

Estado da publicação: O preprint não foi publicado em outro meio.

EFEITO DAS PRÁTICAS ESG NO DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E O DESEMPENHO ORGANIZACIONAL NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Renata Pesente, Cristian Baú Dal Magro, Sady Mazzioni, Mara Vogt

<https://doi.org/10.1590/SciELOPreprints.16281>

Submetido em: 2026-05-26

Postado em: 2026-05-27 (versão 1)

(AAAA-MM-DD)



Dossiê “Práticas organizacionais no contexto ambiental, social e de governança”– REAd 2025

EFEITO DAS PRÁTICAS ESG NO DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E O DESEMPENHO ORGANIZACIONAL NAS EMPRESAS LISTADAS NA B3

Renata Pesente

Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ), Departamento de Ciências Contábeis, Campus Chapecó, Chapecó, Santa Catarina, Brasil.
ORCID: <https://orcid.org/0009-0007-8813-5004> , repesente@unochapeco.edu.br

Cristian Baú Dal Magro

Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ), Departamento de Ciências Contábeis, Campus Chapecó, Chapecó, Santa Catarina, Brasil.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7609-5806> , crisbau@unochapeco.edu.br

Sady Mazzioni

Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ), Departamento de Ciências Contábeis, Campus Chapecó, Chapecó, Santa Catarina, Brasil.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8976-6699> , sady@unochapeco.edu.br

Mara Vogt

Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ), Departamento de Ciências Contábeis, Campus Chapecó, Chapecó, Santa Catarina, Brasil.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3951-4637> , mara.v@unochapeco.edu.br

RESUMO

Os pilares *Environmental, Social and Governance* (ESG) podem desempenhar papel fundamental no alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas, uma vez que os acionistas buscam ferramentas que alinhem os objetivos dos gestores com os seus próprios interesses. Nesta direção, esta pesquisa busca colaborar com essas discussões, pois apresenta como objetivo analisar a relação das práticas ESG no desalinhamento entre remuneração executiva e o desempenho organizacional nas empresas listadas na B3. Para tal, pesquisa descritiva com abordagem quantitativa realizada por meio de bases documentais. Aplicou-se regressão de dados em painel para um conjunto de informações que estão inscritas no período de 2010 a 2022 de empresas brasileiras listadas na B3. Conclui-se que as práticas ESG reduzem o desalinhamento entre remuneração variável dos executivos e desempenho organizacional, não sendo rejeitada a hipótese de pesquisa. Além disso, quanto à remuneração baseada em ações, os pilares social e de governança influenciam na redução do desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional. Contudo, o pilar ambiental influencia positivamente o desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional. Os resultados da pesquisa ampliam as questões relacionadas a ESG e o desalinhamento entre a remuneração e o desempenho.

Palavras-chave: Remuneração de Executivos, Environmental, Social and Corporate Governance, Teoria de Agência, Desempenho Organizacional.

EFFECT OF ESG PRACTICES ON THE MISALIGNMENT BETWEEN EXECUTIVE COMPENSATION AND ORGANIZATIONAL PERFORMANCE IN COMPANIES LISTED ON B3

ABSTRACT

The Environmental, Social and Governance (ESG) pillars can play a fundamental role in aligning the interests of managers and shareholders, since shareholders seek tools that align managers' objectives with their own interests. In this sense, this research seeks to contribute to these discussions, as it aims to analyze the influence of ESG practices on the misalignment between executive compensation

and organizational performance in companies listed on B3. To this end, descriptive research with a quantitative approach was carried out using documentary databases. Panel data regression was applied to a set of information registered in the period from 2010 to 2022 for Brazilian companies listed on B3. It is concluded that ESG practices reduce the misalignment between executives' variable compensation and organizational performance, and the research hypothesis was not rejected. Furthermore, regarding share-based compensation, the social and governance pillars influence the reduction of the misalignment between share-based compensation and organizational performance. However, the environmental pillar positively influences the misalignment between stock-based compensation and organizational performance. The research results expand on the issues related to ESG and the misalignment between compensation and performance.

Keywords: Executive Compensation, Environmental, Social and Corporate Governance, Agency Theory, Organizational Performance.

EFFECTO DE LAS PRÁCTICAS ESG SOBRE EL DESAJUSTE ENTRE LA REMUNERACIÓN DE LOS EJECUTIVOS Y EL DESEMPEÑO ORGANIZATIVO EN LAS EMPRESAS COTIZADAS EN B3

RESUMEN

Los pilares Ambiental, Social y de Gobernanza (ESG) pueden desempeñar un papel fundamental en la alineación de intereses entre gerentes y accionistas, ya que los accionistas buscan herramientas que alineen los objetivos de los gerentes con sus propios intereses. En esta dirección, esta investigación busca colaborar con estas discusiones ya que su objetivo es analizar la influencia de las prácticas ESG en el desajuste entre la compensación ejecutiva y el desempeño organizacional en empresas listadas en B3. Para ello se realizó una investigación descriptiva con enfoque cuantitativo utilizando bases documentales. Se aplicó regresión de datos de panel a un conjunto de informaciones registradas en el período de 2010 a 2022 de empresas brasileñas listadas en B3. Se concluye que las prácticas ESG reducen el desajuste entre la remuneración variable de los ejecutivos y el desempeño organizacional, y no se rechaza la hipótesis de la investigación. Además, en lo que respecta a la remuneración basada en acciones, los pilares social y de gobernanza

influyen en la reducción de la desalineación entre la remuneración basada en acciones y el desempeño organizacional. Sin embargo, el pilar ambiental influye positivamente en la desalineación entre la compensación basada en acciones y el desempeño organizacional. Los resultados de la encuesta amplían las cuestiones relacionadas con ESG y la desalineación entre compensación y desempeño.

Palabras clave: Compensación ejecutiva, Gobierno Ambiental, Social y Corporativo, Teoría de la agencia, Desempeño Organizacional.

1 INTRODUÇÃO

A remuneração dos executivos e o desempenho organizacional das empresas geraram discussões interessantes (Okafor & Ujah, 2020), sendo aplicados como mecanismos para alinhar interesses e mitigar problemas de agência (Santos & Silva, 2019). A respeito disso, Jensen (1993) afirma que os gestores, como agentes, utilizam os recursos dos acionistas, podendo direcioná-los para projetos lucrativos ou apropriar-se deles para benefício próprio, o que resulta em problemas de agência (Shleifer & Vishny, 1997; Bebchuck & Fried, 2003).

A este respeito, os acionistas (o principal) estão cientes da possibilidade de apropriação indevida de recursos e, como resultado, procuram por gestores competentes que ajam em seus interesses e invistam os recursos em projetos lucrativos (Shleifer & Vishny, 1997). Além disso, os acionistas buscam ferramentas que alinhem os objetivos dos gestores com os seus próprios interesses (Ernel & Medeiros, 2020).

As empresas se utilizam de vários instrumentos remuneratórios que buscam maximizar o envolvimento dos executivos com o alcance do desempenho almejado pelos acionistas e demais *stakeholders*. Os exemplos de remuneração baseada no desempenho que prevalecem no mercado são: remuneração baseada em ações, remuneração por comissão e bônus e, ainda, participação nos lucros (Correia, Amaral & Louvet, 2014).

Pesquisas anteriores comprovaram que a remuneração dos executivos interfere no desempenho financeiro e de mercado, principalmente para alinhar os interesses do principal e agente, reduzindo os conflitos de interesses abordados na

Teoria da Agência (Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren, Zanievicz & Mazzioni, 2014; Barkema & Gomes-Mejia, 1998; Camargos, Helal & Boas, 2007; Degenhart, Martins & Hein, 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Firth, Fung & Rui, 2007; Leite & Hein, 2019; Méndez, García & Rodriguez, 2011; Silva et al., 2018).

Entretanto, algumas pesquisas que identificaram a existência de influência da remuneração de executivos no desempenho organizacional, obtiveram níveis explicativos muito baixos que variaram de 2,7% a 13,3% (Degenhart et al., 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Leite & Hein, 2019; Silva et al., 2018). Isso oferece indícios de que pode haver um desalinhamento entre a remuneração de executivos e o desempenho organizacional, sugerindo que o mecanismo de compensação remuneratória não tem sido um fator único e isolado que faz com que os executivos e as organizações alcancem os resultados almeçados pelos acionistas.

Nesta direção, os pilares *Environmental, Social and Governance* (ESG) podem desempenhar papel fundamental no alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas. Assim, os acionistas (o principal) possuem ciência sobre a possibilidade do agente se apropriar indevidamente dos recursos da organização (Shleifer & Vishny, 1997). Para isso, os acionistas buscam ferramentas que alinhem os objetivos dos gestores com os seus próprios interesses (Ernel & Medeiros, 2020).

Em uma perspectiva macro, o ESG pode estar relacionado à remuneração dos executivos (Grodt, 2022). Grodt (2022) demonstra que as práticas ESG nas suas dimensões ambientais e sociais influenciam negativamente a remuneração dos executivos. Fato que explica a diminuição da remuneração. Essa informação tem um caráter informacional à medida que pode colaborar para a construção de planos de remuneração para os gestores que estão expostos às questões ambientais e sociais da empresa.

Cada pilar do ESG pode colaborar para influenciar de forma diferente a remuneração dos executivos, pois a visão e posicionalidade de cada gestor são colocadas em evidência à medida que a empresa investe em ASG. Em específico, os investimentos no pilar Ambiental e a divulgação dessas informações podem ter um impacto substancial na remuneração dos executivos, desempenhando um papel crucial na promoção de práticas mais sustentáveis e transparentes dentro das empresas. Ao vincular a remuneração dos executivos ao desempenho ambiental, as organizações podem motivar a adoção de estratégias voltadas para a redução do impacto ambiental, o que não apenas beneficia o meio ambiente,

mas também contribui para a percepção positiva da empresa pelos *stakeholders* (Grodt, 2022).

Quanto aos investimentos e práticas sociais, estima-se que haja influência destes no nível de remuneração dos executivos. A literatura é um pouco inconclusiva sobre os efeitos desta influência, o que abre espaço para novas investigações. Degenhart et al. (2022) apontam que há uma relação negativa entre o pilar Social e a remuneração dos executivos. Assim, a pesquisa demonstra que no curto prazo essa relação pode não ser benéfica para a empresa em termos de conduzir o olhar do gestor para a expansão das atividades e dos investimentos sociais.

O pilar de Governança Corporativa abrange a melhoria constante nos mecanismos e órgãos de controle das ações dos gestores e serve para mitigar decisões indesejadas pelos acionistas. Zhu, Huang & Bradford (2022) consideram que o conselho de administração seja um dos mecanismos de governança corporativa que auxiliam na redução dos problemas de agência. Além disso, o conselho de administração tem o poder de definir e traçar as políticas de remuneração dos executivos, estratégia utilizada pelas organizações para alcançar as metas de desempenho organizacional. Nesse sentido, Cunha et al. (2016) relatam que as empresas com práticas de governança corporativa estruturadas tendem a traçar resultados satisfatórios no efeito (alinhamento) da remuneração variável do executivo sobre o desempenho organizacional.

Piccinin (2022) discorre em sua pesquisa afirmando que as práticas ESG (ambientais, sociais e de governança) afetam o desempenho corporativo das empresas brasileiras, tanto em termos econômico-financeiros, quanto em termos de mercado. Assim, realizar os investimentos em ESG e atrelar esse processo a remuneração é uma estratégia que pode reduzir o conflito de agência dentro das empresas. Por outro lado, uma limitação dos achados anteriores é o período temporal. Piccinin (2022) abordou o período de 2016 a 2021. Assim, a ampliação de investigações em termos de período amostral pode mostrar-se como uma oportunidade de colaborar com o campo disciplinar que tem aprimorado as questões de ASG, remuneração de executivos e desempenho.

Em razão do exposto, no contexto das empresas brasileiras de capital aberto, o estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: *Qual a relação das práticas ESG no desalinhamento entre remuneração executiva e o desempenho organizacional?* Para tanto, o objetivo da pesquisa é analisar a relação das práticas

ESG no desalinhamento entre remuneração executiva e o desempenho organizacional nas empresas listadas na B3.

Do ponto de vista teórico, a pesquisa contribui com a teoria da agência ao sugerir que as práticas ESG podem alinhar os mecanismos remuneratórios dos executivos ao desempenho organizacional almejado pelos acionistas, reduzindo possíveis problemas de agência e contribuindo como mecanismos de monitoramento e controle. Justifica-se a relevância do pilar de governança corporativa atrelado aos pilares sociais e ambientais para o alcance de desempenho organizacional superior e a promulgação de resultados sustentáveis para as organizações (Beuren, Silva & Mazzionni, 2014).

No campo prático, o estudo irá fornecer indícios de que a ESG é uma ferramenta complementar aos mecanismos de governança corporativa. Sendo assim, a ESG busca melhoria na imagem organizacional, que resulta em investimentos mais rentáveis. Isso facilita para os gestores o alcance do desempenho organizacional desejável, assegurando redução nos conflitos de agência, em função de que mecanismos remuneratórios se tornam relevantes e eficientes para a segurança dos acionistas.

No campo social, as empresas engajadas com as práticas de ESG estão propensas a melhorar a sua reputação, fidelização de clientes e avaliações de produtos, melhorando as expectativas dos stakeholders e contribuindo com a comunidade nos aspectos econômico, social e ambiental (Aguinis, 2012). Ao mostrar que as práticas ESG contribuem com interesses econômicos dos stakeholders, também serão intensificadas as ações ambientais e sociais que fazem parte de seus pilares.

2 REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS E O DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

A Teoria da Agência busca explicar os conflitos emergentes da separação entre a propriedade e o controle (Jensen & Meckling, 1976). Os problemas de agência surgem quando o desejo e objetivo do principal e do agente entram em conflito. Com isso, o principal enfrenta custos para monitorar as ações do agente e para reduzir possíveis assimetrias de informações. Considerando que o agente busca maximizar sua própria utilidade, há razões para questionar se suas ações estarão sempre alinhadas aos interesses do principal (Saito & Silveira, 2008).

O conjunto de remuneração fixa e variável para os executivos é um meio de compensação que busca alinhar interesses entre executivos, conselheiros e proprietários e direcionar esforços para curto ou longo prazo (Bebchuk & Weisbach, 2010; Becht & DeLong, 2002; Gillan, 2006; IBGC, 2009; Silveira, 2010).

Os sistemas de incentivos, que incluem a remuneração executiva, são utilizados como ferramenta para mitigar os conflitos de agência. Ao oferecer recompensas aos agentes, haveria um incentivo para que suas decisões fossem tomadas com vista a maximizar o valor da organização e os ganhos do principal (Silva et al., 2018). O conjunto de remuneração variável por desempenho inclui incentivos de curto prazo: gratificações em dinheiro e participação nos ganhos e lucros; e para direcionamentos de longo prazo: opções sobre ações, direitos sobre valorização de ações, ações por desempenho, ações fantasmas e remuneração diferida (Anthony & Govindarajan, 2002; Atkinson, Banker, Kaplan & Young, 2008; Heisler, 2007).

Contudo, existem resultados divergentes com relação aos efeitos da remuneração dos executivos sobre o desempenho corporativo. Silva et al. (2018) analisaram a relação entre a remuneração dos gestores de 48 empresas listadas no Ibovespa e seus indicadores de desempenho. Os autores sugerem que os indicadores de Lucro por ação e ROE não apresentaram significância estatística para explicar as variações na remuneração dos gestores das empresas analisadas. Por outro lado, os indicadores de variação do valor de mercado e Q de Tobin mostraram-se relevantes na explicação de parte da remuneração.

Ernel e Medeiros (2020) investigaram os fatores determinantes da remuneração dos executivos baseada em ações de 287 empresas listadas na B3, abrangendo o período de 2010 a 2016. Os resultados revelaram que apenas o Q de Tobin e o Book Leverage apresentaram significância estatística, com uma relação positiva e negativa, respectivamente, em relação ao montante de remuneração por ações.

Aguiar e Pimentel (2017) examinaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e de mercado de 333 empresas brasileiras no período de 2011 a 2015. Os autores encontraram relações estatisticamente significativas entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro e de mercado.

Souza, Cardoso e Vieira (2017) examinaram a relação entre a remuneração dos executivos baseada em indicadores financeiros (RBIF) e o desempenho de 228

empresas de capital aberto no período de 2011 a 2013, utilizando tanto indicadores financeiros quanto não financeiros. Os pesquisadores identificaram uma relação significativa e positiva entre o desempenho financeiro e a remuneração dos executivos. Contudo, no que diz respeito ao desempenho de mercado, os elementos de remuneração não foram relevantes.

As divergências encontradas podem sugerir que as políticas de remuneração dos executivos não sejam eficazes para alinhar os interesses do principal com os interesses dos agentes, reduzindo o potencial que este fenômeno teria na redução dos conflitos de agência. Ao considerar as evidências sobre desalinhamento entre desempenho e remuneração dos executivos (Degenhart et al., 2017; Ernel & Medeiros, 2020; Leite & Hein, 2019; Silva et al., 2018), se torna necessário adicionar outros mecanismos de monitoramento e controle (Correia et al., 2014). Conforme as recomendações do IBGC, estes aspectos relacionados ao ESG e às “boas práticas” de governança reduzem a assimetria de informações e os conflitos de agência.

3 PRÁTICAS ESG E OS CONFLITOS DE AGÊNCIA

As práticas ESG têm ganhado no mundo empresarial, representando um paradigma na maneira como as organizações operam e são percebidas pela sociedade. Esse processo é decorrente da evolução da forma de as empresas fazerem negócios e da forma como as mesmas consomem os fatores de produção. Assim, os princípios e práticas de ESG orientam as empresas a considerar não apenas os aspectos financeiros de suas operações, mas também os impactos ambientais e sociais, bem como as práticas de governança que regem sua conduta interna e externa (Romaro, Santos & Serralvo, 2023).

No âmbito ambiental, as práticas ESG englobam iniciativas para reduzir a pegada de carbono, conservar recursos naturais, promover energias renováveis e minimizar o desperdício. As empresas estão cada vez mais conscientes do papel que desempenham na preservação do meio ambiente e estão adotando medidas para mitigar seus impactos ambientais, não apenas em resposta à pressão regulatória, mas também em reconhecimento do imperativo moral e ético de proteger o planeta para as gerações futuras (Degenhart, Piccinin & Grodt, 2022; Grodt, 2022).

No campo social, as práticas ESG abrangem a responsabilidade social corporativa, que envolve o engajamento comunitário, a diversidade e a inclusão, os direitos humanos e as condições de trabalho justas e seguras. As empresas estão sendo chamadas a assumir um papel mais ativo na promoção do bem-estar social e na contribuição para o desenvolvimento das comunidades em que operam, reconhecendo que seu sucesso está intrinsecamente ligado ao progresso e à prosperidade de todos os membros da sociedade (Romero, Santos & Serralvo, 2023).

Em termos de governança, as práticas ESG visam garantir a transparência, a prestação de contas e a integridade nas operações empresariais. Isso inclui a implementação de políticas e procedimentos robustos para prevenir a corrupção, garantir a equidade nas decisões de gestão e proteger os direitos dos acionistas e outras partes interessadas. Uma boa governança corporativa é essencial para construir e manter a confiança do público e dos investidores, promovendo a estabilidade e a sustentabilidade a longo prazo dos negócios (Grodt, 2022; Iatridis, 2018).

No geral, as práticas ESG representam uma abordagem holística para o sucesso empresarial, que reconhece a interdependência entre o desempenho financeiro, o bem-estar social e a saúde ambiental. As empresas que adotam essas práticas não apenas demonstram seu compromisso com valores éticos e sustentáveis, mas também estão melhor posicionadas para enfrentar os desafios e as oportunidades do mundo em rápida mudança do século XXI.

As práticas ESG alinham-se a um diálogo mundial, à medida que estão relacionadas também à Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas (ONU). Nesta direção, todos os atores envolvidos neste ecossistema passam a assumir responsabilidades diante dos seus hábitos de consumo e produção, de bens e serviços.

No entanto, enquanto essas práticas são valorizadas por seus benefícios a longo prazo, elas também podem desencadear conflitos de agência dentro das organizações. Os conflitos de agência surgem quando os interesses dos acionistas, que buscam maximizar o retorno do investimento, entram em conflito com os interesses dos gestores, que podem priorizar objetivos de curto prazo ou benefícios pessoais. Nas empresas que adotam práticas ESG, esses conflitos podem se manifestar de várias maneiras (Gillan et al., 2021).

Primeiramente, os gestores podem resistir à implementação de práticas ESG que exigem investimentos de longo prazo, como a redução da pegada de carbono

ou a melhoria das condições de trabalho, pois esses investimentos podem não gerar retornos imediatos e tangíveis. Eles podem preferir alocar recursos para iniciativas que proporcionem benefícios financeiros mais imediatos, às custas das metas ESG (Rosa Pinheiro & Costa, 2022)

Além disso, os executivos podem resistir à divulgação transparente de informações relacionadas às práticas ASG, temendo que a exposição de deficiências ou desafios possa prejudicar a reputação da empresa ou comprometer sua posição no mercado. Isso cria um dilema entre a necessidade de transparência para os investidores e outras partes interessadas e o desejo dos gestores de proteger a imagem da empresa (Gillan et al., 2021).

Outro ponto de conflito ocorre quando os incentivos de remuneração dos executivos não estão alinhados com os objetivos de longo prazo das práticas ASG. Se a remuneração estiver atrelada apenas a métricas financeiras de curto prazo, os gestores podem ser incentivados a negligenciar as considerações ESG em favor de alcançar metas financeiras imediatas (Degenhart, Piccinin & Grodt, 2022; Lu, 2023).

Para mitigar esses conflitos de agência, as empresas precisam adotar estruturas de governança eficazes que incentivem a responsabilidade e a prestação de contas em relação às práticas ASG. Isso pode incluir o estabelecimento de comitês de sustentabilidade no conselho de administração, a incorporação de métricas ESG nas avaliações de desempenho dos executivos, a divulgação transparente de informações relevantes para os investidores e outras partes interessadas e o estabelecimento de planos de remuneração que incluam as práticas ESG neste processo (Lu, 2023). Assim, estima-se que o desenho de planos de remuneração junto às práticas ESG pode permitir que as empresas promovam uma cultura organizacional mais sustentável e ética, alinhando os interesses dos acionistas, gestores e outras partes interessadas em prol de um crescimento e desenvolvimento sustentáveis (Matos, 2022).

Ao projetar de maneira adequada os sistemas de remuneração, as empresas podem alinhar os incentivos dos executivos com os interesses de longo prazo dos acionistas. Isso implica em criar mecanismos que recompensem o desempenho e o valor agregado à empresa, promovendo uma cultura de responsabilidade e maximização do retorno para os acionistas e ao estabelecer uma relação de alinhamento entre a remuneração dos diretores executivos e o sucesso da empresa, a governança corporativa busca garantir que os interesses dos executivos

estejam alinhados com os objetivos de criação de valor para os acionistas (Kuo & Wang, 2013).

Neste sentido, Granzotto e Sonza (2019) analisaram a eficiência dos mecanismos de GC relacionados à compensação dos executivos e monitoramento do CA na resolução dos conflitos de agência de 42 empresas listadas na B3, de 1999 a 2016. Os autores identificaram que o monitoramento é mais eficiente do que a compensação para mitigar os problemas de agência, onde o CA é um agente ativo na verificação das ações dos executivos, refletindo em resultados que afetam positivamente o desempenho. Nesse sentido, com base nos elementos apresentados e discutidos, o conjunto de fatores ligados ao CA, especialmente o nível de independência, é determinante de outros elementos organizacionais. Em particular, quando analisadas questões que podem fortalecer ou enfraquecer o conjunto de mecanismos da Governança Corporativa.

Deste modo, o estudo pretende responder a problemática proposta, relacionando a influência do ESG no desalinhamento entre remuneração de executivos e desempenho organizacional, estabelecendo as hipóteses de pesquisa sendo:

H1: *As práticas ESG alinham a remuneração dos executivos ao desempenho organizacional.*

Estudos sobre remuneração e desempenho também envolvem problemas de limitações na elaboração dos contratos (Bebchuck & Fried, 2003). Considerando o pressuposto de racionalidade limitada (Simon, 1990), ligado à Teoria da Agência (Eisenhardt, 1989), é possível supor que o aumento da complexidade dos contratos de compensação de executivos acaba por desalinhar a remuneração recebida e desempenho entregue.

Evidências disso são encontradas por Bruce e Skovoroda (2013), ao questionarem se a complexidade dos pacotes de recompensas estaria sendo usada como uma forma de aumentos de remuneração, e demonstrarem que a multiplicidade de metas eleva os níveis de bônus dos executivos. Em situações desta natureza, aumenta a necessidade de analisar e julgar um maior número de informações, reduzindo a capacidade dos gestores de entenderem os fatores que geram valor para a companhia, traduzindo-os em estratégia corporativa e políticas operacionais (Jensen, 1993).

Isso também pode estar relacionado à abordagem do poder gerencial, sobre a qual há evidências de distorções nos sistemas de recompensas, priorizando o nível de renda dos executivos (Akram & Abrar ul haq, 2019), em detrimento do resultado entregue ao principal (Bebchuck & Fried, 2003). Evidências no Brasil apontam que a presença de diretores no CA pode reduzir (Freitas et al., 2020) ou aumentar (Brandão et al., 2019) os montantes de remuneração executiva. Em ambos os estudos, os resultados revelam que a influência dos diretores reduz a sensibilidade da remuneração com relação ao desempenho. Porém, quando há maior concentração acionária, Freitas et al. (2020) perceberam que há melhora na sensibilidade estudada. Em certa medida, isso está relacionado ao maior controle sobre os executivos. Considerando que os pacotes de remuneração são elaborados e negociados pelo CA (Andrade et al., 2009; Bebchuck & Fried, 2003; Fraile & Fradejas, 2013), órgão responsável por aconselhar e controlar os executivos, os conselheiros podem frear os interesses oportunistas dos executivos por remuneração.

Desta forma, um maior número de executivos para serem controlados e incentivados pode tornar complexo o trabalho do conselho em alinhar a sensibilidade da remuneração aos níveis de desempenho dos agentes e do principal. Por outro lado, conselhos com maior número de conselheiros poderiam analisar, com maior diversidade de conhecimentos e experiências, os contratos de compensação por diferentes aspectos, reforçando achados sobre a melhoria da sensibilidade da remuneração ao desempenho (Ataay, 2018; Sarhan, Ntim & Al-Najair, 2019), reduzindo o nível de remuneração desalinhada, resultando nas hipóteses:

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa classifica-se quanto aos objetivos como descritiva, quanto aos procedimentos de coleta, documental, e quanto à abordagem do problema, de cunho quantitativo. A população da pesquisa considera as empresas listadas na B3 que tenham divulgação dos demonstrativos financeiros e de dados ESG no período de 2010 a 2022. Além disso, foram excluídas as empresas financeiras que não possuem as mesmas características de desempenho e remuneração dos executivos em comparação com as demais corporações. A amostra utilizada para rodar os modelos finais, que captaram a relação entre práticas ESG e o

desalinhamento entre remuneração do executivo e o desempenho organizacional, é composta por 171 empresas, perfazendo um total de 828 observações, o que caracteriza a constituição de um painel desbalanceado. Assim, uma regressão de dados em painel desbalanceada refere-se a uma análise estatística que envolve conjuntos de dados longitudinais (painel), nos quais nem todas as unidades (como empresas, países, indivíduos, etc.) têm o mesmo número de observações ao longo do tempo. Em outras palavras, algumas unidades podem ter mais observações do que outras (Fávero et al., 2009; Gujarati, 2011).

O estudo foi dividido em duas etapas, sendo a primeira vinculada à necessidade de capturar o indicador de desalinhamento entre remuneração variável dos executivos e o desempenho das organizações. Nesse sentido, as equações de regressão linear múltipla abaixo indicadas foram utilizadas para capturar pelo fator de erro o desalinhamento entre remuneração variável dos executivos e o desempenho empresarial (Marquezan et al., 2021; Marquezan et al., 2023).

$$REMVTT_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 QTOBIN_{it} + \beta_3 MKTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (1)}$$

$$REMV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (2)}$$

$$REMACOES_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTOBIN_{it} + \beta_2 MKTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (3)}$$

Em que:

$REMVTT_{it}$ = Remuneração variável total dos executivos no ano t.

$REMV_{it}$ = Remuneração variável total dos executivos, exceto a remuneração baseada em ações no ano t.

$REMACOES_{it}$ = Remuneração baseada em ações dos executivos no ano t.

ROE_{it} = Retorno sobre o Patrimônio Líquido da empresa no ano t.

$QTobin_{it}$ = Desempenho de mercado da empresa no ano t (valor de mercado + dívida / Ativo).

Mkt_{it} = Valor de mercado da empresa no ano t (valor de mercado / patrimônio líquido).

ε_{it} : termos de erro das equações acima indicam o desalinhamento entre diferentes composições da remuneração variável dos executivos e o desempenho das organizações.

A partir das equações elencadas, tem-se as hipóteses de teste a seguir:

H1: O Desempenho organizacional influencia a Remuneração variável total dos executivos;

H2: O Desempenho organizacional influencia a Remuneração variável total dos executivos, exceto a remuneração baseada em ações no ano;

H3: O Desempenho organizacional influencia a Remuneração baseada em ações dos executivos.

As informações relativas à remuneração variável dos executivos e à baseada em ações foram coletadas do formulário de referências das empresas pelo site da B3. Estes dados foram coletados manualmente de empresa por empresa em todos os anos analisados. Adicionalmente, as variáveis que se referem ao desempenho organizacional foram coletadas da base de dados Refinitiv, e os autores utilizados de base foram Aguiar e Pimental (2017), Brandão et al. (2019), Core, Holthausen e Larcker (1999), Cadman, Carter e Hillegeist (2010), Degenhart, Martins e Hein (2017) e Leite e Hein (2019).

Em seguida, apresenta-se o constructo de pesquisa, conforme exposto na Tabela 1.

Tabela 1: Constructos da Pesquisa

| | Variáveis | Descrição | Fonte | Referência |
|---------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|--------------------------------------------------|
| Dependente | L_REMVTT | Desalinhamento entre remuneração variável total e o desempenho organizacional | Erro Equação 1 | Marquezan et al. (2021) e Marquezan et al (2023) |
| | L_REMVCP | Desalinhamento entre remuneração variável total dos executivos, exceto baseada em ações e o desempenho organizacional | Erro Equação 2 | |
| | L_REMACOES | Desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional | Erro Equação 3 | |
| Independentes | Práticas ambientais, sociais e de governança (ASG) | Índice de 0 a 100, composto pelo desempenho da empresa nos aspectos relacionados com a comunidade, empregados, meio ambiente e governança. | Refinitiv | Balassiano, Ikeda e Jucá (2023). |
| | Dimensão Ambiental (DAMB) | Índice de 0 a 100, composto pelo desempenho da empresa nos aspectos relacionados ao meio ambiente. | Refinitiv | Koh, Burnasheva e Suh (2022); Alda (2021). |
| | Dimensão Social (DSOC) | Índice de 0 a 100, composto pelo desempenho da empresa nos aspectos | Refinitiv | Arvidsson e Dumay (2022); Brandon, |

| | | | | |
|--|-------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|----------------------------------------------------------------|
| | | relacionados aos impactos sociais na comunidade e em seus <i>stakeholders</i> . | | Krueger e Schmidt (2021). |
| | Dimensão de Governança Corporativa (DGOV) | Índice de 0 a 100, composto pelo desempenho da empresa, nos aspectos relacionados a governança de sua gestão. | Refinitiv | Souza, Sampaio e Flores (2021); Mazzioni <i>et al.</i> (2015). |

Fonte: dados da pesquisa.

A variável dependente desalinhamento foi utilizada por Marquezan et al. (2023). Assim, esses pesquisadores afirmam que o desalinhamento é um processo que advém do fato de parte da remuneração não explicar o desempenho organizacional da empresa, o que evidencia um custo de agência para as empresas.

Em geral, a coleta de dados combinou o acesso direto a bases de dados para a coleta de informações financeiras e a coleta manual no *site* da Brasil Bolsa Balcão para a coleta de informações não-financeiras, a exemplo dos índices e práticas ESG. Para o tratamento dos dados, reconhecendo o conjunto longitudinal construído das bases de dados, optou-se pela regressão de dados em painel, considerando o conjunto de dados coletados e devido à sua capacidade de gerenciar dados longitudinais e transversais ao mesmo tempo (Fávero, 2015).

Para evitar potenciais vieses e limitações do modelo de regressão, observou-se a correlação entre as variáveis, mitigando os problemas de Multicolinearidade. Além disso, em termos de Endogeneidade, foram inclusas variáveis de controle no modelo, e a escolha do melhor modelo no que tange à adequação do modelo de regressão foi pautada a partir da aplicação dos testes de Teste de Chow, Teste de Breusch-Pagan e Teste de Hausman.

5 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Estatística Descritiva

Inicialmente, tem-se a Tabela 2 que mostra a estatística descritiva das variáveis da pesquisa, o que inclui mínimo, máximo, média, desvio padrão, coeficiente de variação, assimetria e curtose.

Tabela 2: Estatística Descritiva

| Variáveis | Mínimo | Máximo | Média | Desvio padrão | Coefficiente de Variação | Assimetria | Curtose | |
|------------|--------|--------|--------|---------------|--------------------------|------------|---------|------------|
| L_REMVTT | 0,000 | 19,468 | 13,986 | 5,228 | 0,374 | -2,122 | 2,984 | |
| L_REMVCP | 0,000 | 19,111 | 12,247 | 6,181 | 0,505 | -1,358 | 0,075 | |
| L_REMACOES | 0,000 | 19,411 | 9,049 | 7,708 | 0,852 | -0,289 | -1,856 | |
| ASG | 0,000 | 96,200 | 48,483 | 24,689 | 0,509 | -0,363 | -0,758 | |
| DAMB | 2,280 | 90,922 | 52,730 | 19,444 | 0,369 | -0,373 | -0,515 | |
| DSOC | 0,873 | 96,862 | 55,443 | 22,819 | 0,412 | -0,401 | -0,635 | |
| DGOV | 3,440 | 94,522 | 53,518 | 21,146 | 0,395 | -0,214 | -0,900 | |
| TAM | 20,754 | 27,618 | 23,729 | 1,178 | 0,050 | 0,445 | 0,647 | |
| N | | | | | | | | 828 |

Fonte: Dados da Pesquisa (2023).

A partir da Tabela 1, observa-se que a maior média de desalinhamento em relação ao desempenho é a L_REMVTT (Desalinhamento entre remuneração variável total e o desempenho organizacional). Por outro lado, a remuneração que melhor apresenta alinhamento em média é a L_REMACOES (Desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional). Em relação ao ESG, observa-se que o aspecto social (DSOC) é o que apresenta maior dispersão dos valores em torno da média no conjunto de dados avaliados, assim, os indicadores sociais publicados pelas empresas em uma perspectiva individual tendem a se afastar da média. Isso mostra a pulverização da forma com que este coeficiente está disposto para o mercado. Quanto ao indicador que mais prevalece em termos de dispersão, é o indicador ambiental (DAMB). Esse indicativo pode estar em linha com o cenário no qual as questões de sustentabilidade vêm ocorrendo nas empresas. É certo que esta é uma pauta que tem ocupado a agenda dos gestores de modo mais enfático se comparada com a das questões sociais e de governança em termos de divulgação.

Ao observar o campo disciplinar sobre a temática, pode-se perceber algumas situações. Os resultados em relação às maiores médias em relação ao desalinhamento estão em concordância com os achados de Marquezan et al. (2021). O Desalinhamento entre remuneração variável total e o desempenho organizacional apresentou maiores médias e maior dispersão no conjunto de dados avaliados.

Em relação aos elementos de ESG (Ambiental, Social e de Governança), constata-se uma falta de alinhamento entre os resultados desta investigação e as descobertas apresentadas nas pesquisas conduzidas por Degenhart, Piccinin e Grodt (2022), bem como por Piccinin (2022). Nos estudos anteriores, incluindo os de Degenhart, Piccinin e Grodt (2022), Grodt (2022) e Piccinin (2022), observou-se que

o elemento que exibe maior variabilidade é o das práticas ambientais, tanto em empresas familiares quanto não familiares. Essas discrepâncias nos resultados destacam possíveis diferenças na abordagem adotada pelas empresas ao enfrentarem os desafios relacionados ao ASC. A partir dessas análises segregadas, pode-se inferir que as empresas familiares e não familiares podem abordar e priorizar as questões ambientais de maneira distinta, o que sugere uma variedade de estratégias e abordagens em relação à sustentabilidade ambiental dentro desses diferentes tipos de organização.

Estatística Inferencial

A Tabela 2 apresenta a análise de correlação para verificar e identificar possíveis problemas de multicolinearidade. Ademais, o teste do Fator de Inflação de Variância (VIF) foi realizado como análise complementar, conforme exposto na Tabela 3.

Tabela 3: Correlação entre as variáveis e o teste VIF

| Variáveis | DES_R EMVTT | DES_R EMVCP | DES_RE MACOES | ASG | DAMB | DSOC | DGOV | TAM | VIF |
|------------|----------------|----------------|------------------|--------|---------|---------|---------|--------|------------|
| L REMVTT | 1 | 0,460** | 0,336** | 0,022 | 0,014 | -0,057 | 0,027 | - | - |
| L_REMVCP | | 1 | 0,233** | 0,013 | 0,059 | 0,009 | 0,066 | 0,042 | - |
| L_REMACOES | | | 1 | -0,020 | 0,067 | -0,075* | 0,057 | -0,037 | - |
| ASG | | | | 1 | 0,340** | 0,356** | 0,191** | 0,020 | 1.218 |
| DAMB | | | | | 1 | 0,381** | 0,286** | 0,035 | 1.287 |
| DSOC | | | | | | 1 | 0,253** | 0,083* | 1.286 |
| DGOV | | | | | | | 1 | 0,046 | 1.124 |
| TAM | | | | | | | | 1 | 1.008 |
| N | | | | | | | | | 828 |

Fonte: Dados da Pesquisa.

A partir da Tabela 3 é possível identificar que a maior parte dos indicadores de práticas ESG não estão relacionados com o desalinhamento da remuneração dos executivos e o desempenho organizacional. O fato mais evidente é que o pilar social da ESG apresenta relação negativa e significativa com o desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional (L_REMACOES), com um coeficiente de -0,075*. Isso indica que o pilar social da ESG ajuda a alinhar os interesses da agência ao fazer com que a remuneração baseada em ações tenha um maior alinhamento com o alcance do desempenho organizacional

Esse cenário pode indicar que tais empresas buscam formas de remuneração que incentivem os executivos a agir de maneira alinhada com os interesses de longo prazo da organização, evitando conflitos de agência e promovendo uma governança mais eficaz. Portanto, a correlação entre essas variáveis destaca a importância crescente das práticas ESG na gestão empresarial e na estrutura de remuneração dos executivos.

Quanto ao Fator de Inflação de Variância (VIF), este é um indicador que aponta quanto a variância do coeficiente de regressão estimado aumenta devido à presença de multicolinearidade. A raiz quadrada do VIF, por sua vez, representa o erro-padrão associado ao coeficiente. Geralmente, a multicolinearidade é considerada severa quando o VIF excede 10, conforme referências em estudos anteriores (Fávero et al., 2009; Gujarati, 2011). Dessa forma, as variáveis elencadas neste estudo podem ser usadas juntamente em um mesmo modelo de regressão linear, por exemplo.

Em um primeiro momento apresentam-se os modelos de regressão de dados em painel que capturaram o desalinhamento entre remuneração dos executivos e o desempenho organizacional, conforme exposto na Tabela 4.

Tabela 4: Relação entre Desempenho Organizacional e Remuneração Variável dos Executivos

| Variáveis | L_REMVTT | | L_REMVCP | | L_REMACOES | |
|-------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios (ROB) | Efeitos Aleatórios (ROB) | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos |
| Constante | -32,410 0,000 | -31,805 0,000 | -21,695 0,000 | -20,219 0,000 | -46,400 0,000 | -47,824 0,000 |
| ROE | -2,538 0,000 | -2,534 0,000 | -1,287 0,043 | -1,412 0,026 | - | - |
| QTOBIN | 0,334 0,055 | 0,396 0,027 | - | - | 0,503 0,002 | 0,571 0,001 |
| MKTB | 0,002 0,919 | 0,002 0,936 | - | - | -0,015 0,374 | -0,016 0,339 |
| TAM | 2,008 0,000 | 1,927 0,000 | 1,449 0,000 | 1,342 0,000 | 2,309 0,000 | 2,332 0,000 |
| Controle de Ano | Não | Sim | Não | Sim | Não | Sim |
| R2 | 0,626 | 0,632 | 0,037 | 0,052 | 0,707 | 0,710 |
| R2 Ajustado | 0,594 | 0,599 | 0,036 | 0,046 | 0,682 | 0,684 |
| Durbin-Watson | 1,169 | 1,165 | 1,180 | 1,178 | 1,009 | 1,009 |
| Teste de Chow | F = 14,15 p = 0,000 | F = 14,24 p = 0,000 | F = 10,97 p = 0,000 | F = 11,06 p = 0,000 | F = 22,79 p = 0,000 | F = 22,71 p = 0,000 |
| Teste de Breusch-Pagan | x2 = 3.309,77 p = 0,000 | x2 = 3.376,81 p = 0,000 | x2 = 2.590,38 p = 0,000 | x2 = 2.645,59 p = 0,000 | x2 = 5.027,37 p = 0,000 | x2 = 5.082,67 p = 0,000 |
| Teste de Hausman | x2 = 22,50 p = 0,000 | x2 = 18,52 p = 0,000 | x2 = 5,19 p = 0,075 | x2 = 3,43 p = 0,180 | x2 = 41,91 p = 0,000 | x2 = 37,04 p = 0,001 |

Fonte: Dados da Pesquisa.

A partir da Tabela 4 é possível notar três modelos. O primeiro inscrito na L_REMVT (Remuneração variável total dos executivos, composta por REMVCP e REMACOES), mostrou-se diretamente relacionado de modo significativo com as variáveis de desempenho (ROE) e com a variável QTOBIN, não estando relacionado com o MKTB. O segundo tem por variável de interesse a L_REMVCP (Remuneração variável dos executivos, exceto remuneração por ações, composta por bônus e participação nos lucros), que apresentou significância estatística com a variável de desempenho a um nível de 5%.

O terceiro modelo tem por variável dependente a L_REMACOES (Remuneração por ações dos executivos). Neste modelo, a L_REMACOES apresentou estar diretamente relacionada de modo significativo com o desempenho (ROE) e com o QTOBIN a um nível de 1%, e não mostrou possuir relacionamento com o MKTB. Assim, considerando que a remuneração dos executivos nos três modelos mostrou-se diretamente relacionada ao desempenho financeiro e não mostrou-se diretamente relacionada à medida financeira MKTB.

Esses resultados têm um alinhamento parcial com o que Silva et al. (2018) trazem, de que os sistemas de incentivo desempenham um papel na gestão empresarial, sendo a remuneração executiva um elemento-chave nesse contexto. Nesta direção, os sistemas de remuneração contribuem para a atenuação do conflito de agência, um desafio intrínseco às organizações, assegurando que os agentes, como os executivos, ajam de forma alinhada com os interesses dos principais *stakeholders*, como acionistas e investidores.

Em particular, a Remuneração Variável Total dos Executivos (L_REMVT) e a Remuneração variável dos executivos, exceto remuneração por ações (L_REMVCP), são relevantes para o desempenho financeiro das empresas analisadas (ROE) e desempenham um papel significativo nesse contexto. Contrariamente à literatura (Bebchuk & Weisbach, 2010; Becht & Delong., 2002; Gillan, 2006; Silveira, 2010), a influência do ROE na L_REMVT e na L_REMVCP é negativa e significativa.

Esse resultado abre espaço para uma reflexão de que essa métrica, por si só, não necessariamente reflete todas as dimensões do desempenho da organização, podendo incentivar comportamentos de conflito de agência no curto prazo, o que pode prejudicar a sustentabilidade e o crescimento da empresa no longo prazo. Comparando com o trabalho de Souza, Cardoso e Vieira (2017) e Silva et al. (2018), aqui denota-se um avanço, pois nas discussões desses autores não foram

encontradas significâncias entre remuneração variável e o desempenho medido por meio do ROE.

Ao contrariar a literatura, em relação à remuneração variável e desempenho medido pelo ROE, foram identificados indícios de conflito de agência nas relações analisadas. Tradicionalmente, um ROE mais elevado seria um indicativo de desempenho sólido (Souza, Cardoso & Vieira, 2017), refletindo a capacidade da empresa de gerar lucros em relação ao seu patrimônio líquido, o que geralmente é bem recebido pelos investidores. No entanto, os indícios observados no estudo sugerem que a relação entre a remuneração variável e o ROE pode ser mais complexa do que o previamente assumido. Em vez de uma correlação positiva direta, foram encontrados sinais de um possível conflito de agência, no qual os executivos podem estar mais focados em maximizar seu próprio benefício financeiro de curto prazo em detrimento dos interesses de longo prazo da empresa e de seus acionistas.

Essa descoberta destaca a complexidade das relações entre a remuneração executiva e o desempenho da empresa, bem como a importância de considerar cuidadosamente os mecanismos de incentivo e governança corporativa para evitar conflitos de agência que possam minar a saúde e a sustentabilidade da organização. Além disso, destaca-se a necessidade de um equilíbrio adequado entre recompensar o desempenho atual e incentivar práticas que beneficiem a longevidade e a prosperidade de uma empresa no longo prazo.

Por outro lado, o desempenho de mercado, representado pelo Quociente Preço-Valor (QTOBIN), exerce uma influência positiva e significativa na Remuneração Variável Total dos Executivos e na Remuneração por ações dos executivos. Observa-se que, nesta condição, o mercado de capitais é altamente sensível aos resultados e à percepção dos investidores sobre a empresa. Um QTOBIN positivo e crescente indica que a organização está gerando valor e sendo bem recebida pelo mercado, o que, por sua vez, leva os executivos a serem recompensados pela criação de valor para os acionistas e investidores. Essa constatação alinha-se aos achados de Silva et al. (2018) e Ernel e Medeiros (2020).

A relação entre QTOBIN e a remuneração variável dos executivos denota que há confiança do mercado na gestão da empresa. Estima-se que quando os investidores veem a empresa como uma líder de mercado que está eficientemente alocando recursos e gerando lucros, os *stakeholders* estão mais dispostos a recompensar os executivos por seu desempenho excepcional. Como resultado, a

remuneração variável, que está vinculada ao desempenho da empresa, tende a ser mais generosa quando o Q de Tobin é alto. Os erros das regressões contidas na Tabela 4 foram utilizados para estimar o desalinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho organizacional. Para tanto, as variáveis dependentes dos modelos a seguir são obtidas pelo erro das regressões da Tabela 4. Sendo assim, os resultados na Tabela 5 indicam o efeito das práticas ESG no desalinhamento entre remuneração variável dos executivos e desempenho organizacional.

Tabela 5: Efeito das Práticas de ESG no desalinhamento entre remuneração variável dos executivos e o desempenho organizacional

| Variáveis | L_REMVTT | | L_REMVCP | | L_REMACOES | |
|-------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| | Efeitos Fixos | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos |
| Constante | -26,282 0,000 | -3,157 0,651 | -14,169 0,066 | -9,987 0,222 | -41,712 0,000 | -52,253 0,000 |
| ASG | 0,014 0,620 | 0,007 0,783 | -0,005 0,885 | -0,001 0,983 | -0,090 0,006 | -0,094 0,005 |
| DAMB | -0,033 0,706 | -0,041 0,619 | 0,004 0,969 | -0,024 0,821 | 0,348 0,001 | 0,341 0,001 |
| DSOC | 0,022 0,584 | 0,015 0,695 | -0,011 0,817 | 0,003 0,944 | -0,139 0,003 | -0,134 0,005 |
| DGOV | 0,021 0,464 | 0,030 0,266 | 0,024 0,477 | 0,025 0,463 | -0,071 0,037 | -0,064 0,068 |
| TAM | 1,643 0,000 | 0,554 0,074 | 1,080 0,002 | 0,810 0,025 | 2,033 0,000 | 2,413 0,000 |
| Controle de Ano | Não | Sim | Não | Sim | Não | Sim |
| R2 | 0,545 | 0,061 | 0,022 | 0,051 | 0,719 | 0,725 |
| R2 Ajustado | 0,487 | 0,041 | 0,016 | 0,032 | 0,683 | 0,684 |
| Durbin-Watson | 1,277 | 1,105 | 1,300 | 1,288 | 1,057 | 1,063 |
| Teste de Chow | F = 9,51 p = 0,000 | F = 9,46 p = 0,000 | F = 6,60 p = 0,000 | F = 6,72 p = 0,000 | F = 18,51 p = 0,000 | F = 18,13 p = 0,000 |
| Teste de Breusch-Pagan | x2 = 777,11 p = 0,000 | x2 = 831,94 p = 0,000 | x2 = 453,02 p = 0,000 | x2 = 479,93 p = 0,000 | x2 = 1.573,00 p = 0,000 | x2 = 1.627,58 p = 0,000 |
| Teste de Hausman | x2 = 23,66 p = 0,000 | x2 = 20,55 p = 0,247 | x2 = 9,31 p = 0,097 | x2 = 11,41 p = 0,835 | x2 = 35,79 p = 0,000 | x2 = 29,44 p = 0,000 |

Fonte: Dados da Pesquisa.

Na Tabela 5 são observados três modelos que permitem tomar decisão em relação à hipótese 1 da pesquisa. O primeiro tem como variável dependente a L_REMVTT (Remuneração variável total dos executivos não explicada pelo desempenho), esta não se mostrou diretamente relacionada ao ASG. O segundo modelo tem como variável de interesse a L_REMVCP (Remuneração variável dos executivos não explicada pelo desempenho, exceto remuneração por ações) e esta não se mostrou estar diretamente relacionada com o ASG.

Por fim, o terceiro modelo tem como variável de interesse a L_REMACOES (Remuneração por ações dos executivos não explicada pelo desempenho). Neste

modelo, observa-se que a L_REMACOES mostrou-se estar relacionada diretamente com o ESG de modo significativo e negativo. Os resultados indicam que as práticas ESG reduzem o desalinhamento entre remuneração variável dos executivos e desempenho organizacional, não sendo rejeitada a hipótese de pesquisa.

Ao observar o efeito dos pilares da ESG sobre o desalinhamento entre remuneração variável baseada em ações dos executivos e o desempenho organizacional, os resultados oferecem indícios interessantes. Sendo assim, os pilares social e de governança influenciam na redução do desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional. Contudo, o pilar ambiental influencia positivamente o desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional. Em geral, a hipótese de pesquisa não é rejeitada para os pilares social e de governança, contudo, pode ser rejeitada para o efeito exercido pelo pilar ambiental.

Os resultados revelam que as práticas ESG influenciam de modo significativo e negativo no L_REMACOES (Desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional). Uma possível explicação para essa discrepância reside na percepção dos investidores e gestores de fundos em relação aos riscos associados às práticas ASG. Embora essas práticas possam melhorar o desempenho operacional e reduzir o risco a longo prazo, os investidores podem interpretar certas iniciativas ASG, como investimentos em sustentabilidade ambiental ou responsabilidade social, como despesas de curto prazo que diminuem os lucros imediatos. Nesta direção, alinhar as práticas de remuneração a iniciativas de ESG de longo prazo pode não parecer uma iniciativa satisfatória neste primeiro momento.

Na Dimensão Ambiental (DAMB), os resultados indicam uma influência positiva na L_REMACOES. Assim, as empresas que demonstram um forte compromisso com práticas ambientais responsáveis e sustentáveis estão recompensando seus executivos com remunerações por ações mais elevadas, independentemente do desempenho financeiro. Essa descoberta reflete a crescente conscientização sobre as questões ambientais e a importância de estratégias de sustentabilidade nas empresas, que são valorizadas pelos investidores e influenciam positivamente a remuneração dos executivos.

No escopo da Dimensão Social (DSOC), observa-se que há uma influência negativa desta dimensão sobre o L_REMACOES. Assim, diante desses resultados pode-se inferir que as empresas podem incorrer em custos significativos para

cumprir regulamentos e normas relacionadas à dimensão social, como programas de segurança ocupacional, treinamento de diversidade e inclusão, ou iniciativas de engajamento comunitário. Além disso, algumas partes interessadas podem ter expectativas elevadas em relação às práticas sociais das empresas, e qualquer desvio dessas expectativas pode resultar em reações negativas por parte dos investidores, funcionários, clientes ou comunidades locais.

Nesta direção, embora essa descoberta possa parecer contraditória à primeira vista, ela destaca a importância de uma análise holística e contextualizada das práticas empresariais. As empresas precisam equilibrar cuidadosamente os benefícios de longo prazo das práticas sociais com os custos e desafios imediatos que podem surgir, reconhecendo que o impacto dessas práticas no desempenho

No contexto dos resultados envoltos na governança, observa-se que a Dimensão de Governança Corporativa (DGOV) influencia de modo significativo e negativo no L_REMACOES (Desalinhamento entre remuneração baseada em ações e o desempenho organizacional). Isso sugere que, em algumas situações, as práticas de governança corporativa podem não estar alinhadas com os interesses dos acionistas e com a maximização do valor para a empresa.

Os resultados em relação à DGOV informam que, se as estruturas de governança corporativa das empresas não forem eficazes, os recursos da empresa podem ser alocados de forma ineficiente, resultando em investimentos ou despesas que não contribuem para o desempenho financeiro ou valorização das ações. Este processo pode interferir no nível de alinhamento entre agente e principal, uma vez que a falta de transparência ou independência nas estruturas de governança pode levar a conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas, resultando em decisões que beneficiam os executivos em detrimento dos interesses dos acionistas.

Se os sistemas de remuneração baseada em ações não estiverem alinhados com os objetivos de longo prazo da empresa, ou se não houver uma correlação clara entre desempenho e recompensa, isso pode resultar em um desalinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho organizacional. Nesta direção, a ausência de mecanismos eficazes de prestação de contas pode permitir que os gestores ajam de forma irresponsável ou busquem seus próprios interesses em detrimento dos interesses da empresa e dos acionistas.

Os resultados da pesquisa ampliam as questões relacionadas a ESG e o desalinhamento entre a remuneração e o desempenho (Jensen & Meckling, 1976).

Nesta direção, os incentivos que alinham os interesses dos agentes aos do principal estão envoltos em desempenho e voltados para o curto prazo (Silva et al., 2018). Além disso, as questões voltadas para as práticas ESG não colaboram para este alinhamento.

Os resultados em relação ao ESG e o desalinhamento entre a remuneração e o desempenho alinham-se às prerrogativas de Gillan et al. (2021), uma vez que a divulgação transparente de informações relacionadas às práticas ESG pode expor os riscos da empresa e os níveis de dificuldades que esta possui para gerenciar este processo. Nesta direção, nota-se um paradoxo o qual coloca em voga divulgar e correr o risco ou incorrer no custo de agência que envolve este processo. Essas decisões por vezes acabam se refletindo na configuração e divulgação das práticas ESG pelas empresas.

Outro ponto que resguarda os resultados da pesquisa em relação às práticas ESG e desalinhamento entre remuneração e desempenho é o fato da remuneração dos executivos não ser bem avaliada diante dos objetivos de longo prazo pregados pelas práticas ESG (Degenhart, Piccinin & Grodt, 2022; Lu, 2023). Assim, a pesquisa revela a necessidade das empresas de adotarem estruturas de remuneração eficazes que incentivem a responsabilidade e a prestação de contas em relação às práticas ESG.

Limites da Teoria da Agência nas Discussões entre das práticas ESG e desalinhamento entre remuneração executiva e o desempenho

Quando a pesquisa elege a Teoria da Agência para discutir as práticas ESG e o desalinhamento entre a remuneração executiva e o desempenho, automaticamente ilustra algumas limitações teóricas que podem ser expostas. A primeira delas está no fato da Teoria da Agência estar preocupada com a maximização do acionista (Jensen & Meckling, 1976). Por outro lado, as práticas ESG apresentam medidas de longo prazo, ou seja, os efeitos dos investimentos em ESG serão vistos no longo prazo pelas companhias. Este cenário, gera um descompasso entre a lógica convencional da agência e a demanda por investimentos a longo prazo em ESG.

As métricas ESG são medidas que nem sempre são divulgadas pelas empresas. Com isso, a escolha de medidas populares nas pesquisas garante maior fidelidade dos resultados (Degenhart, Martins & Hein, 2017; Leite & Hein, 2019). Por

outro lado, alinhar essas práticas à remuneração pode gerar conflitos, resultando em distorções na avaliação do desempenho das empresas.

Com o advento do ESG, as empresas podem criar mecanismos de fácil manipulação, principalmente para alinhar as perspectivas de curto prazo, advindos da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Com o olhar de longo prazo das práticas ESG (Gillan et al., 2021), este desequilíbrio pode levar os gestores a dar prioridade a estratégias que produzam resultados imediatos para preservar seus bônus, em vez de tomar decisões que proporcionem vantagens duradouras para a empresa e seus interessados.

A Teoria da Agência se concentra na interação entre acionistas e gestores, negligenciando a influência de outros coletivos (trabalhadores, comunidades, governos etc.). Por outro lado, a ESG demanda uma governança corporativa mais abrangente, que harmonize interesses variados. Portanto, a estratégia convencional da agência pode não conseguir lidar com essa complexidade.

6 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação do desempenho financeiro, de mercado e do ESG na remuneração dos executivos e no desalinhamento entre a remuneração executiva e o desempenho organizacional de empresas brasileiras. Os resultados da pesquisa apontam que Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) desempenha um papel de relevância significativa e negativa na Remuneração Variável Total dos Executivos (L_REMVTT) e na Remuneração Variável dos Executivos, excluindo a remuneração por ações e incluindo bônus e participação nos lucros (L_REMVCP).

Apesar de contrariar a literatura predominante no campo de estudos, esses resultados indicam a presença de um conflito de agência, cujas implicações podem gerar custos para as empresas a curto e longo prazo. Esse achado serve como um alerta, destacando a necessidade de reavaliação das práticas de remuneração pelas organizações, a fim de direcionar o foco dos gestores não apenas para resultados imediatos, mas também para o crescimento sustentável da empresa a longo prazo.

A pesquisa também revela que a percepção do mercado (QTOBIN), no que diz respeito ao valor da empresa, desempenha um papel positivo na configuração do pacote de remuneração variável dos executivos. Esse achado fortalece a ideia de

que satisfazer as expectativas do mercado pode resultar em ganhos para os executivos, contribuindo, assim, para a mitigação do conflito de agência. Esses resultados demonstram a importância da gestão eficaz e transparente, bem como da comunicação clara com o mercado financeiro.

As empresas que conseguem estabelecer uma reputação sólida e consistentemente entregam resultados, que atendem às expectativas dos investidores, são recompensadas com pacotes de remuneração mais atraentes para seus executivos. Esse processo cria um ambiente mais propício para o crescimento a longo prazo, mas também fortalece a relação entre os líderes da empresa e seus acionistas, à medida que trabalham em conjunto para promover o sucesso e a prosperidade da organização.

Em relação ao ESG, observa-se que este influencia de modo significativo e negativo a Remuneração variável total dos executivos não explicada pelo desempenho, ou seja, o desalinhamento entre a Remuneração e o desempenho pode ser explicado pelas práticas ESG. No entanto, esta explicação denota-se por cuidado. As práticas ESG, quando consideradas em seu conjunto, exercem uma influência negativa sobre a remuneração por ações dos executivos não explicada pelo desempenho. Este resultado reflete que as práticas ESG ajudam a diminuir o desalinhamento entre a remuneração variável dos executivos e o desempenho organizacional.

Os resultados da pesquisa sublinham a crescente sensibilidade do mercado em relação às práticas sustentáveis assumidas pelas empresas. O mercado financeiro está atento não apenas ao desempenho financeiro, mas também ao compromisso das empresas com questões ambientais, sociais e de governança. Empresas que demonstram responsabilidade nessas áreas tendem a criar um cenário de desalinhamento entre a remuneração dos executivos e o desempenho destas. É uma configuração muito delicada, pois coloca em voga as vantagens efetivas dos investimentos das práticas ESG nas empresas.

A pesquisa amplia o debate sobre a Teoria da Agência ao adotá-la como base para analisar as relações entre remuneração, desempenho e práticas Ambientais, Sociais e de Governança (ASG) nas empresas brasileiras. Observa-se que a estrutura de remuneração nas empresas da amostra se alinha ao desempenho, tanto no contexto de mercado quanto contábil, contribuindo para atenuar conflitos de agência. Esses resultados corroboram descobertas anteriores na literatura.

O avanço significativo da pesquisa está em explorar o desalinhamento entre remuneração e desempenho, juntamente com as práticas de ASG. Isso sugere que o conflito de agência pode ser exacerbado quando as empresas se destacam por suas práticas de ASG, criando um campo de estudo sobre as medidas de desempenho e recompensa que promovem esse alinhamento. Essa abordagem levanta questões sobre a sustentabilidade das empresas e a importância contínua de desenvolver práticas de negócios sustentáveis.

A pesquisa ressalta a importância de uma análise cuidadosa por parte dos agentes envolvidos. No contexto empresarial e prático, oferece uma oportunidade para discutir e revisar a estrutura dos planos de remuneração. Um dos principais insights é que as práticas ESG podem não contribuir para o alinhamento de interesses entre agentes e principais, o que pode ter repercussões significativas, inclusive na posição dos acionistas no mercado. Os investidores estão cada vez mais inclinados a apoiar empresas comprometidas com práticas ESG, o que pode influenciar tanto as empresas no curto prazo quanto no longo prazo. Essa dinâmica destaca a necessidade de uma abordagem estratégica e sustentável por parte das empresas em relação às práticas ESG, não apenas para garantir a confiança dos investidores, mas também para promover sua própria viabilidade a longo prazo.

Em um contexto político, a pesquisa destaca a importância de alinhar a agenda das empresas com os objetivos globais estabelecidos na Agenda 2030 da ONU. Torna-se essencial expandir esse diálogo para abranger não apenas questões relacionadas à remuneração e ao desempenho, mas também as práticas ESG em nível mundial. As empresas operam em um ambiente cada vez mais globalizado, e a criação de uma linguagem comum em relação às práticas ESG emerge como uma agenda urgente. Isso não apenas promoverá a sustentabilidade e a responsabilidade corporativa, mas também ajudará as empresas a se adaptarem e a prosperarem em um mundo em constante mudança, contribuindo assim para o alcance dos objetivos de desenvolvimento sustentável estabelecidos pela ONU.

A pesquisa possui algumas limitações, que abrem espaço para a continuidade e perpetuidade da temática. De modo inicial, foram consideradas apenas empresas brasileiras no modelo. Para futuras pesquisas, recomenda-se que análises comparativas sejam realizadas com empresas de outras nações em desenvolvimento como o Brasil, com vistas a construir um campo disciplinar na temática a nível de características dos países. Além desse aspecto, a questão temporal pode ser uma limitação.

A Comissão de Valores Imobiliários já se posicionou, indicando que a partir de 2026 as empresas brasileiras deverão publicar informações de sustentabilidade atendendo às diretrizes do ISSB. Com isso, se abre espaço para uma vigilância em termos de verificar o efeito das práticas ESG na remuneração dos executivos em ambientes regulados. Com o reconhecimento dessas limitações e indagações para futuras pesquisas, espera-se que o campo disciplinar e os profissionais de mercado aloquem em suas agendas as questões envolvendo remuneração, desempenho e práticas ESG, como uma forma de construir um ambiente sustentável.

Artigo submetido em 09 de dezembro de 2024, aprovado em 12 de abril de 2025.

Editores de seção organizadores do Dossiê: Antonio Zanin, Edicreia Andrade dos Santos, Jonatas Dutra Sallaberry e Silvana Dalmutt Kruger

Editor responsável pela decisão editorial final: Jonatas Dutra Sallaberry

Editora da Revista e responsável pela diagramação: Christine da Silva Schröeder

Editora de texto: Isadora de Faveri Froemming

Os autores assinaram declaração concordando expressamente com a publicação deste artigo como preprint, atendendo ao especificado em <https://preprints.scielo.org/index.php/scielo/about/submissions>.

Declaração de contribuição dos autores

Renata Pesente: Conceituação; Curadoria de dados; Análise formal; Investigação; Metodologia; Escrita.

Cristian Baú Dal Magro: Curadoria de dados; Metodologia; Administração de projetos; Programas de computador; Supervisão; Validação; Visualização; Escrita – revisão e edição.

Sady Mazzioni: Supervisão; Validação; Visualização; Escrita – revisão e edição.

Mara Vogt: Supervisão; Validação; Visualização; Escrita – revisão e edição.

Declaração de conflito de interesse

Os autores declaram que não há conflito de interesse.

Declaração de disponibilidade de dados da pesquisa

Os conteúdos subjacentes ao texto da pesquisa já estão contidos no manuscrito e disponíveis sem restrições. O trabalho não considerou organizações, instituições ou marcas específicas, e/ou realizou pesquisa apenas com dados secundários.

Declaração de uso de Inteligência Artificial (IA)

Não foi utilizada IA no artigo.

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/10.1590/1982-7849rac2017160228>

Akram, F.; & Abrar ul haq, M. (2019). Assessing the effect of managerial power on firm performance through the perceptual lens of executive remuneration. *Journal of Social Sciences & Humanities*, 27(1), 293-309.

Andrade, L. P. de; Salazar, G. T.; Calegário, C. L. L.; & Silva, S. S. (2009) Relação do Conselho de Administração com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. *RAM - Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>

Anthony, R. N.; & Govindarajan, V. (2002). *Sistemas de controle gerencial*. São Paulo: Atlas.

Atkinson, A. A.; Banker, R. D.; Kaplan, R. S.; & Young, M. (2008). *Contabilidade gerencial* (2nd ed.). São Paulo: Atlas.

Attay, A. (2018). Performance sensitivity of executive pay: the role of ownership structure, board leadership structure and board characteristics. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1152-1168. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1456951>

Barkema, H. G.; & Gomez-Mejia, L. R. (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *Academy of Management Journal*, 41(2), 135-145. <https://doi.org/10.2307/257098>

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92. DOI: 10.1257/089533003769204362

Bebchuk, L. A.; & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp121>

- Becht, M.; & Delong, J. B. (2002). Corporate governance and control. Anais do NBER Macroeconomics Annual Conference, working paper9371. Cambridge, 168 p.
- Beuren, I. M.; Zanievicz, M. da S.; Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos Executivos Versus Desempenho das Empresas. Revista de Administração FACES Journal, 13(2), 8-25. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- Boone, A. L.; Casares Field, L; Karpoff, J. M.; & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. Journal of Financial Economics, 85(1), 66–101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
- Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. Strategic Management Journal, 15, p. 335-344.
- Brandão, I. de F.; Vasconcelos, A. C. de; Luca, M. M. M. de; 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>
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? Journal of Corporate Finance, 12(3), p. 403-423. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- Bruce, A., & Skovoroda, R. (2013). Bankers' bonuses and the financial crisis: Context, evidence and the rhetoric–policy gap. Business History, 55(2), 139–160. <https://doi.org/10.1080/00076791.2012.715283>
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2003) Transparency, financial accounting information, and corporate governance. Economic Policy Review, 9(1), 65-87. <https://ssrn.com/abstract=795547>
- Cadman, B.; Carter, M. E.; & Hillegeist, S. (2010) The incentives of compensation consultants and CEO pay. Journal of Accounting and Economics, 49(3), 263–280. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.03.002>
- Camargos, M. A.; Helal, D. H.; & Boas, A. P. (2007). Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR, Brasil.
- Campbell, K.; Johnston D; Sefcik S. E.; & Soderstrom N. S. (2007). Executive compensation and non-financial risk: an empirical examination. Journal of Accounting and Public Policy, 26(4), 436–462. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.03.002>
- Chen, Y.; & Jermias, J. (2014). Business strategy, executive compensation and firm performance. Accounting & Finance, 54(1), 113-134. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1326183>
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. Journal of Financial Economics, 87(1), 157–176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006>

Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO Compensation and Board Structure. *The Journal of Finance*, 64(1), p. 231-261. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x>

Coles, J.; Daniel, N.; & Naveen, L. (2008). Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>

Correia L. F.; Amaral H. G.; & Louvet P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37. <https://asaa.emnuvens.com.br/asaa/article/view/115/100>

De Matos, I. S. (2022). ESG and Executive Remuneration. In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance* (pp. 287-303). Cham: Springer International Publishing.

Degenhart, L., Martins, D. de L. C. da C., & Hein, N. (2017). Desempenho Econômico-Financeiro e Remuneração dos Diretores Executivos das Empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 118-135. Doi: 10.4025/enfoque.v36i3.33129

Degenhart, L., Piccinin, Y. G., & Grodt, J. A. D. S. Remuneração dos Executivos, ESG (Environmental, Social and Governance) e Desempenho de Empresas brasileiras Familiares e não Familiares. *Anais, 22 International Conference on Accounting*, São Paulo, SP.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. doi:10.5465/amr.1989.4279003

Ernel, M. D. A.; & Medeiros. V. (2020) Plano de Remuneração baseado em Ações: uma análise dos determinantes de sua utilização. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(82), 84-98. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201907620>

Essen, M., Otten, J.; & Carberry, E. J. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202. <https://doi.org/10.1177/0149206311429378>

Fávero, L. P. (2015) *Análise de dados: modelos de regressão com EXCEL®, STATA® e SPSS®*. São Paulo, Atlas.

Fávero, L.; Belfiore, P.; Silva, F.; Cham, B. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão*. São Paulo: Campus. 2009.

Firth, M.; Fung, P. M. Y.; & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776–785. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.01.014>

Fraile, I. A.; & Fradejas, N. A. (2013). Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. *European Management Journal*, 32(4), 646-657. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.10.003>

Freitas, M. R. O.; Pereira, G. M.; Vasconcelos, A. de C. de; & Luca, M. M. M. de. (2020). *Concentração Acionária Conselho de Administração e Remuneração de*

Executivos. ERA - Revista de Administração de Empresas, 60(5), 322-335.
<https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.10.003>

Ganzotto, A.; & Sonza, I. B. (2019). Compensar ou Monitorar os Executivos? Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia, 18(3), 393-418.
<https://doi.org/10.18593/race.20740>

Greene, W. H. *Econometric Analysis*. (5. ed.). Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.

Grodt, J. A. D. S. (2022). Environmental, social and governance (ESG): uma análise na perspectiva da sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, Rio Grande do Sul, RS.

Gujarati, D. N. (2011) *Econometria Básica*. 5ª ed. Porto Alegre : AMGH.

Gujarati, D. N.; & Porter D. C. (2011). *Basic Econometrics*. (5. ed.). New York, NY: The McGraw-Hill Companies, Inc.

Heisler, W. J. (2007). Ethical choices in the design and administration of executive compensation programs. *Business Horizons*, 50, 277–290.
<https://doi.org/10.1016/j.bushor.2006.12.001>

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código de melhores práticas de governança corporativa*. (5. ed.). São Paulo: IBGC.

Ihlenfeldt, E. L.; Colauto, R. D.; & Barros, C. M. E. (2019). Qualidade do Conselho de Administração na Internacionalização de Companhias Brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 15(4), 87-108. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019429>

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, 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. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure, and performance in continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41(2), 176–197.
<https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.04.002>

Leite, M.; & Hein, N. (2019). Relação entre Remuneração dos Executivos e o Desempenho Econômico e Financeiro em Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(1), 17-36.

Linck, J.; Netter, J.; & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>

Lu, L. (2023). ESG-based remuneration in the wave of sustainability. *Journal of Corporate Law Studies*, 23(1), 297-339.
<https://doi.org/10.1080/14735970.2023.2253888>

Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., & Zonatto, V. C. da S. (2021). Análise das relações entre independência do conselho de administração e o desalinhamento entre remuneração executiva e desempenho organizacional. In: Anais do International Conference in Management and Accounting -Congresso de Gestão e Controladoria da UnoChapecó -Congresso FURB de Ciências Contábeis - Congresso de Iniciação Científica. Anais[...] Chapecó, SC.

Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., de Souza, F. S., & Degenhart, L. (2023). Influência do Conselho de Administração e Concentração Acionária no Desalinhamento entre Remuneração Executiva e Desempenho. *Contabilidade Gestão e Governança*, 26(2), 181-212. <https://doi.org/10.51341/cgg.v26i2.3063>

Mascena, K. M. C. de; Barakat, S. R.; Isabella, G.; & Fischmann, A. A. (2020). A Influência da estrutura do Conselho de Administração e da concentração acionária na divulgação de relatórios GRI. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 22(3), 608-627. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i3.4075>

Méndez, C. F.; García, R. A.; & Rodríguez, E. F. (2011). Corporate governance and executive pay in the Spanish market. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9(2), 55-68. <https://doi.org/10.1016/j.srfe.2011.09.004>

Ntim, C. G.; Lindop, S.; Thomas, D. A.; Abdou, H.; & Opong, K. K. (2017). Executive pay and performance: the moderating effect of CEO power and governance structure. *The International Journal of Human Resource Management*, 30(6), 921-963. <https://doi.org/10.1080/09585192.2017.1282532>

Piccinin, Y. G. (2022). Environmental, social, governance (ESG) e desempenho corporativo: uma análise na perspectiva da folga financeira e da remuneração dos executivos. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, Rio Grande do Sul, RS.

Romaro, P., Santos, A. F. C., Serralvo, F. A. (2023) ESG esperanças, experiências e realidades, São Paulo : Estação das Letras e Cores.

Rosa Pinheiro, C., & da Costa, N. S. (2022). Os desafios do ESG: uma leitura a partir da teoria da agência. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, (31), 63-93.

Sarhan, A. A.; Ntim, C. G.; & Al-Najair, B. (2019). Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 761-786. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3534932>

Shleifer, A. & Vishny, R. A (1997). Survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.2307/2329497>

Silva, R. B.; Silva, D. S. C.; Luca, M. M. M. de; & Vasconcelos, A. de C. de; (2018). Remuneração dos Executivos e Indicadores de Desempenho em Empresas participantes do Ibovespa. *Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(3), 867-888. <https://doi.org/10.18593/race.v17i3.16721>

Silveira, A. D. M. da. (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo. Rio de Janeiro: Elsevier.

Simon, H. A. (1990). Bounded Rationality. *Utility and Probability*, 15–18.
[doi:10.1007/978-1-349-20568-4_5](https://doi.org/10.1007/978-1-349-20568-4_5)

Sora, S. A.; & Natale, S. M. (2004). The ethical dilemma of merging the roles of CEO and chairman of the board. *Corporate Governance*, 4(2), 64–68.
<https://doi.org/10.1108/14720700410534985>

Wood Jr., T.; & Picarelli Filho, V. (2004). *Remuneração e Carreira por Habilidades e por Competências*. São Paulo: Atlas.

Zorn, M. L.; Shropshire, C.; Martin, J. A.; Combs, J. G.; & Ketchen Jr., D. J. (2017). Home alone: the effects of lone-insider boards on CEO pay, financial misconduct, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2623-2646.
<https://doi.org/10.1002/smj.2661>

Este preprint foi submetido sob as seguintes condições:

- Os autores declaram que os necessários Termos de Consentimento Livre e Esclarecido de participantes ou pacientes na pesquisa foram obtidos e estão descritos no manuscrito, quando aplicável.
- Os autores declaram que a elaboração do manuscrito seguiu as normas éticas de comunicação científica.
- Os autores declaram que estão cientes que são os únicos responsáveis pelo conteúdo do preprint e que o depósito no SciELO Preprints não significa nenhum compromisso de parte do SciELO, exceto sua preservação e disseminação.
- Os autores declaram que os dados, aplicativos e outros conteúdos subjacentes ao manuscrito estão referenciados.
- O manuscrito depositado está no formato PDF.
- Os autores declaram que a pesquisa que deu origem ao manuscrito seguiu as boas práticas éticas e que as necessárias aprovações de comitês de ética de pesquisa, quando aplicável, estão descritas no manuscrito.
- Os autores declaram que uma vez que um manuscrito é postado no servidor SciELO Preprints, o mesmo só poderá ser retirado mediante pedido à Secretaria Editorial do SciELO Preprints, que afixará um aviso de retratação no seu lugar.
- Os autores concordam que o manuscrito aprovado será disponibilizado sob licença [Creative Commons CC-BY](#).
- O autor submissor declara que as contribuições de todos os autores e declaração de conflito de interesses estão incluídas de maneira explícita e em seções específicas do manuscrito.
- Os autores declaram que o manuscrito não foi depositado e/ou disponibilizado previamente em outro servidor de preprints ou publicado em um periódico.
- Caso o manuscrito esteja em processo de avaliação ou sendo preparado para publicação mas ainda não publicado por um periódico, os autores declaram que receberam autorização do periódico para realizar este depósito.
- O autor submissor declara que todos os autores do manuscrito concordam com a submissão ao SciELO Preprints.