organizacional (Javeed & Lefen, 2019). Contudo, o excessivo poder do executivo (incentivos inapropriados e fraquezas de governança) pode gerar comportamentos que manipulem a política de *disclosure*, ou seja, transparência gerenciada de informações (Bian et al., 2016). Se tal argumento for pertinente, há um enfraquecimento da relação entre divulgações ESG e desempenho corporativo (Li et al., 2018).

O papel do executivo pode ser crucial para a implementação de estratégias ESG bem-sucedidas (Velte, 2020). Se o CEO se comportar conforme o esperado pelas partes interessadas (eficácia do sistema remuneratório), este terá motivação para alcançar metas sustentáveis, aumentar a reputação e o valor da empresa para acionistas, dirimindo conflitos de agência (Javeed & Lefen, 2019). Em oposição, incentivos inadequados e poder elevado podem ocasionar oportunismo, busca de benefícios privados e divergências das demandas dos *stakeholders* (Bian et al., 2016; Velte, 2020).

Li et al. (2018) analisaram os efeitos do ESG (e os pilares ambiental e social) no desempenho corporativo (ROA e QT) e buscaram analisar se a remuneração do CEO exerce impactos na relação entre ESG e desempenho de empresas do Reino Unido. Os resultados demonstraram que maiores divulgações ESG, conjugadas com maiores remunerações dos executivos, promovem maior confiança das partes interessadas, aumentando o desempenho. Essa evidência se demonstra robusta para as medidas: ESG, pilar ambiental e pilar social.

Outro estudo realizado por Javeed e Lefen (2019) buscou analisar no contexto do Paquistão os efeitos do ESG no ROA e no ROE, moderado pela remuneração dos executivos. Assim como o estudo de Li et al. (2018), os resultados indicaram que os efeitos positivos do ESG no desempenho econômico-financeiro são mais pronunciados com o aumento da remuneração dos executivos. Na Alemanha, Velte (2020) analisou se o ESG e suas dimensões impactam o ROA, além de verificar se ocorre moderação da remuneração dos executivos, calculada por diversas métricas além do salário, como tempo de mandato e porcentagem de ações que o executivo tem da empresa. Os resultados demonstraram que houve um impacto positivo do ESG e dos seus

pilares no desempenho, sendo os efeitos positivos mais pronunciados em organizações com alta remuneração dos executivos.

De maneira similar, Bian et al. (2016) avaliaram empresas da Austrália, e os resultados indicaram que o engajamento em ESG tem um efeito positivo no QT e que a remuneração diminui o desempenho de mercado, apoiando a hipótese de entrincheiramento do CEO, ou seja, os incentivos embutidos na remuneração do CEO não são eficazes como uma ferramenta de gestão para impulsionar atividades sustentáveis e a valorização da companhia no mercado diante das atividades ESG.

Uma possível explicação para os efeitos positivos das práticas ESG está no papel central do CEO na governança corporativa, que pode influenciar a divulgação de informações sobre ESG e o valor da empresa (Javeed & Lefen, 2019; Velte, 2020). O controle das operações pelos executivos pode ser essencial para melhorar a compreensão da relação entre ESG e desempenho corporativo, especialmente quando se considera o impacto da remuneração do CEO (Li et al., 2018). A forte influência do CEO na equipe de alta administração afeta diretamente as atividades ESG e o desempenho da empresa, sendo que um executivo alinhado às expectativas das partes interessadas e a um sistema de remuneração eficaz tende a buscar metas sustentáveis, aumentar a reputação e o valor para os acionistas, reduzindo, assim, os conflitos de agência (Javeed & Lefen, 2019; Jensen & Meckling, 1976).

Em contrapartida, incentivos inadequados e excesso de poder podem levar ao oportunismo, busca de benefícios privados e divergência das demandas dos *stakeholders* (Bian et al., 2016; Jensen & Meckling, 1976; Velte, 2020). A amplitude do ESG, conforme preceitos de Han et al. (2016), pode ser a responsável pelos efeitos mistos (positivos, negativos e insignificantes) que ocorrem nas relações analisadas em estudos anteriores. Desse modo, considerar os efeitos dos três pilares individuais (ambiental, social e governança) se torna pertinente. Portanto, presume-se o papel da remuneração total dos executivos como impulsionador das influências da divulgação ESG no desempenho corporativo, sendo propostas a terceira e a quarta hipóteses:

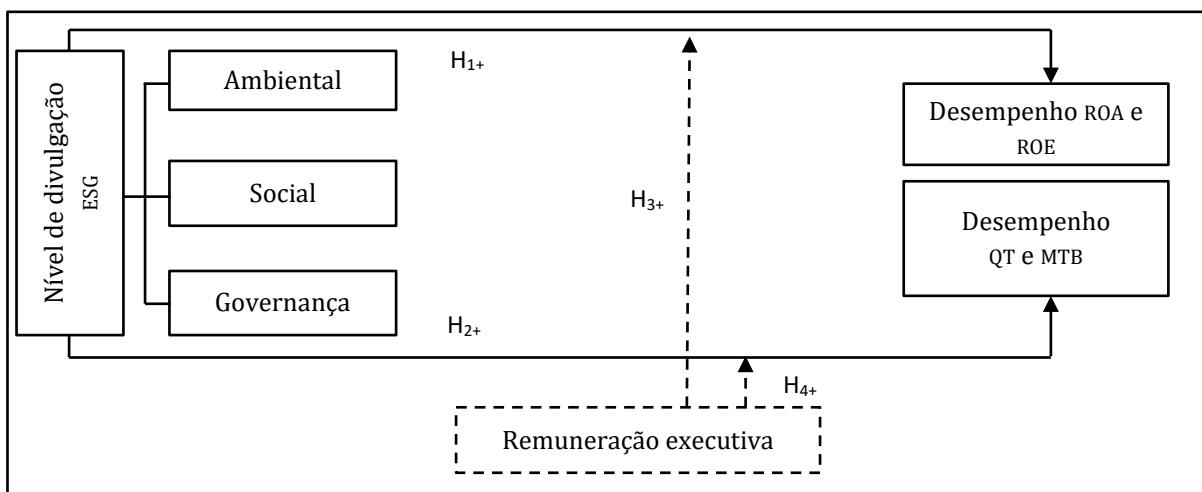
H_3 – A remuneração dos executivos tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG – ambiental (H_{3a}), social (H_{3b}) e governança (H_{3c}) – e o desempenho econômico-financeiro.

H_4 – A remuneração dos executivos tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG – ambiental (H_{4a}), social (H_{4b}) e governança (H_{4c}) – e o desempenho de mercado.

Na Figura 1, apresenta-se o modelo teórico do estudo, que sintetiza as relações propostas. As hipóteses H_1 e H_2 visam identificar se o ESG e seus pilares contribuem para o aumento do desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e do desempenho de mercado (QT

e MTB). As hipóteses H_3 e H_4 abordam o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho corporativo, em que se espera que a remuneração atue como mecanismo de incentivo adequado para alinhar os interesses do principal e do agente, e para que CEOs busquem ideais sustentáveis que contribuam para o desempenho da empresa.

Figura 1. Modelo teórico de análise e visão geral das hipóteses de pesquisa



Fonte: elaboração própria

Procedimentos metodológicos

A pesquisa classifica-se como descritiva, quantitativa e documental. Tem como objetivo analisar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2016 a 2021. A análise desse lapso temporal vai ao encontro de estudos anteriores que utilizaram intervalo similar (Atan et al., 2018; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Nollet et al., 2016; Velte, 2020).

Os dados foram coletados nos Formulários de Referência e Cadastral na B3, além de dados da base Economática® e Refinitiv Eikon®. Esta pesquisa utiliza uma amostra que passou por algumas delimitações. Primeiro, delimitou-se na amostra somente as empresas que tinham informações ESG. Devido à escassez de dados ESG e para aumentar a amostra, utilizou-se uma amostra desbalanceada (Li et al., 2018; Lin et al., 2020). Além disso, excluíram-se companhias financeiras, as entidades que tinham patrimônio líquido negativo e as empresas com dados incompletos no período analisado, conforme realizado por Beuren et al. (2020).

A Tabela 1 evidencia a amostra com a quantidade de empresas analisadas em cada ano.

Tabela 1. Amostra da pesquisa

Ano	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total de empresas	66	66	73	75	96	107

Fonte: elaboração própria

A Tabela 2 evidencia o constructo da pesquisa, com a operacionalização das variáveis.

Tabela 2. Constructo da pesquisa

Constructo	Variável	Operacionalização	Base	Autores
Variáveis dependentes				
Desempenho econômico-financeiro	ROA	Lucro líquido Ativo total		Alareeni e Hamdan (2020); Casquel Junior et al. (2024); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); El Khoury et al. (2023)
Desempenho corporativo	ROE	Lucro líquido PL	Económatica®	Alareeni e Hamdan (2020); Casquel Junior et al. (2024); Javeed e Lefen (2019); Taufik e William (2021)
Desempenho de mercado	QT	Valor de mercado Ativo total		Alareeni e Hamdan (2020); Casquel Junior et al. (2024); Hsu et al. (2022); Li et al. (2018); Mohammad e Wasiuzzmann (2021)
	MTB	(VA x QA) PL		Casquel Junior et al. (2024); Chen et al. (2018); Ham et al. (2016)
Variáveis independentes				
ESG	Desempenho ESG*	Desempenho geral da empresa com base nas informações autorrelatadas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa.	Refinitiv Eikon®	Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Li et al. (2018); Velte (2020)
	Ambiental (AMB)	Refere-se ao desempenho ambiental da empresa quanto ao uso de recursos, emissões e inovação para questões ambientais.		Alareeni e Hamdan (2020); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Li et al. (2018); Velte (2020)

Constructo	Variável	Operacionalização	Base	Autores
	Social (soc)	Refere-se ao desempenho social da empresa quanto aos direitos humanos, à força de trabalho, à comunidade e responsabilidade pelo produto.		Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Li et al. (2018); Velte (2020).
	Governança (gov)	Refere-se ao desempenho de governança quanto à gestão, aos acionistas e pela estratégia de rsc adotada.		Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Li et al. (2018)
Variável independente moderadora				
Remuneração CEO (REMCEO)		Remuneração anual do executivo dividida pela remuneração anual total de todos os conselheiros do CA.	Item 13.2 do FR.	Bian et al. (2016); Javeed e Lefen (2019); Li et al. (2018); Velte (2020); Veprauskaite e Adams (2013)
Variáveis Independentes de Controle				
	Tamanho do Conselho (TAMCA)	Logaritmo natural do número total de membros do CA.	Item 13.2 do FR	Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Velte (2020)
Governança corporativa	Independência do CA (INDCA)	Proporção de membros do CA considerados independentes.	Item 12.6/8 do FR	Mohammad e Wasiuzzmann (2021); Velte (2020)
	Comitê de remuneração (CREM)	Presença de Crem no CA (variável dicotômica: 1 se a empresa possui; 0 caso contrário).	Item 12.1 do FR	Kanapathippillai et al. (2019)
Específicas da empresa	Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da empresa.		Javeed e Lefen (2019); Li et al. (2018)
	Alavancagem financeira (AF)	Passivo total Ativo total	Económatica*	Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Li et al. (2018)
Efeitos Fixos	Setor (EF SETOR)	Setor de atividade da empresa, segundo a classificação da Económatica*.		Mohammad e Wasiuzzmann (2021).
	Ano (EF ANO)	Ano da observação: 2016 a 2021 (variável dicotômica)	-	-

Fonte: elaboração própria

Nota: FR = Formulário de Referência; VA= valor da ação; QA = quantidade de ações; PL = patrimônio líquido; CA = conselho de administração; EF = Efeitos fixos.

*As pontuações ESG da Refinitiv Eikon® são baseadas em mais de 450 variáveis de dados divulgados publicamente, das quais um subconjunto de 186, consideradas as mais comparáveis e relevantes por setor, é utilizado no processo

de avaliação e pontuação das empresas. Essas variáveis estão organizadas em 10 categorias, que constituem os três pilares e a pontuação ESG geral. Entre as dimensões, a que possui maior peso na composição do ESG geral é a social, seguida pelas dimensões ambiental e de governança (Refinitiv Eikon, 2022).

Foram desenvolvidos procedimentos preliminares, para, na sequência, operacionalizar os modelos de regressão. Esses procedimentos iniciais compreenderam: 1) *winsorização* das variáveis (1%); 2) estatística descritiva; e 3) matriz de correlação. A partir das equações propostas, por meio do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), com erros-padrão robustos e controle de setor e ano, procedeu-se à regressão. Ressalta-se que cada equação se subdividiu em quatro tipos de desempenho corporativo testados (ROA, ROE, QT e MTB) e o β_1 foi substituído pelos aspectos individuais do ESG (ambiental, social e governança).

Equação 1 – Efeitos do ESG e pilares no desempenho corporativo:

$$\begin{aligned} \text{Desempenho corporativo} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{TAMCA} + \beta_3 \text{INDCA} + \beta_4 \text{CREM} \\ & + \beta_5 \text{TAM} + \beta_6 \text{AF} + \text{EF Setor} + \text{EF Ano} + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{Equação 1})$$

Equação 2 – Efeitos da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho corporativo:

$$\begin{aligned} \text{Desempenho corporativo} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{REMCEO} + \beta_3 \text{ESG*REMCEO} + \beta_4 \\ & \text{TAMCA} + \beta_5 \text{INDCA} + \beta_6 \text{CREM} + \beta_7 \text{TAM} + \beta_8 \text{AF} + \text{EF Setor} + \text{EF Ano} + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{Equação 2})$$

Na segunda equação, foi incluída a variável REMCEO e um termo de interação adicional da remuneração dos executivos atrelada a um nível de divulgação ESG, com vistas a verificar o efeito moderador da remuneração executiva na relação entre ESG e desempenho corporativo.

Apresentação e análise dos resultados

Na Tabela 3, demonstra-se a estatística descritiva das variáveis analisadas.

Tabela 3. Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

Variáveis	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
ROA	483	0,0457	0,04525	-0,031	0,150
ROE	483	0,1386	0,14779	-0,105	0,519
QT	483	0,8841	0,70382	0,173	2,63
MTB	483	2,0547	1,31564	0,633	5,255
ESG	483	0,4948	0,20567	10,46	80,48
AMB	483	0,4539	0,26836	0,0107	85,18

Variáveis	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
SOC	483	0,5199	0,23366	5,76	86,48
GOV	483	0,5040	0,21357	13,04	83,70
REMCEO	483	8,66	8,815	0,983	35,39
TAMCA	483	8,96	2,585	5	15
INDCA	483	0,386	0,207	0	76,921
TAM	483	7,263	0,452	6,45	8,06
AF	483	0,618	0,16681	0,313	0,902

Fonte: elaboração própria

Na Tabela 3, quanto às variáveis dependentes, o ROA apresenta a menor dispersão da amostra (desvio-padrão: 0,04525). Logo, no Brasil, as empresas estão apresentando retornos semelhantes sobre os ativos totais. Tanto no QT como no MTB, percebe-se, pela média, que o mercado reconhece que o valor registrado pela contabilidade é inferior ao que a empresa vale. Em relação ao ESG (geral e pilares), o pilar “social” apresenta a maior média (51,99), o que revela um maior engajamento das empresas com ele. O menor envolvimento encontra-se no *score* ambiental, que possui a menor média (45,39) e mínimo (0,0107).

A variável independente REMCEO variou de 0,983 a 35,39, o que revela que existem CEOs que recebem valores um pouco inferiores aos dos conselheiros e existem executivos que ganham mais de 35 vezes o valor dos conselheiros de administração. Essa discrepância faz com que o desvio-padrão (8,81478) expresse uma amostra mais dispersa, pois as políticas remuneratórias das empresas analisadas são diferenciadas. Por fim, percebe-se que, em média, os executivos ganham 8,66 vezes mais que o total pago aos membros do Conselho de Administração, revelando um certo poder do executivo ante as decisões estratégicas da companhia (Velte, 2020).

Após a realização da estatística descritiva, procedeu-se à análise de correlação, a fim de se verificar possíveis problemas de multicolineariedade entre as variáveis analisadas. Os resultados demonstraram que não há problemas de multicolineariedade entre as variáveis da pesquisa, pois as correlações não foram superiores a 0,70 (Hair et al., 2009). Tais resultados se excetuam para as variáveis ESG, AMB, SOC e GOV, pois apresentaram correlação acima de 0,70. Tal ocorrido deve-se ao fato de que as variáveis AMB, SOC e GOV compõem o *score* geral (ESG). Para resolver esse impasse, as variáveis independentes ESG, AMB, SOC e GOV foram operacionalizadas de forma individual, conforme o estudo de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).

Quanto aos resultados da regressão, os valores do teste de fator de inflação de variância (*Variance Inflation Factor* – VIF) encontram-se dentro dos parâmetros sugeridos na literatura, visto que o VIF é inferior a cinco em todas as variáveis independentes do modelo (Fávero et al., 2009). Além disso, os quatro modelos foram significantes (ANOVA) e o teste de Durbin-Watson

está de acordo com os preceitos esperados. Os efeitos do ESG e seus pilares no ROA e no ROE estão expostos na Tabela 4.

Tabela 4. Resultados da relação entre ESG e desempenho (ROA e ROE)

ROA								
VARIÁVEIS	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
ESG	0,037	0,001*						
AMB			0,035	0,000*				
SOC					0,023		0,028**	
GOV							0,023	0,050**
TAMCA	0,000	0,71	0,000	0,788	0,001		0,541	0,001
INDCA	0,018	0,12	0,023	0,042**	0,021		0,073** *	0,014
TAM	-0,013	0,04**	-0,015	0,024**	-0,011		0,09***	-0,009
AF	-0,105	0,000*	-0,106	0,000*	-0,105		0,000*	-0,104
CREM	0,001	0,841	0,001	0,886	0,001		0,895	0,002
CONSTANTE	0,165	0,000*	0,175	0,000*	0,150		0,001*	0,135
R ²	21,20%		21,75%		20,52%		20,50%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF MÉDIO	≤ 1,66		≤ 1,66		≤ 1,65		≤ 1,64	
DURBIN-WATSON	1,372		1,374		1,362		1,361	
EF SETOR E ANO	SIM		SIM		SIM		SIM	
ROE								
VARIÁVEIS	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
ESG	0,137	0,009*						
AMB			0,147	0,001*				
SOC					0,1054	0,018**		
GOV							0,000	0,995
TAMCA	-0,001	0,845	-0,001	0,691	0,000	0,926	0,002	0,654
INDCA	0,057	0,225	0,076	0,098** *	0,065	0,166	0,076	0,113
TAM	-0,040	0,111	-0,048	0,049**	-0,035	0,152	-0,016	0,481
AF	0,266	0,003*	0,264	0,003*	0,267	0,004*	0,276	0,003*
CREM	0,023	0,372	0,022	0,404	0,021	0,421	0,025	0,332

CONSTANTE	0,126	0,506	0,192	0,307	0,095	0,609	-0,016	0,925
R ²	11,56%		12,41%		11,37%		10,59%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF MÉDIO	≤ 1,66		≤ 1,66		≤ 1,65		≤ 1,64	
DURBIN-WATSON	1,669		1,681		1,667		1,668	
EF SETOR E ANO	SIM		SIM		SIM		SIM	

*significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%.

Fonte: elaboração própria

Os resultados da Tabela 4 indicaram uma relação positiva e significativa a 1% das variáveis ESG e AMB no desempenho financeiro (ROA) e uma relação positiva e significativa a 5% das variáveis SOC e GOV no ROA. Esses resultados confirmam a premissa de que companhias que desenvolvem ações sustentáveis melhoram o seu desempenho ROA. Os resultados positivos entre ESG e ROA corroboram os achados de Alareeni e Hamdan (2020), Albuquerque et al. (2020), Azmi et al. (2021), Casquel Junior et al. (2024), El Khoury et al. (2023), Javeed e Lefen (2019), Li et al. (2018), Liang e Renneboog (2017), Nollet et al. (2016) e Velte (2020). Por sua vez, diferem-se dos encontrados por Buallay et al. (2020), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) e Taufik e William (2021).

A Tabela 4 ainda demonstra que as variáveis ESG (a 1%), AMB (a 1%) e SOC (a 5%) afetam positivamente o ROE. Entretanto, a variável GOV não exerce influência sobre este. Corrobora-se o esperado pela literatura, em que empresas que possuem maiores práticas ESG geram um aumento financeiro (ROE). Os resultados positivos corroboram os achados de Alareeni e Hamdan (2020), Casquel Junior et al. (2024) e Javeed e Lefen (2019). Além disso, opõem-se aos encontrados por Atan et al. (2018), Buallay et al. (2020), Ham et al. (2016) e Taufik e William (2021).

A Tabela 5 evidencia os resultados da relação entre ESG e seus pilares e o desempenho de mercado (QT e MTB).

Tabela 5. Resultados da relação entre ESG e desempenho (QT e MTB)

VARIÁVEIS	QT							
	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
ESG	0,345	0,071***						
AMB			0,344	0,025**				
SOC					0,289	0,062***		
GOV							0,030	0,862
TAMCA	0,034	0,009*	0,033	0,012**	0,034	0,008*	0,040	0,002*

INDCA	0,126	0,391	0,173	0,256	0,144	0,335	0,163	0,307
TAM	-0,249	0,006*	-0,264	0,003*	-0,242	0,006*	-0,192	0,030**
AF	-0,938	0,000*	-0,941	0,000*	-0,937	0,000*	-0,915	0,000*
CREM	0,088	0,251	0,085	0,267	0,082	0,290	0,093	0,222
CONSTANTE	2,517	0,000*	2,647	0,000*	2,466	0,000*	2,171	0,000*
R ²	33,67%		34,00%		33,65%		33,15%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF MÉDIO	≤ 1,66		≤ 1,66		≤ 1,65		≤ 1,64	
DURBIN-WATSON	0,892		0,894		0,896		0,892	
EF SETOR E ANO	SIM		SIM		SIM		SIM	
MTB								
VARIÁVEIS	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
ESG	0,776	0,015**						
AMB			0,736	0,005*				
SOC					0,730	0,007*		
GOV							0,078	0,801
TAMCA	0,002	0,911	0,000	0,997	0,002	0,919	0,015	0,462
INDCA	-0,152	0,591	-0,046	0,871	-0,120	0,674	-0,073	0,813
TAM	-0,026	0,861	-0,053	0,722	-0,025	0,865	0,102	0,496
AF	1,087	0,001*	1,083	0,001*	1,084	0,001*	1,138	0,001*
CREM	0,234	0,094***	0,227	0,105	0,217	0,124	0,246	0,083
CONSTANTE	0,965	0,317	1,202	0,215	0,933	0,325	0,189	0,843
R ²	20,52%		20,93%		20,70%		19,63%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF MÉDIO	≤ 1,66		≤ 1,66		≤ 1,65		≤ 1,64	
DURBIN-WATSON	1,101		1,103		1,102		1,091	
EF SETOR E ANO	SIM		SIM		SIM		SIM	

*significância a nível de 1%; ** 5%; *** 10%.

Fonte: elaboração própria

Analizando-se a Tabela 5, denota-se que as variáveis AMB (a 5%), ESG e SOC (a 10%) impactam de forma positiva o desempenho de mercado medido pelo QT, enquanto no pilar Gov não se verificou significância estatística. Tais resultados denotam que companhias que desenvolvem ações ESG, com enfoque principal em ações ambientais e sociais, impulsionam o valor de cotação das ações e o desempenho de mercado (QT). Logo, quanto mais robustas as políticas ESG, ambientais e sociais, melhor será a percepção de acionistas no valor das ações negociadas no mercado.

Esses resultados convergem os efeitos positivos encontrados por pesquisas (Alareeni & Hamdan, 2020; Albuquerque et al., 2020; Jost et al., 2021; Li et al., 2018; Liang & Renneboog, 2017; Pillai & Al-Malkawi, 2018). No entanto, divergem de outros estudos (Atan et al., 2018; Bian et al., 2016; Buallay et al., 2020; Casquel Junior et al., 2024; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Hsu et al., 2022; Nekhli et al., 2017; Taufik & William, 2021).

Na Tabela 5, verifica-se a obtenção de significância estatística e positiva entre ESG (a 5%), AMB, SOC (a 1%) e o MTB, o que acaba por expressar e reforçar (assim como na Tabela 4) que o desenvolvimento de atividades ambientais, sociais e ESG é impulsionador do desempenho corporativo, mais especificamente, nesse caso, na obtenção de recursos mercadológicos, que aumentam o MTB. Os achados positivos reforçam os evidenciados por Jost et al. (2021) e contrariam os efeitos negativos obtidos por Ham et al. (2016).

Entre as atividades ESG, a ênfase nos pilares "ambiental" e "social" sinaliza maior compromisso e potencial de criação de riqueza para os acionistas. Além disso, os efeitos positivos da variável AMB estão em consonância aos achados de Chen et al. (2018), Mazzioni et al. (2023). Contudo, divergem dos encontrados por Casquel Junior et al. (2024) e Ham et al. (2016), para o pilar ambiental e social.

Os resultados dos efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6. Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho (ROA e ROE)

VARIÁVEIS	ROA							
	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
REMCEO	-0,001	0,059** *	-0,001	0,038**	-0,001	0,074** *	0,000	0,262
ESGREM	0,001	0,002*						
AMBREM			0,001	0,004*				
SOCREM					0,001	0,005*		
GOVREM							0,000	0,014**
TAMCA	0,001	0,366	0,001	0,431	0,001	0,355	0,001	0,326
INDCA	0,021	0,072** *	0,022	0,06***	0,022	0,060** *	0,021	0,085** *
TAM	-0,007	0,265	-0,007	0,230	-0,007	0,253	-0,006	0,332
AF	-0,104	0,000*	-0,104	0,000*	-0,105	0,000*	-0,103	0,000*
CREM	0,001	0,907	0,001	0,901	0,000	0,969	0,001	0,868
CONSTANTE	0,128	0,002*	0,133	0,002*	0,129	0,002*	0,120	0,004*
R ²	21,25%		21,51%		21,26%		20,99%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	

VIF MÉDIO	≤ 1,79	≤ 1,83	≤ 1,80	≤ 1,69
DURBIN-WATSON	1,382	1,391	1,384	1,367
EF SETOR E ANO	SIM	SIM	SIM	SIM
ROE				
VARIÁVEIS	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)	PAINEL C (SOC)
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
REMCEO	-0,001	0,707	-0,001	0,724
ESGREM	0,001	0,430		
AMBREM		0,002	0,533	
SOCREM			0,002	0,281
GOVREM				0,001 0,544
TAMCA	0,001	0,676	0,001	0,707 0,001 0,673 0,002 0,649
INDCA	0,069	0,127	0,070	0,117 0,071 0,115 0,068 0,138
TAM	-0,020	0,349	-0,020	0,343 -0,021 0,328 -0,018 0,381
AF	0,248	0,001*	0,248	0,001* 0,245 0,001* 0,249 0,001*
CREM	0,017	0,448	0,017	0,445 0,016 0,475 0,017 0,434
CONSTANTE	0,023	0,879	0,027	0,861 0,030 0,844 0,011 0,944
R ²	11,85%		11,86%	11,89% 11,80%
ANOVA	0,0000*		0,0000*	0,0000* 0,0000*
VIF MÉDIO	≤ 1,79		≤ 1,83	≤ 1,80 1,69
DURBIN-WATSON	1,542		1,543	1,545 1,539
EF SETOR E ANO	SIM		SIM	SIM

*significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%.

Fonte: elaboração própria

Os resultados revelam que o aumento da remuneração executiva (REMCEO) em relação ao total dos pagamentos efetuados aos membros do Conselho de Administração impacta negativamente o ROA nos modelos A, B e C (ESG, AMB e SOC). Entretanto, ao se avaliar os efeitos moderadores da remuneração nas relações entre ESG, AMB, SOC e GOV com o ROA, percebem-se efeitos positivos e significantes a 1% e a 5%. Tal fato expressa que a remuneração elevada pode impulsionar comportamentos proativos a investimentos em sustentabilidade, no meio ambiente, na sociedade e na implementação de políticas de governança corporativa adequadas. Nesse âmbito, a remuneração do CEO funciona como um mecanismo de incentivo para o alinhamento dos interesses com os acionistas (Beuren et al., 2020).

Os resultados obtidos corroboram os achados de Li et al. (2018) para a moderação da REMCEO na relação entre ESG, AMB e SOC no desempenho ROA. Esses achados também estão em conformidade aos obtidos por Javeed e Lefen (2019), em que os efeitos positivos do ESG no

desempenho ROA são mais pronunciados com o aumento da REMCEO e dos obtidos por Velte (2020), que analisou o ESG e seus pilares no ROA, moderado pelo aumento dos poderes remuneratórios dos CEOs.

Ao contrário dos efeitos moderadores positivos da remuneração dos executivos na relação entre ESG e ROA, a Tabela 6 demonstra que em nenhum dos modelos analisados a remuneração dos executivos impacta o ROE e não apresenta efeitos moderadores na relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o ROE. Assim, pode-se afirmar que a remuneração dos executivos não apresenta características suficientes e capazes de influenciar a aplicação de recursos em atividades sustentáveis e ESG e potencializar o ROE.

Nesse sentido, provavelmente estão ocorrendo incentivos inadequados e poder elevado aos CEOs que podem estar ocasionando oportunismo, busca de benefícios pessoais e divergências dos anseios dos *stakeholders* (Bian et al., 2016; Velte, 2020), contrariando os pressupostos da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Na Tabela 7, apresentam-se os resultados dos efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG e seus pilares e o desempenho de mercado (QT e MTB).

Tabela 7. Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho (QT e MTB)

VARIÁVEIS	QT							
	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.
REMCEO	0,009	0,210	0,009	0,285	0,005	0,407	0,010	0,071***
ESGREM	-0,002	0,801						
AMBREM			-0,002	0,823				
SOCREM					0,004	0,511		
GOVREM							-0,005	0,382
TAMCA	0,045	0,001*	0,045	0,001*	0,044	0,001*	0,045	0,001*
INDCA	0,253	0,112	0,251	0,114	0,253	0,109	0,269	0,094***
TAM	-0,231	0,010*	-0,230	0,010*	-0,241	0,007*	-0,228	0,010*
AF	-0,914	0,000*	-0,914	0,000*	-0,919	0,000*	-0,925	0,000*
CREM	0,077	0,280	0,077	0,280	0,074	0,305	0,076	0,284
CONSTANTE	2,289	0,000*	2,282	0,000*	2,375	0,000*	2,269	0,000*
R ²	35,18%		35,18%		35,21%		35,33%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF MÉDIO	≤ 1,79		≤ 1,83		≤ 1,80		≤ 1,69	
DURBIN- WATSON	0,832		0,833		0,834		0,839	
EF SETOR E ANO	SIM		SIM		SIM		SIM	
MTB								
VARIÁVEIS	PAINEL A (ESG)		PAINEL B (AMB)		PAINEL C (SOC)		PAINEL D (GOV)	
	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.	COEFIC.	SIG.

REMCEO	-0,011	0,188	-0,016	0,086***	-0,015	0,067***	-0,004	0,589
ESGREM	0,016	0,152						
AMBREM			0,023	0,080***				
SOCREM					0,024	0,008*		
GOVREM							0,004	0,695
TAMCA	0,014	0,484	0,012	0,555	0,014	0,485	0,016	0,445
INDCA	-0,079	0,791	-0,062	0,834	-0,058	0,846	-0,083	0,783
TAM	0,084	0,581	0,071	0,639	0,069	0,649	0,105	0,488
AF	0,194	0,001*	1,196	0,001*	1,163	0,001*	1,200	0,001*
CREM	0,242	0,106	0,242	0,085	0,230	0,104	0,246	0,102
CONSTANTE	0,357	0,714	0,474	0,627	0,471	0,629	0,182	0,851
R ²	19,95%		20,16%		20,15%		19,74%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF MÉDIO	≤ 1,79		≤ 1,83		≤ 1,80		≤ 1,69	
DURBIN- WATSON	1,082		1,081		1,082		1,086	
EF SETOR E ANO	SIM		SIM		SIM		SIM	

*significância a nível de 1%; ** 5%; *** 10%.

Fonte: elaboração própria

Assim como na Tabela 6, com o desempenho ROE, a partir dos resultados evidenciados na Tabela 7, também se denota que não houve significância estatística dos efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG (geral e pilares) sobre o QT, variável de desempenho de mercado. Com base nesse resultado, pode-se concluir que as políticas salariais dos CEOs não estão sendo capazes de convergir o comportamento do agente aos interesses do principal, contrariando os pressupostos da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Desse modo, para que o agente passe a buscar objetivos ESG, os contratos de remuneração devem prever convergências entre essas duas políticas e os interesses dos acionistas e do mercado (Derchi et al., 2021).

Os resultados da Tabela 7 demonstram que as políticas remuneratórias geram perdas no desempenho de mercado, medido pelo MTB, nos painéis A (AMB) e B (soc), e apresentam uma relação negativa e significativa a 10%. Os efeitos sofrem inversão de sinal quando a remuneração dos executivos (REMCEO) passa a moderar a relação, visto que foram constatados efeitos positivos e significativos a 10% da REMCEO na relação entre AMB e MTB e a 1% entre SOC e MTB. Esses resultados sugerem que altos níveis de remuneração dos executivos em relação ao valor pago aos conselheiros de administração nas empresas analisadas possibilitam que CEOs tomem decisões que priorizem questões ambientais e sociais, convergindo aos interesses de *stakeholders* e acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

A remuneração, nesses casos, provavelmente está alinhada a incentivos e a um salário atrativo, capaz de fazer o executivo usar de sua influência para promover investimentos em

projetos ESG, em especial, aos ambientais e sociais, que beneficiam o desempenho corporativo ante acionistas e investidores. Esses achados se opõem aos obtidos por Bian et al. (2016), que verificaram que a moderação da remuneração dos executivos acaba por prejudicar o desempenho de mercado. Uma possível explicação reside no fato de que os incentivos introduzidos na remuneração dos executivos não são capazes de impulsionar atividades sustentáveis e a valorização da companhia no mercado diante de ações ESG.

No geral, os resultados revelaram que a remuneração dos executivos tende a potencializar a relação entre ESG e o desempenho econômico-financeiro (ROA) e desempenho de mercado (MTB), o que sugere que as políticas de remuneração dos executivos auxiliam para com o desenvolvimento de iniciativas ambientais, sociais e de governança corporativa. Logo, esses CEOs estão se comportando conforme o esperado pelos *stakeholders* (eficácia do sistema remuneratório), pois estão tendo motivações suficientes para alcançar metas sustentáveis e aumentar a reputação e o valor da empresa para acionistas, dirimindo, assim, conflitos de agência (Javeed & Lefen, 2019; Jensen & Meckling, 1976).

Discussão dos resultados

Na Tabela 4, analisaram-se os resultados referentes à primeira hipótese, nas quais se pode confirmar as hipóteses H₁, H_{1a} e H_{1b} e rejeitar parcialmente a hipótese H_{1c} quanto aos impactos da governança no desempenho medido pelo ROE e confirmar quanto ao ROA. Na Tabela 5, buscou-se responder à segunda hipótese, em que os resultados admitiram aceitar as hipóteses H₂, H_{2a} e H_{2b} e rejeitar a H_{2c}, pois a governança corporativa não influenciou no desempenho de mercado (QT e MTB).

Os efeitos positivos podem ser justificados pelo fato de que divulgações e atividades ESG mais robustas acabam por legitimar as ações da empresa e diminuir pressões públicas por uma conduta mais ética (Pillai & Al-Malawi, 2018). Redução de emissões no uso de recursos, processos inovadores atrelados a direitos trabalhistas mais concisos, zelo pelas comunidades adjacentes, entre outros aspectos, acabam por melhorar a imagem e o engajamento de *stakeholders*, denotando empresas que se destacam como sustentáveis e agregam valor, consequentemente, ao desempenho corporativo (Lin et al., 2020).

Um diferencial competitivo gerado pela sustentabilidade é o que sinaliza a investidores que a organização enfoca na redução de riscos de perdas, preenchendo lacunas institucionais (Takahashi & Yamada, 2021). Ademais, clientes são fidelizados ao buscarem por produtos sustentáveis (Albuquerque et al., 2020). Há acionistas, clientes e *stakeholders* que optam por delegar às empresas sua própria sustentabilidade e, diante disso, buscam por companhias com maiores ações e estratégias ESG, aumentando o desempenho corporativo (Li et al., 2018).

A economicidade na produção de bens e prestação de serviços também pode justificar os efeitos positivos, pois processos mais limpos, com menores usos de recursos e emissão de resíduos, reduzem punições judiciais. Essa economia, em aspectos contábeis (ROA e ROE), aumenta o lucro (Lin et al., 2020). Para o mercado, sinaliza a investidores menores riscos e volatilidade das ações, o que eleva a cotação e a demanda por ação (Albuquerque et al., 2020).

Portanto, o ESG em patamares maiores gera recompensas empresariais por meio de investimentos, por consumo ou pela produtividade (Li et al., 2018). À exceção da Tabela 3, revela-se que a governança corporativa não possibilita agregar retornos sobre o patrimônio líquido e ao desempenho de mercado (QT e MTB). Tal fato, possivelmente, justifica-se devido às atividades desenvolvidas no âmbito do pilar de governança não estarem conseguindo atender aos anseios dos mais diversos *stakeholders* (Gillan et al., 2021).

Na hipótese H3, a partir dos resultados dispostos na Tabela 6, constatou-se a possibilidade de aceite parcial desta, visto que as hipóteses H₃, H_{3a}, H_{3b} e H_{3c} foram aceitas no que se refere ao ROA. Quanto ao ROE, as atividades ESG e seus pilares não apresentaram significância estatística em contextos de retribuições salariais maiores. Do mesmo modo, a Tabela 7 buscou apresentar os resultados que dão subsídio à resolução das hipóteses voltadas ao desempenho de mercado (H₄), nas quais se podem confirmar a H_{4a} e a H_{4b} para o desempenho mensurado pelo MTB e rejeitar a H₄ e a H_{4c}, visto que não foram constatados efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG e GOV e desempenho de mercado (QT e MTB).

Denota-se com esses resultados que a remuneração dos executivos, calculada pela métrica proposta por Veprauskaite e Adams (2013), que consiste na razão entre a remuneração anual total do executivo dividida pela remuneração anual total de todos os conselheiros do Conselho de Administração, gera contribuição para impulsionar atividades ambientais, sociais e para a geração de maior desempenho de mercado, medido pelo MTB. Essas descobertas confirmam os pressupostos da pertinência em se analisar não somente o ESG geral, mas também a relevância de se avaliarem as atividades de cada pilar em específico, já que se pôde verificar, pelos resultados obtidos, que estes resultados podem agregar, onerar ou não afetar os recursos, o que acaba por fundamentar com maior importância as decisões gerenciais sobre essa atividade voluntária (Azmi et al., 2021).

A insignificância obtida nas relações com o indicador ROE pode ser justificada em parte pelos altos custos de transição, pois assim pode haver uma opção por parte dos gestores em outros investimentos, que, devido aos critérios da gerência, são prioritários aos de sustentabilidade (Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021). Ainda, a insignificância nas relações com o QT e, em parte, com o MTB, pode ser explicada pelo fato de que medidas baseadas no mercado apresentam volatilidade e são sujeitas a diversos fatores, não apenas às formas de gestão, remuneração de gestores e atividades ESG (Javeed & Lefen, 2019).

Conforme o esperado, a remuneração dos executivos agiu como impulsionadora das influências do ESG no desempenho econômico-financeiro, medido pelo ROA e, em parte, no desempenho de mercado avaliado pelo MTB. Logo, quanto aos efeitos positivos obtidos nessa relação, pode-se fundamentá-los à luz da Teoria da Agência, que postula que os conflitos de agência são suprimidos pela remuneração do CEO que atua alinhando os interesses do agente ao bem-estar dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

Além disso, os efeitos moderadores positivos denotam um comportamento eficiente ante o sistema remuneratório, pois as retribuições estão atuando como motivadoras no alcance de metas sustentáveis e ESG, aumentando o valor da empresa medido pelo ROA e MTB, diminuindo os conflitos de agência, além do aumento da reputação do CEO (Javeed & Lefen, 2019). Desse modo, a justificativa para os efeitos positivos advém também do fato de que os contratos de remuneração estão prevendo, de modo eficaz, convergências entre salário, ESG e desempenho corporativo (Derchi et al., 2021; Jensen & Meckling, 1976).

Outra possível justificativa consiste no fato de que mudanças regulatórias e o ativismo de investidores impulsionam demandas por sustentabilidade nas organizações (Lööf et al., 2022). Ao revelar informações ESG, as organizações acabam por reduzir as assimetrias informacionais, desenvolvem uma cultura de confiança com a sociedade e investidores (Li et al., 2018) e reduzem o custo de agência (Javeed & Lefen, 2019). Assim, seja pela influência, seja pelo poder ou por ser o cargo central da estrutura de governança corporativa, o CEO tende a impactar no modo como as atividades ESG são reportadas nos relatórios não financeiros e aplicadas na empresa, atuando, possivelmente, como agregador de valor empresarial (Li et al., 2018).

Entretanto, conforme as constatações de Derchi et al. (2021), a insignificância das relações moderadas pela remuneração de executivos deve-se ao fato de esse mecanismo somente apresentar efeitos positivos em um período maior. No geral, os resultados positivos do envolvimento em ESG das empresas, além de atender às expectativas de acionistas, podem ser motivados por possível benefício próprio (Jensen & Meckling, 1976), pois alguns executivos buscarão se promover e construir uma reputação maior pela atenção da mídia e publicidade (Li et al., 2018).

Em síntese, nota-se que, entre os diferentes pilares do ESG, a governança corporativa foi o pilar que menos se destacou. Esse aspecto revela-se como um assunto delicado, tendo em vista que a governança corporativa opera no delineamento de estratégias, padrões e regulamentos que visam direcionar e controlar gestores e a organização por um ambiente mais confiável, transparente e que atente aos anseios das partes interessadas por uma conduta mais ética, ambiental e socialmente responsável (Javeed & Lefen, 2019). Logo, um enfoque maior das organizações deve recair na resolução de ineficiências desse pilar (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021).

Conclusões e recomendações

Este estudo objetivou analisar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. Nas hipóteses H₁ e H₂, percebeu-se, no geral, que as atividades ESG das organizações da amostra melhoraram o desempenho corporativo, seja pela legitimação, consumo, produtividade, investimentos externos, seja por eficientes sistemas produtivos.

Os resultados das hipóteses H₃ e H₄ expressam que as atividades ESG e seus pilares não geram significância em companhias que retribuem mais financeiramente os seus executivos. Os resultados obtidos confirmaram, em parte, os esperados de que a remuneração dos executivos atua como impulsionadora das influências do ESG no desempenho econômico-financeiro, medido pelo ROA e, em parte, no desempenho de mercado medido pelo MTB. A Teoria da Agência fundamenta os efeitos positivos, pois, de fato, os contratos de remuneração estão prevendo, de modo eficaz, convergências entre salário, ESG e desempenho corporativo, ou seja, as retribuições salariais estão alinhando interesses entre agente e principal (Derchi et al., 2021; Jensen & Meckling, 1976).

Para a literatura, o estudo avança ao explorar a relação entre ESG e desempenho corporativo com a inclusão de variáveis moderadoras como a folga financeira e a remuneração dos executivos, algo pouco abordado em pesquisas brasileiras e internacionais. Ao aplicar a Teoria da Agência, a pesquisa contribui para o entendimento de como essas variáveis influenciam a divulgação ESG e o desempenho empresarial, especialmente em países emergentes. Assim, o trabalho expande o conhecimento sobre sustentabilidade e gestão corporativa, sugerindo novos caminhos para estudos futuros.

Além de contribuir com a literatura, os resultados reforçam a importância de se analisarem os pilares e o ESG geral (Azmi et al., 2021), visto que essa segregação permitiu verificar a pouca significância obtida nas relações com o *score* governança e as divergências nos resultados em cada pilar e no *score* geral. O trabalho contribui ainda para o estudo multidimensional do ESG com diversos tipos de desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e de mercado (QT e MTB), além da moderação pela remuneração dos executivos (REMCEO), sendo essa variável pouco explorada na relação entre ESG e desempenho corporativo. Desse modo, outro ponto percebido pelos resultados consiste na contribuição teórica de se verificar como políticas remuneratórias, à luz da Teoria da Agência, influenciam positivamente as ações ESG e o desempenho de empresas brasileiras listadas na B3.

No aspecto prático, os resultados contribuem para organizações, CEOs, *stakeholders* e conselheiros de administração definirem de forma congruente as políticas de remuneração, além da relevância de atividades ESG para maiores desempenhos corporativos e atenção aos desejos dos interesses das partes interessadas. Os achados também contribuem para a gestão empresarial na qual empresas, gestores e Conselhos de Administração podem utilizar esses *insights* para otimizar suas estratégias ESG e gerenciais, resultando em melhor desempenho financeiro e de mercado, além de reduzir riscos e assimetrias informacionais (Jensen & Meckling, 1976), dada a inserção dessas companhias em um país emergente como o Brasil (Beuren, et al., 2020; Casquel Júnior, et al., 2024; Mazzoni, et al., 2023).

Investidores e acionistas também podem usar esses resultados para tomar decisões de investimento mais informados e sustentáveis, considerando a escassez de recursos e alinhamento de objetivos organizacionais. Além disso, os resultados auxiliam na fundamentação de quais aspectos empresariais devem estar atentos ao optar por investimentos, tendo maior cautela com empresas mais engajadas em ESG e aspectos remuneratórios, além de atenção maior a aspectos de governança corporativa. Socialmente, espera-se contribuir com a demonstração de benefícios do ESG à sociedade, com o desenvolvimento sustentável do país, com o crescimento das atividades empresariais e da economia com menores impactos e efeitos das atividades sobre o meio ambiente, sobre a sociedade e sobre o bem-estar das partes interessadas.

Este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas. Primeiramente, os resultados refletem um recorte temporal limitado de seis anos (2016-2021), restringindo o entendimento das dinâmicas de longo prazo entre ESG e desempenho corporativo. Além disso, a análise se concentra exclusivamente em organizações brasileiras, o que limita a capacidade de generalização dos achados para outros contextos. É importante destacar que os fatores institucionais e culturais específicos do Brasil podem influenciar os resultados, tornando necessária cautela ao aplicar as conclusões a outros países ou mercados. Entretanto, destaca-se que o período determinado se fundamenta devido ao uso em estudos anteriores de um intervalo temporal similar (Atan et al., 2018; Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel, 2021; Nollet et al., 2016; Velte, 2020), o que não compromete os achados deste estudo.

Para superar essas limitações, futuras pesquisas podem expandir o escopo geográfico e temporal, incluindo outros países e blocos econômicos, como os BRICS, para explorar como diferentes contextos institucionais e culturais afetam a relação entre ESG e desempenho. Além disso, recomenda-se a inclusão de novas variáveis moderadoras, como, por exemplo, a alavancagem financeira e os tipos de riscos corporativos, a fim de captar melhor os efeitos de fatores internos e externos das organizações, oferecendo uma análise abrangente dos efeitos das práticas ESG no desempenho corporativo em diferentes contextos.

Referências

- 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>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- 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>
- Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101277>
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(1), 514-531. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- Bian, C., Gan, C., Li, Z., & Hu, B. (2016). Corporate social responsibility engagement, corporate financial performance and CEO characteristics. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 11(3), 243-265. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1874211>
- Buallay, A., Fadel, S. M., Alajmi, J., & Saudagar, S. (2020). Sustainability reporting and bank performance after financial crisis: evidence from developed and developing countries. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 31(4), 747-770. <https://doi.org/10.1108/CR-04-2019-0040>
- Casquel Júnior, J. M., Povedano, R., Santos, L. H. D., Belli, M. M., & Gaio, L. E. (2024). Impactos do índice ESG no desempenho das empresas do setor da educação. *Revista de Administração da UFSM*, 17(2), 0-0. <https://doi.org/10.5902/1983465986171>
- Chen, F., Ngnatedema, T. & Li, S. (2018). A cross-country comparison of green initiatives, green performance and financial performance. *Management Decision*, 68(4), 845-850. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2017-0761>
- Derchi, G. B., Zoni, L. & Dossi, A. (2021). Corporate social responsibility performance, incentives, and learning effects. *Journal of Business Ethics*, 173(3), 617-641. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04556-8>
- 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>
- El Khoury, R., Nasrallah, N., & Toumi, A. (2023). ESG and performance in public health-care companies: the role of disclosure and director liability. *Competitiveness Review*, 33(1), 203-221. <https://doi.org/10.1108/CR-12-2021-0174>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- 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, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Ham, J. J., Kim, H. J. & Yu, J. (2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 7(1), 61-76. <https://doi.org/10.1186/s41180-016-0002-3>
- Hsu, P., Liang, H., & Matos, P. (2022). Leviathan Inc. and corporate environmental engagement. *Management Science*, 1-25. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4064>
- Javeed, S. A., & Lefen, L. (2019). An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderating effects of CEO power and ownership structure: A case study of the manufacturing sector of Pakistan. *Sustainability*, 11(1), 248. <https://doi.org/10.3390/su11010248>

- 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)
- Jost, J. P., Kroenke, A., & Hein, N. (2021). Relação entre Desempenho Sustentável e Desempenho de Mercado. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 20(2), 183-208. <https://doi.org/10.18593/race.27352>
- Kanapathippillai, S., Mihret, D., & Johl, S. (2019). Remuneration committees and attribution Disclosures on remuneration decisions: Australian evidence. *Journal of Business Ethics*, 158(4), 1063-1082. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3736-7>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). Corporate donations and shareholder value. *Oxford Review of Economic Policy*, 33(2), 278-316. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grx024>
- 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>
- 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. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2018-0259>
- Lööf, H., Sahamkhadam, M., & Stephan, A. (2022). Is Corporate Social Responsibility investing a free lunch? The relationship between ESG, tail risk, and upside potential of stocks before and during the COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 102499. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102499>
- Mazzoni, S., Ascani, C., Rodolfo, N. M., & Magro, C. B. D. (2023). Reflexos das práticas ESG e da adesão aos ODS na reputação corporativa e no valor de mercado. *Revista Gestão Organizacional*, 16(3), 59-77. <http://dx.doi.org/10.22277/rgo.v16i3>
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebollo, 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>
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Refinitiv Eikon. (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv. Retrieved from: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
- Takahashi, H., & Yamada, K. (2021). When the Japanese stock market meets COVID-19: Impact of ownership, China and US exposure, and ESG channels. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101670. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101670>
- Taufik, M., & William, T. (2021). Does BOC's Characteristics Moderate The Effect of Corporate Social Responsibility on Performance?. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 6(2), 137-146. <https://doi.org/10.30871/jaat.v6i2.3236>
- Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. *Management Research Review*, 43(5), 497-520. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?. *The British Accounting Review*, 45(3), 229-241. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.06.004>