

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Yvelise Giacomello Piccinin

***ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) E DESEMPENHO
CORPORATIVO: UMA ANÁLISE NA PERSPECTIVA DA FOLGA
FINANCEIRA E DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS***

Santa Maria, RS
2022

Yvelise Giacomello Piccinin

***ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) E DESEMPENHO
CORPORATIVO: UMA ANÁLISE NA PERSPECTIVA DA FOLGA FINANCEIRA E DA
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial à obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Larissa Degenhart

Santa Maria, RS
2022

This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Finance Code 001

Piccinin, Yvelise Giacomello
Environmental, social, governance (ESG) e desempenho corporativo: uma análise na perspectiva da folga financeira e da remuneração dos executivos / Yvelise Giacomello Piccinin.- 2022.
129 p.; 30 cm

Orientador: Larissa Degenhart
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2022

1. ESG 2. Desempenho corporativo 3. Folga financeira
4. Remuneração dos executivos 5. Brasil I. Degenhart,
Larissa II. Título.

Sistema de geração automática de ficha catalográfica da UFSM. Dados fornecidos pelo autor(a). Sob supervisão da Direção da Divisão de Processos Técnicos da Biblioteca Central. Bibliotecária responsável Paula Schoenfeldt Patta CRB 10/1728.

Declaro, YVELISE GIACOMELLO PICCININ, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

Yvelise Giacomello Piccinin

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) E DESEMPENHO CORPORATIVO: UMA ANÁLISE NA PERSPECTIVA DA FOLGA FINANCEIRA E DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Aprovada em 22 de setembro de 2022.

Larissa Degenhart, Dr.^a (UFSM)
(Presidente/Orientadora)

Lucas Veiga Ávila, Dr. (UFSM)
(Membro Interno)

Micheli Aparecida Lunardi, Dr.^a (FURB)
(Membro Externo)

Santa Maria, RS

2022

AGRADECIMENTOS

À Deus que me sustenta, me fortalece, me guia. A meus pais por acreditarem que a educação transforma. Obrigada por todo apoio e suporte.

A minha orientadora, Prof.^a Dr.^a Larissa Degenhart, exemplo de humildade e sabedoria, agradeço pela acolhida, incentivo e ajuda, por fazer muito mais do que seu papel, por facilitar o caminho percorrido e por ser uma grande amiga. Foi um verdadeiro privilégio ser sua orientanda. Todo o meu respeito, apreço e admiração.

Aos colegas/amigos do PPGCC/UFSM, em especial, ao Jonas, a Ediane e ao Clayton, pelo apoio, carinho e força para seguirmos em meio às dificuldades. Uma honra ter convivido este tempo com vocês. Aos professores e ao programa do PPGCC/UFSM pelo compartilhamento de conhecimentos e vivências. Ao Prof. Dr. Lucas Veiga Ávila e à Prof.^a Dr.^a Micheli Aparecida Lunardi pelo tempo dedicado a esta dissertação e pelas valiosas contribuições e sugestões.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001, agradeço o auxílio financeiro, que me permitiu a concretização deste mestrado. À Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio Grande do Sul (FAPERGS) e a Universidade Regional de Blumenau (FURB) pelo apoio e recursos disponibilizados para a realização desta pesquisa.

À Universidade Federal de Santa Maria (UFSM) pela oportunidade de poder ter acesso a um curso de formação gratuito e de qualidade. E por fim, a todos que contribuíram de alguma forma para que essa trajetória fosse concluída, muito obrigada!

“O homem, em sua inteligência, deve vislumbrar o futuro, imaginar o muro erguido, regozijar-se com a proteção e projeção do feito. Mas também é próprio da inteligência perceber o tijolo, a pessoa que lhe entrega a régua e a outra que conduz o carrinho de mão. O autor da obra nunca é o autor da obra, mas o coautor. Na vida, os feitos são sempre em coautoria. Sempre há um concurso de pessoas que concorrem para o prêmio, ainda que o prêmio seja de um só”.

(SAMER AGI, 2022, p. 57).

RESUMO

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) E DESEMPENHO CORPORATIVO: UMA ANÁLISE NA PERSPECTIVA DA FOLGA FINANCEIRA E DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

Autora: Yvelise Giacomello Piccinin

Orientadora: Larissa Degenhart

A crescente atenção dada às questões atreladas à sustentabilidade levou a uma ampliação da divulgação de informações relativas a ações ambientais, sociais e de governança das organizações. Neste contexto, muito se discute na literatura se as divulgações ESG realmente contribuem ou oneram o desempenho corporativo, além de se avaliar quais seriam os possíveis impulsionadores. A presença de folga financeira pode trazer maior flexibilidade com a aplicação de recursos, podendo usá-los em atividades ESG. Por sua vez, a remuneração de executivos pode atuar como mecanismo de alinhamento na supressão de conflito de interesses entre agente e principal, impulsionando atividades sustentáveis. Assim, o objetivo deste trabalho é analisar o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. A amostra desbalanceada constituiu-se de 107 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2016 a 2021, totalizando 483 observações anuais. Para a análise dos dados, realizou-se a regressão linear por Mínimos Quadrados Ordinários (OLS). Os resultados, no geral, indicam que as atividades ESG (geral e pilares ambiental, social e governança) impactam positivamente o desempenho corporativo (econômico-financeiro: ROA e ROE; e, de mercado: Q de Tobin e *Market to Book*) em empresas brasileiras, além de a folga financeira e a remuneração de executivos, serem propulsoras da relação entre ESG e desempenho corporativo. Esses resultados indicam que organizações com recursos excedentes e mecanismos remuneratórios adequados tendem a realizar ações ambientais, sociais e de governança e conseqüentemente, gerar retornos positivos no desempenho corporativo. Entretanto, pode-se presumir duas possibilidades: a existência de recursos excedentes é mais relevante do que uma política remuneratória consolidada, ou as práticas desempenhadas pelas empresas analisadas, não estão conseguindo atender todos os aspectos de incentivos salariais capazes de impulsionar a relação ESG-desempenho corporativo. Tal presunção se deve aos efeitos mais predominantes da variável folga financeira nas relações analisadas. Além disso, devido à baixa significância obtida nas relações com o *score* governança, pode-se pressupor que este pilar tem carências de pontos de implementação ou os já aplicados não estão sendo executados adequadamente. Os achados desta pesquisa incentivam investimentos sustentáveis e buscam promover a continuidade das empresas brasileiras, visto os efeitos benéficos das práticas ESG no desempenho corporativo. Outrossim, os resultados contribuem com os investidores e acionistas ao revelar que estes devem levar em consideração as características empresariais ao decidirem sobre seus investimentos, a fim de analisar com maior cautela para contextos de escassez de recursos, menores índices ESG e remunerações de executivos que não geram congruência entre objetivos organizacionais e pessoais do executivo.

Palavras-chave: ESG. Desempenho corporativo. Folga financeira. Remuneração dos executivos. Brasil.

ABSTRACT

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE (ESG) AND CORPORATE PERFORMANCE: AN ANALYSIS FROM THE PERSPECTIVE OF FINANCIAL SLACK AND EXECUTIVES COMPENSATION

AUTHOR: Yvelise Giacomello Piccinin

ADVISOR: Larissa Degenhart

The growing attention given to issues linked to sustainability led to an increase in the dissemination of information related to environmental, social and governance initiatives. In this context, has much discussed in the literature on whether ESG disclosures contribute to or burden corporate performance and assess the possible intermediates. Financial slack can bring greater flexibility with the application of resources, being able to use them in ESG activities. In turn, executive compensation can act as an alignment mechanism in suppressing conflict of interest between agent and principal, promoting sustainable activities. Thus, this research aims to analyze the moderating effect of financial slack and executive compensation on the relationship between ESG and economic-financial and market performance in Brazilian companies. The unbalanced sample consisted of 107 companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3), from 2016 to 2021, totaling 483 annual observations. For data analysis, linear regression by Ordinary Least Squares (OLS) was performed. Overall, the results indicated that ESG activities (general and environmental, social and governance pillars) positively impact corporate performance (economic-financial: ROA and ROE; and, market: Tobin's Q and Market to Book) in Brazilian companies, in addition to financial slack and executive compensation, driving the relationship between ESG and corporate performance. These results indicate that organizations with surplus resources and adequate compensation mechanisms drive environmental, social and governance actions and, consequently, generate positive returns in corporate performance. However, two possibilities can be assumed: the existence of surplus resources is more relevant than a consolidated remuneration policy, or the practices performed by the analyzed companies are not to meet all aspects of salary incentives capable of boosting the relationship between ESG and corporate performance. Such presumption is due to the most predominant effects of the variable financial slack in the analyzed relationships. Furthermore, due to the low significance obtained in the relationship with the governance score, it can be assumed that this pillar lacks implementation points or those already applied are not being properly executed. The findings of this research encourage sustainable investments and seeks to promote the continuity of Brazilian companies, given the beneficial effects of ESG practices on corporate performance. In addition, the results contribute to investors and shareholders by revealing that they must consider the business characteristics when deciding on their investments, to analyze with greater caution for contexts of the scarcity of resources, lower ESG indexes, and executive remunerations that they do not generate congruence between the executive's organizational and personal objectives.

Keywords: ESG. Corporate performance. Financial Slack. Executive Compensation. Brasil.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Modelo teórico de análise e visão geral das hipóteses de pesquisa.....	56
FIGURA 2 – Trajetória da pesquisa.....	78

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Estudos anteriores que fundamentam a lacuna teórica da pesquisa	23
QUADRO 2 – Constructo da pesquisa	61
QUADRO 3 - Pontuações do relatório ESG	66
QUADRO 4 – Síntese dos resultados das hipóteses testadas	109

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Amostra da pesquisa	60
TABELA 2 – Estatística descritiva das variáveis da pesquisa	80
TABELA 3 – Matriz de correlação das variáveis de pesquisa	84
TABELA 4 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho ROA	85
TABELA 5 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho ROE	87
TABELA 6 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho Q de Tobin	89
TABELA 7 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho <i>Market to Book</i>	91
TABELA 8 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e ROA	92
TABELA 9 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e ROE.....	94
TABELA 10 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e Q de Tobin	95
TABELA 11 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e <i>Market to Book</i>	96
TABELA 12 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e ROA	98
TABELA 13 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e ROE	99
TABELA 14 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e QT	100
TABELA 15 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e MTB.....	101

LISTA DE EQUAÇÕES

EQUAÇÃO 1 – Modelo de regressão OLS dos efeitos ESG no desempenho corporativo.....	75
EQUAÇÃO 2 – Modelo de regressão OLS do efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e desempenho corporativo	76
EQUAÇÃO 3 – Modelo de regressão OLS do efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho corporativo.....	76

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC	Ativo Circulante
AF	Alavancagem Financeira
AMB	Pilar Ambiental
AT	Ativo Total
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executives Offices</i>
CREM	Comitê de Remuneração
DUACA	Dualidade do Conselho de Administração
ESG	Ambiental, Social e Governança ou <i>Environmental, Social and Governance</i>
FF	Folga Financeira
GOV	Pilar de Governança
INDCA	Independência do Conselho de Administração
IVM	Índice de Valor de Mercado
LL	Lucro Líquido
MTB	<i>Market to Book</i>
OLS	Mínimos Quadrados Ordinários
ONU	Organização das Nações Unidas
PBV	<i>Price Book Value</i>
PC	Passivo Circulante
PCD	<i>Price Cash Dividends</i>
PER	<i>Price Earning Ratio</i>
PL	Patrimônio Líquido
PPGCC	Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
PSR	<i>Price Sales Ratio</i>
QA	Quantidade de ações
QT	Q de Tobin
RA	Retorno Acionário
REMCEO	Remuneração dos Executivos
ROA	Retorno sobre os Ativos
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido

RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SOC	Pilar Social
SSE	Bolsa de Valores Sustentável
TAM	Tamanho da Empresa
TAMCA	Tamanho do Conselho de Administração
UFSM	Universidade Federal de Santa Maria
VA	Valor da ação
VBR	Teoria da Visão Baseada em Recursos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA	20
1.2	OBJETIVOS DA PESQUISA	23
1.2.1	Objetivo geral	24
1.2.2	Objetivos específicos	24
1.3	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	24
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	27
2	REVISÃO DE LITERATURA	28
2.1	<i>ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE – ESG</i>	28
2.2	DESEMPENHO CORPORATIVO	31
2.2.1	Desempenho Econômico-Financeiro	31
2.2.2	Desempenho de Mercado	32
2.3	FOLGA FINANCEIRA	34
2.4	REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS	35
2.5	HIPÓTESES DE PESQUISA E MODELO TEÓRICO	37
2.5.1	Efeitos do nível de divulgação ESG no Desempenho Corporativo	37
2.5.1.1	<i>Efeitos do nível de divulgação ESG no Desempenho Econômico-Financeiro</i>	38
2.5.1.2	<i>Efeitos do nível de divulgação ESG no Desempenho de Mercado</i>	42
2.5.2	Efeito moderador da Folga Financeira na relação entre ESG e Desempenho Corporativo	46
2.5.2.1	<i>Efeito moderador da Folga Financeira na relação entre ESG e Desempenho Econômico-Financeiro</i>	46
2.5.2.2	<i>Efeito moderador da Folga Financeira na relação entre ESG e Desempenho de Mercado</i>	49
2.5.3	Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e Desempenho Corporativo	51
2.5.3.1	<i>Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e Desempenho Econômico-Financeiro</i>	51
2.5.3.2	<i>Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e Desempenho de Mercado</i>	53
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	58

3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	58
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA	59
3.3	CONSTRUCTO DA PESQUISA	60
3.3.1	Variável dependente – Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado	62
3.3.1.1	Retorno sobre o Ativo	63
3.3.1.2	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	63
3.3.1.3	Q de Tobin.....	64
3.3.1.4	<i>Market to Book</i>	65
3.3.2	Variável independente – ESG	66
3.3.2.1	Nível de divulgação ESG	67
3.3.2.2	Nível de divulgação Ambiental.....	67
3.3.2.3	Nível de divulgação Social.....	68
3.3.2.4	Nível de divulgação de Governança.....	68
3.3.3	Variável independente – moderadora – Folga Financeira	68
3.3.4	Variável independente – moderadora – Remuneração dos Executivos	69
3.3.5	Variáveis de Controle – Governança Corporativa.....	70
3.3.5.1	Tamanho do Conselho de Administração	70
3.3.5.2	Independência do Conselho de Administração	71
3.3.5.3	Comitê de Remuneração	71
3.3.6	Variáveis de Controle – Específicas da empresa	72
3.3.6.1	Tamanho da empresa.....	72
3.3.6.2	Alavancagem Financeira	73
3.3.6.3	Idade da Empresa	73
3.4	PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DOS DADOS	74
3.4.1	Procedimentos Preliminares.....	74
3.4.2	Primeira Etapa da Análise	76
3.4.3	Segunda Etapa da Análise	75
3.4.4	Terceira Etapa da Análise	76
3.5	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	77
3.6	TRAJETÓRIA DA PESQUISA.....	78
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	80
4.1	ANÁLISES PRELIMINARES – ESTATÍSTICA DESCRITIVA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO	80

4.2	ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O NÍVEL DE DIVULGAÇÃO ESG E O DESEMPENHO CORPORATIVO	85
4.3	ANÁLISE DO EFEITO MODERADOR DA FOLGA FINANCEIRA NA RELAÇÃO ENTRE ESG E O DESEMPENHO CORPORATIVO	92
4.4	ANÁLISE DO EFEITO MODERADOR DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS NA RELAÇÃO ENTRE ESG E O DESEMPENHO CORPORATIVO.....	97
4.5	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	102
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	112
5.1	CONCLUSÕES.....	112
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	116
	REFERÊNCIAS	117

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, a crescente atenção dada às questões de sustentabilidade levou a uma expansão do *disclosure* de informações de práticas ambientais, sociais e de governança das empresas (LI et al., 2018). Em 2004, a partir dos pedidos de Kofi Anon, Secretário geral das nações Unidas, a conferência delimitou um relatório denominado *Environmental, Social and Governance* (ESG), que buscava aumentar a divulgação das organizações frente a suas atividades sustentáveis e de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (SAYGILI; ARSLAN; BIRKAN, 2021). Conforme a Bolsa de Valores Sustentável (SSE) da Organização das Nações Unidas (ONU), recomenda-se e presume-se que todas as grandes companhias devem relatar o impacto de suas atividades ESG até 2030 (SSE, 2015).

Fornecedores, consumidores, funcionários, investidores e órgãos governamentais pressionam as empresas a desenvolver e implementar práticas de RSC, conforme Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021). Para Gillan, Koch e Starks (2021) os termos RSC e ESG podem ser considerados sinônimos, contudo, ESG acaba sendo mais abrangente por deixar evidenciado explicitamente a inclusão de aspectos de governança, enquanto na RSC a governança está subentendida. Portanto, nesta pesquisa, o foco está nas divulgações ESG.

Organizações mais sustentáveis, apresentam políticas de governança mais sólidas, menor volatilidade de lucros e acesso a fundos de custo inferior (LI et al., 2018). Ademais, investidores recompensam boas ações da companhia (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021), gerando vantagem competitiva e crescimento ao longo dos anos (SCHRAMADE, 2016) e aumentando o engajamento em questões ambientais e sociais (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016).

Outra contribuição desta integração consiste na melhoria da avaliação da empresa frente à indicadores não financeiros, como aceitação e satisfação do consumidor, melhorias no bem-estar, ética e imagem corporativa, além de atendimento de anseios de partes interessadas e acionistas (JASNI et al., 2020). Torna-se relevante que incentivos governamentais sejam realizados para impulsionar as divulgações ESG e motivar acionistas (JALLAI, 2020).

Apesar da atenção constante das partes interessadas, muito se discute na literatura se divulgações ESG realmente contribuem ou oneram o desempenho corporativo, além de se avaliar quais seriam os possíveis motivadores (LI et al., 2018). Assim denota-se por meio dos achados anteriores que não se tem uma resposta definitiva, sendo os resultados obtidos

divergentes. Pesquisas que analisaram a relação entre ESG e desempenho corporativo têm sido amplamente realizadas (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021).

Os resultados dos efeitos do nível de divulgação ESG no desempenho corporativo variam de: positivos (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; LIANG; RENNEBOOG; 2017; LI et al., 2018; BUALLAY, 2019; JAVEED; LEFEN, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; VELTE, 2020; AZMI; HASSAN; HOUSTON, 2021; JOST et al., 2021); negativos (DI GIULI; KOSTOVETSKY, 2014; BIAN et al., 2016; ATAN et al., 2018; BUALLAY et al., 2020b; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; LUBIS; ROKHIM, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021); e sem significância (SERVAES; TAMAYO, 2013; NEKHLI et al., 2017; BUALLAY et al., 2020a; HSU; LIANG; MATOS, 2021).

Para McWilliams, Siegel e Wright (2006) estes resultados inconclusivos e discrepantes, deve-se muitas vezes a causas técnicas, como equívocos na definição das variáveis dependentes e independentes, amostras diferentes ou desenho de pesquisa deficiente. Ademais, os resultados também podem diferir devido ao contexto institucional do país onde as empresas estão inseridas, das políticas de governança, além da priorização, por parte da organização, de investimentos ambientais e sociais que não contribuam para a melhoria do desempenho empresarial (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016).

Como a pontuação ESG é uma combinação de três dimensões: ambiental (E), social (S) e de governança (G), os investimentos e ações ESG podem ocorrer de maneira diferenciada, ora priorizando um pilar em detrimento de outro (HUMPHREY; LEE; SHEN, 2012). Deste modo, analisar as dimensões individuais (E, S e G) possibilita perceber de que forma cada pilar contribui para a geração de valor ou diminuição do desempenho corporativo (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Portanto, este estudo também busca avaliar os pilares individualmente além do ESG geral. Analisar os pilares de forma individual torna mais preciso os resultados e influências de cada pilar na composição do ESG geral (ALAREENI; HAMDAN, 2020). Atividades ambiental e socialmente responsáveis, geram retornos e melhorias no comportamento empresarial, pois ao atrelar preceitos éticos e morais, melhoram sistemas, reduzem impactos adversos das atividades e uso de recursos, aperfeiçoando as relações com os *stakeholders* (LIN et al., 2020).

Outro fator a considerar, é que o desempenho corporativo possui dois enfoques principais, um embasado na contabilidade e outro no mercado, ou seja, um avalia a eficiência interna e o outro enfoca nas reações externas de investidores (ALAREENI; HAMDAN, 2020). Neste estudo, foram avaliadas as duas perspectivas, por meio das variáveis Retorno sobre os

Ativos (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), quanto ao desempenho econômico-financeiro; e, na perspectiva de mercado, considerou-se as medidas Q de Tobin e *Market to Book*.

Algumas variáveis podem atuar como moderadoras da relação ESG-desempenho corporativo, atenuando os efeitos, potencializando ou não gerando influência. Neste sentido, empresas que apresentam folga financeira possuem maior flexibilidade com a aplicação de recursos não comprometidos, podendo mobilizá-los para atividades discricionárias, como o ESG (LI et al., 2017). A adoção de tecnologias limpas, implementação de inovações, uso de energias sustentáveis, comprometimento com a sociedade e aprimoramento da gestão empresarial acabam impulsionando o desempenho corporativo por meio de melhorias ESG (SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019; YANG; JIANG; CHEN, 2021).

Além da folga financeira, os *Chief Executive Offices* (CEOs) têm papel crucial na tomada de decisão da companhia. Neste sentido, a remuneração de executivos também pode exercer influência potencializadora ou mitigadora entre a divulgação ESG e o valor corporativo (LI et al., 2018). Deste 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, além de não atuarem como impulsionares de atividades sustentáveis e, por consequência podendo gerar desvalorização da companhia (JENSEN; MECKLING, 1976; BIAN et al., 2016). Portanto, a investigação de variáveis moderadoras, como a folga financeira e a remuneração dos executivos, tornam-se pertinentes, com base na Teoria da Visão Baseada em Recursos e na Teoria da Agência.

A Teoria da Visão Baseada em Recursos expressa que a folga financeira e investimentos ESG podem ser considerados recursos internos valiosos, raros e inimitáveis (BARNEY, 1991), pois seu uso gera a obtenção de vantagem competitiva (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016). Enquanto a Teoria da Agência postula que os conflitos entre agente e principal são suprimidos pela remuneração adequada do CEO (JENSEN; MECKLING, 1976; BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020). Por fim, após esta breve introdução o estudo busca, na sequência, delimitar as lacunas identificadas e o problema de pesquisa.

1.1 LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA

Apesar dos esforços de pesquisadores em buscar analisar os reais efeitos do ESG sobre o desempenho corporativo, percebe-se que as pesquisas existentes na literatura, apresentam divergências quanto a uma possível maximização ou minimização de retornos, além da neutralidade e insignificância dessas atividades para a companhia (HAN; KIM; YU, 2016).

Os efeitos positivos, possivelmente, são motivados pelo fato que atividades ESG melhoram a eficiência operacional, pela redução de resíduos e recursos, criando valor para o acionista, por meio de maiores retornos e menor volatilidade e risco das ações (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). Os efeitos negativos, podem estar atrelados a negligência em se investir em atividades mais rentáveis ao invés de ESG (LI et al., 2018). Atividades de ESG são dispendiosas, trazendo retornos de ações insignificantes (LIN et al., 2020). Os achados inconclusivos podem ser ocasionados por causas técnicas, como erros na definição das variáveis ou desenho de pesquisa com problemas (MCWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006).

Outro ponto a se avaliar, consiste no fato que Li et al. (2018) e Velte (2020) destacam ao afirmar que a literatura anterior acaba por negligenciar o papel moderador no vínculo entre ESG e desempenho corporativo. Assim, juntamente com este contexto de resultados contraditórios, diversos autores abordam que a relação entre ESG e desempenho empresarial pode ser potencializada por outras variáveis, como por exemplo, as analisadas em estudos anteriores, como a folga financeira (LI et al., 2017; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021) e a remuneração dos executivos (BIAN et al., 2016; LI et al., 2018; JAVEED; LEFEN, 2019; VELTE, 2020), constructos estes pouco explorados no Brasil, configurando-se uma lacuna teórica identificada.

O estudo de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), analisou os efeitos moderadores da folga financeira na relação entre ESG e seus pilares no desempenho econômico-financeiro de empresas multinacionais do Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. No entanto, analisou apenas o desempenho econômico-financeiro mensurado pelo ROA (e um teste de robustez com o Q de Tobin). Destaca-se este como o único estudo que analisou o contexto brasileiro, adotando parcialmente o constructo desta pesquisa.

Estudos analisaram relação semelhante. Lin et al. (2020) avaliaram empresas dos Estados Unidos (EUA), na relação entre ESG e desempenho empresarial medido pelo ROA e o ROE, moderado pela folga financeira, sem utilizar os pilares do ESG (ambiental, social e governança). Li et al. (2017) exploraram o impacto da responsabilidade ambiental no

desempenho medido pelo ROA e estudaram o papel moderador da folga financeira em empresas chinesas com uso excessivo de energias, de 2012 a 2014.

Esta pesquisa se diferenciou do estudo de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), Lin et al. (2020) e Li et al. (2017) ao propor a análise do ROA e do ROE para mensurar o desempenho econômico-financeiro e por adicionar o desempenho de mercado, mensurado pelo Q de Tobin e *Market to Book*. Buscou-se, também, avaliar os pilares ESG e não apenas o *score* geral ESG. Portanto, até onde sabemos, tais relacionamentos não foram confirmados no Brasil.

De acordo com os pressupostos da Teoria da Visão Baseada em Recursos, a folga financeira possibilita que a organização tenha recursos para focar em atividades ESG que potencializarão o desempenho corporativo (LIN et al., 2020). Deste modo, presumiu-se que um possível relacionamento positivo entre ESG e desempenho empresarial tenderia a ser mais proeminente em organizações que apresentem uma maior folga financeira.

O efeito moderador da remuneração dos executivos, na relação entre ESG e desempenho corporativo sustenta a ideia de que, executivos com maior poder, terão maiores incentivos a utilizar atividades ESG para melhorar o desempenho, já que são essenciais para as decisões de investimento empresarial (BIAN et al., 2016). Portanto, além da folga financeira, são propostos na análise da relação entre ESG e desempenho corporativo, os efeitos moderadores da remuneração dos executivos, visto que no contexto brasileiro tais relacionamentos conjuntos ainda não foram observados, o que motiva a realização desta pesquisa.

Na literatura, estudos analisaram a relação entre ESG e desempenho corporativo, com moderação da remuneração dos executivos. 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 (Q de Tobin) e com uma análise adicional utilizando o ROA, no contexto de empresas do Reino Unido. No entanto, não analisaram os efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho medidos pelo ROE e *Market to Book*, e os efeitos da moderação conjugados ao pilar de governança.

Outro estudo foi o realizado por Javeed e Lefen (2019) em que avaliaram os efeitos da RSC no ROA e no 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 de executivos sobre a remuneração total dos conselheiros do conselho de administração, como uma espécie de remuneração dos executivos, pela métrica proposta por Veprauskaite e Adams (2013), a qual também foi utilizada neste estudo.

Na Alemanha, Velte (2020) investigou se o ESG e suas dimensões 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. Por fim, Bian et al. (2016) avaliaram empresas australianas utilizando apenas os tipos de remuneração como moderadores da relação entre ESG e Q de Tobin. Para tanto, esta pesquisa se diferencia dos estudos de Li et al. (2018), Bian et al. (2016) Velte (2020) e Javeed e Lefen (2019), por analisar a variável ESG e suas dimensões, além de analisar quatro indicadores de desempenho corporativo (ROA, ROE, Q de Tobin e *Market to Book*).

A remuneração do CEO possibilita avaliar como as formas de remunerações baseadas em incentivos atuam, bem como, se a existência de um salário atrativo, acarreta em executivos que tendem a usar sua influência para atender os interesses dos *stakeholders* e acionistas, além de investir em projetos ESG que busquem beneficiar o desempenho corporativo (VELTE, 2020). Uma maior remuneração do CEO, frente a dos conselheiros, acaba por promover uma maior confiança das partes interessadas, aumentando o desempenho da companhia (LI et al., 2018). Para tanto, analisar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho corporativo, torna-se pertinente.

Deste modo, espera-se que a remuneração fosse capaz de suprimir o conflito de interesses entre CEO e acionistas, funcionando como um incentivo de alinhamento, mitigando custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Em contrapartida, incentivos inadequados na remuneração poderiam gerar comportamentos maléficis dos executivos, além de não serem eficazes para impulsionar atividades sustentáveis e a buscar a valorização da companhia (BIAN et al., 2016).

Portanto, no Brasil, até onde pesquisamos, apenas foram analisados os efeitos moderadores da folga financeira na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro (ROA) e na presente pesquisa foram analisados o desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*) e o desempenho econômico-financeiro (ROA; ROE), sendo uma das lacunas identificadas na literatura. Portanto, não foram identificados estudos que analisaram o constructo como um todo proposto nesta pesquisa, tanto no Brasil como em outros países, o que motiva e justifica o desenvolvimento desta pesquisa.

Neste sentido, pressupõe-se que a folga financeira e a remuneração dos executivos podem ajudar a explicar os resultados divergentes encontrados nos estudos sobre o nível de divulgação ESG e seus pilares e o desempenho econômico-financeiro e de mercado, pois

dependendo destes fatores nas organizações (folga financeira e remuneração dos executivos), a relação entre ESG e desempenho corporativo pode ser potencializada ou amenizada.

O Quadro 1 sintetiza a relação de estudos anteriores, de forma a organizar graficamente, as lacunas que embasaram a elaboração do modelo teórico proposto nesta pesquisa.

Quadro 1 – Estudos anteriores que fundamentam a lacuna teórica da pesquisa

Estudo /Ano	Contexto	Variável independente	Variável dependente	Variável moderadora
Bian et al. (2016)	Empresas da Austrália	ESG	Q de Tobin	Vários tipos de remuneração
Li et al. (2017)	Empresas chinesas com uso excessivo de energias	Pilar Ambiental	ROA	Folga Financeira
Li et al. (2018)	Empresas do Reino Unido	ESG, pilar ambiental e social	Q de Tobin e ROA (análise adicional)	Razão entre remuneração de executivos e a remuneração total dos conselheiros do conselho de administração
Javeed e Lefen (2019)	Empresas do Paquistão	ESG	ROA e ROE	
Lin et al. (2020)	Empresas dos Estados Unidos	ESG	ROA e o ROE	Folga Financeira
Velte (2020)	Empresas da Alemanha	ESG e pilares	ROA	Índice da remuneração de CEOs, tempo de mandato e porcentagem de ações que o executivo possui da empresa.
Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021)	Multinacionais do Brasil, Chile, Peru, Colômbia e México	ESG e seus pilares	ROA e Q de Tobin (teste de robustez)	Folga Financeira

Fonte: Elaborado pela autora.

A partir das lacunas identificadas na literatura e visando contribuir com a discussão das temáticas propostas na academia, o estudo busca responder à seguinte pergunta de pesquisa: *Qual o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras?*

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Para responder à questão de pesquisa, a presente subseção delimita os objetivos de desenvolvimento da pesquisa. Enquanto, o objetivo geral é a essência do que se almeja verificar,

o foco; os objetivos específicos traçam os passos e etapas para se cumprir o objetivo geral e a problemática de pesquisa.

1.2.1 Objetivo geral

Para que fosse possível desenvolver as concepções para fundamentar o questionamento de pesquisa proposto, o estudo teve como objetivo geral analisar o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras.

1.2.2 Objetivos específicos

Para atingir o objetivo geral delimitado, este estudo buscou de maneira específica:

- a) Investigar o efeito do ESG no desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras;
- b) Analisar o efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras; e,
- c) Investigar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

Esta pesquisa justifica-se, inicialmente, por analisar o *Environmental, Social and Governance* (ESG), sendo estas atividades reportadas em informações adicionais, que enfocam em aspectos não financeiros e diferentes dos reportados pela contabilidade, fornecendo maior compreensão das atividades empresariais. Por ser um termo emergente o ESG, têm ganhado notoriedade no decorrer dos anos (LI et al., 2018; JAVEED; LEFEN, 2019). Gillan, Koch e Starks (2021) abordam a necessidade de mais pesquisas sobre finanças corporativas e *performance* ESG nas companhias, fato este que justifica a realização desta pesquisa.

Este estudo também se justifica por buscar evidenciar que um relacionamento mais congruente com os anseios dos *stakeholders*, advindo da sinergia positiva que o ESG cria, pela maior transparência, ações mais éticas, que possibilitam incentivos para o CEO realizar melhorias internas e aumentar, por consequência, o desempenho corporativo (CHENG;

IOANNOU; SERAFEIM, 2014). Além disso, maiores níveis de informação ESG reportadas, reduzem riscos sistemáticos e assimetrias informacionais (LI et al., 2018).

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; HASSAN; HOUSTON, 2021; HSU; LIANG; MATOS, 2021; JOST et al., 2021; LUBIS; ROKHIM, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021), mas também ao analisar, os pilares ESG, perceber as nuances de diferentes tipos de desempenho corporativo, além de dois efeitos moderadores, o da folga financeira e o da remuneração dos executivos.

Diante destas lacunas, o estudo contribui com a literatura, ao analisar um modelo teórico, até então inexplorado ou não identificado em estudos anteriores, tanto no Brasil como em outros países, o que motiva e justifica o desenvolvimento desta pesquisa. O estudo conjunto destas duas variáveis moderadoras (folga financeira e remuneração dos executivos), sobre a relação ESG (geral e pilares) e desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*), constitui-se no principal diferencial e contribuição desta pesquisa. Portanto, pressupõe-se que a folga financeira e a remuneração dos executivos podem ajudar a explicar os resultados divergentes encontrados sobre o nível de divulgação ESG e o desempenho corporativo, pois dependendo destes fatores nas organizações (folga financeira e remuneração de executivos), a relação entre ESG e desempenho empresarial pode ser potencializada ou amenizada.

Outra contribuição teórica, diz respeito ao avanço na verificação de elementos fundamentais para assegurar a continuidade dos negócios, comunicação de informações à sociedade e o crescimento do desempenho empresarial, ou seja, a folga financeira e a remuneração dos executivos como elementos que alavancam as divulgações ESG e o desempenho econômico-financeiro e de mercado, sob a lente da Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) e da Teoria da Agência em empresas brasileiras listadas na B3.

Assim, contribui-se teoricamente ao reexaminar as teorias e colaborar com a verificação dos preceitos da Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR), que determina que a folga financeira e investimentos ESG são recursos internos valiosos, raros e inimitáveis (BARNEY, 1991), cujo uso pelas empresas possibilita a obtenção de vantagem competitiva (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016). Por outro lado, contribuiu-se com a Teoria da Agência ao verificar se os conflitos de agência são suprimidos pela remuneração adequada do CEO, fazendo com que os subsídios atuem alinhando os interesses do agente e do principal (JENSEN; MECKLING, 1976; BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020).

Almeja-se que a temática também promova base teórica para instigar discussões na academia sobre a relevância das práticas ESG, em um país emergente, e, como tais atividades podem contribuir com a melhoria do desempenho corporativo. Ademais, espera-se contribuir com um auxílio na gestão empresarial, na redução de riscos e assimetria de informações, além da sustentabilidade e continuidade organizacional.

Embora os resultados empíricos obtidos na literatura sejam aprofundados e ressaltem a relevância de ações ESG, estes dados não podem ser generalizados, em especial para mercados emergentes, já que a maioria dos estudos anteriores ocorreu em países desenvolvidos (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Isto porquê mercados emergentes estão em um contexto diverso, que acarreta em más condições institucionais de operação, tendo instituições e governança corporativa enfraquecidas, ambiente de negócios desfavorável, bem como, níveis mais altos de incerteza e de corrupção (CUERVO-CAZURRA, 2016).

Outro ponto negativo do contexto emergente consiste em questões relativas à incerteza política, condições de trabalho e mudanças climáticas (CLARK; FEINER; VIEHS, 2015). Deste modo, o Brasil é considerado um contexto importante e bastante particular para avaliar teorias e suscitar novos *insights* sobre ESG, analisando os efeitos destas ações no desempenho corporativo de companhias brasileiras, sendo esta mais uma contribuição teórica do estudo.

Como contribuições práticas, espera-se que as conclusões e resultados obtidos por este estudo possibilitem que empresas melhorem o estabelecimento das ações ESG, além de gerar um maior entendimento das peculiaridades internas (folga financeira e política remuneratória), para que deste modo seja possível um alinhamento maior das atividades da companhia com os interesses das partes interessadas, e conseqüentemente, acarrete em um maior desempenho empresarial. Outro ponto relevante é que as empresas atuantes na B3 podem utilizar os resultados deste estudo para melhorar as suas estratégias ESG, de remuneração, folga financeira e desempenho corporativo.

A contribuição social desta pesquisa se relaciona ao benefício que o estudo de atividades ESG pode gerar à sociedade, a gestores e a empresas que buscam melhorar o desempenho corporativo, visto que são temáticas presentes na sociedade atual, permitindo contribuir para o desenvolvimento sustentável do país, alavancar o crescimento de empresas oferecendo bases para uma melhor conduta dos recursos tanto internos como externos as organizações. Com menores impactos e mitigação dos efeitos das atividades empresariais sobre o ambiente e o contexto em que esta se insere, teremos reflexões na sociedade, no bem-estar dos indivíduos e nos danos que comprometem a sustentabilidade e impactam a economia do país.

Por fim, esta dissertação auxilia na discussão acadêmica de pesquisas desenvolvidas na linha de pesquisa de Governança e Sustentabilidade Organizacional, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Portanto, os elementos chave dessa investigação corroboram com os aspectos da linha de pesquisa do PPGCC, visto que engloba a contabilidade (folga financeira e desempenho econômico-financeiro e de mercado), a governança corporativa (remuneração executiva, remuneração dos executivos) e a sustentabilidade organizacional (ESG).

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta dissertação se subdivide em cinco seções. A primeira seção consiste na contextualização do tema, introduzindo a lacuna, problema, objetivos e justificativas para esta pesquisa, por fim, delimita-se a estrutura sintética de como a dissertação se subdivide.

A segunda parte destina-se a evidenciar o referencial teórico, que se expõe conceitos essenciais sobre ESG, principais especificações do desempenho corporativo, de folga financeira e de remuneração dos executivos. Ademais, especifica-se a fundamentação teórica das hipóteses do estudo para buscar responder ao objetivo de analisar o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras.

O terceiro capítulo realiza-se a definição da metodologia do estudo, desde o enquadramento metodológico, a população e amostra, o constructo da pesquisa (variáveis dependentes e independentes), os procedimentos de coleta e análise dos dados, demarca-se as limitações da pesquisa e sua trajetória. A quarta seção apresenta os resultados, buscando descrever e justificar os achados, além de comparar com a literatura anterior. Por fim, no quinto capítulo abordam-se as considerações finais, contribuições teóricas, sociais e práticas, além de recomendações para possíveis pesquisas futuras.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Essa seção em primeiro lugar delimita os conceitos a respeito da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e sua relação com o *Environmental, Social and Governance* (ESG). Na sequência, expressa-se aspectos do desempenho corporativo, tanto o econômico-financeiro, quanto o de mercado. Ademais, referencia-se conceitos da folga financeira e da remuneração dos executivos no contexto empresarial. Por fim, expressa-se o embasamento para as hipóteses de pesquisa e o modelo teórico desenvolvido.

2.1 ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE – ESG

Escândalos e crises financeiras geraram atenção e pressões de partes interessadas por maior transparência e um comportamento que foque no bem-estar social e na mitigação dos impactos das atividades empresariais (BUALLAY et al., 2020a). Eccles, Ioannou e Serafeim (2014) expressam que relatórios RSC fornecem informações multidimensionais sobre o compromisso da empresa com direitos humanos, ética, políticas de redução de resíduos, práticas trabalhistas e de mercado, além da busca por tecnologias mais limpas e como suas atividades afetam a sociedade, empregados e consumidores.

A RSC atua como um mecanismo autorregulador pelo qual uma corporação manifesta sua conformidade de maneira ativa aos preceitos legais e a padrões éticos (HAN; KIM; YU, 2016). Na década de 80, surgiram os primeiros estudos de RSC atrelados ao desempenho corporativo (CARROLL, 1999). Diante de um apelo de Kofi Anon, Secretário geral das nações Unidas, desenvolveu-se em 2004 um relatório, o acrônimo *Environmental, Social and Governance* – ESG (SAYGILI; ARSLAN; BIRKAN, 2021).

Han, Kim e Yu (2016) ressaltam que muitos estudos utilizam a pontuação ESG como métrica de identificação do esforço de RSC. No entanto, o ESG busca avaliar como as corporações desenvolvem questões de RSC em relação a seus objetivos, estratégias de crescimento de longo prazo, como gerenciam riscos e outras características organizacionais em termos de práticas de gestão (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Pode-se inferir que a RSC e o ESG objetivam aumentar os retornos, em especial os de longo prazo ou possibilitar à sobrevivência de uma companhia pela construção de relações públicas positivas e de altos padrões éticos, a fim de mitigar os riscos comerciais e legais, além de construir uma confiança mais íntegra com os acionistas (JAVEED; LEFEN, 2019).

A pontuação ESG pode ser considerada um índice multidimensional, por ser composto pelos pilares ambiental, social e governança (ALAREENI; HAMDAN, 2020). Estas variáveis são agrupadas em dez categorias que formam os pilares e o ESG geral (BUALLAY et al., 2020b). Ao se analisar cada categoria, Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) descrevem que a pontuação ambiental reflete o nível de adoção de práticas que reduzam riscos e gerem oportunidades ambientais. Albuquerque et al. (2020) expressam que a dimensão social visa retratar temas de diversidade e inclusão, condições de trabalho, desenvolvimento de carreira, saúde, comunidade e segurança. Alareeni e Hamdan (2020) delimitam que o *score* de governança reflete o nível das melhores práticas de gestão, o direcionamento e a capacidade de monitoramento, além dos mecanismos de incentivos gerenciais.

Diversas são as teorias que buscam expressar a motivação para as empresas se envolverem em atividades ESG, dentre estas citam-se: a Teoria da Legitimidade; Teoria dos *Stakeholders*; Teoria Institucional; Teoria do *Disclosure* Voluntário; Teoria da Visão Baseada em Recursos, Teoria da Agência, entre outras, não havendo um acordo conceitual de qual seria mais apropriada à questão (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016).

No que se refere a Teoria da Legitimidade (PATTEN, 1991; 1992) a sociedade impõe pressões e restrições maiores para as organizações provarem que suas atividades são legítimas e atendem as expectativas da sociedade (RAHMAN; ALSAYEGH, 2021). Tendo em mente a existência de uma espécie de contrato entre organização e sociedade, empresas se legitimarão na medida que suas práticas correspondem aos padrões defendidos pelo ambiente que atuam (BIAN et al., 2016). Assim, maiores divulgações e envolvimento em questões sustentáveis tendem a legitimar suas ações, pois o desprezo destes anseios pode prejudicar o desempenho e a reputação corporativa e as pressões e regulamentações legais tendem a ser maiores para empresas de setores considerados sensíveis (KUZEY; UYAR, 2017).

A Teoria dos *Stakeholders* proposta por Freeman (2010) assevera que os executivos devem agir pela coalizão entre os *stakeholders* externos, como governo, comunidade, consumidores, concorrentes, mídia e outros; por conseguinte, uma empresa pode usar o ESG como um mecanismo estendido de governança corporativa para resolver conflitos entre executivos e outras partes interessadas (BIAN et al., 2016). Havendo grande poder de *stakeholders*, além de pressões, a empresa tende a buscar atender estes desejos realizando divulgações mais robustas e de qualidade sobre ESG (FREEMAN; PHILLIPS, 2002).

Embora a Teoria da Legitimidade concentre-se nos interesses da sociedade e a Teoria dos *Stakeholders* pressuponha que as partes interessadas se diferenciam quanto as expectativas,

ambas admitem que as organizações são responsáveis por outras partes, além dos acionistas e esperam que a companhia reduza a assimetria e o custo da informação para investidores, por meio da melhoria de suas informações reportadas de ESG (BUALLAY et al., 2020b). Jensen (2001) critica a Teoria dos *Stakeholders* por não levar em conta o *trade-off* entre os interesses dos diversos *stakeholders*, entretanto, expressa que sendo a maximização de valor o objetivo principal da empresa, não há problema para a organização se envolver em ESG.

A Teoria Institucional (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983) enfoca em uma expectativa macro ambiental, expressando que organizações, em um mesmo contexto de país, sofrem pressões definidas, gerando o chamado isomorfismo institucional que acarreta organizações semelhantes quanto as políticas de ESG. A Teoria do *Disclosure* Voluntário, conforme Dawkins e Fraas (2011), afirma que empresas com um desempenho ESG melhor buscarão se distinguir da concorrência ao fazerem uso de divulgações mais amplas e voluntárias dessa *performance*, enquanto as que possuem desempenho inferior, realizarão menores evidenciações, buscando evitar exposições negativas.

A perspectiva da Teoria da Visão Baseada em Recursos – VBR (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984) indica que organizações geram desempenho superior quando divulgam relatórios financeiros e não financeiros de maior qualidade. Esses recursos internos divulgados, auxiliam as empresas a aprofundar capacidades e competências essenciais para uma vantagem competitiva sustentável (SCHRAMADE, 2016). Outrossim, esta teoria enfoca no contexto interno da empresa, buscando identificar recursos valiosos, raros, inimitáveis pelo alto custo e passíveis de serem explorados pela companhia como diferencial competitivo (WERNERFELT, 1984; BARNEY, 1991). Logo, se diferenciar pelo ESG pode melhorar o uso das capacidades internas, favorecendo o desempenho corporativo (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016).

Por fim, a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) expressa os conflitos entre agente e principal, gerando custos de agência e assimetria informacional. Com base nesta teoria, gerentes tendem a divulgar mais informações para atender preocupações de partes interessadas e reduzir conflitos de agência (SHAKIL et al., 2019). Esta teoria fundamenta de dois modos os objetivos de CEOs se envolverem em atividades de ESG. Neste sentido, no viés positivo, relatórios ESG podem reduzir as assimetrias informacionais e, conseqüentemente, os conflitos. Entretanto, no enfoque negativo, existem autores que são contrários a estes investimentos, pois seria um desperdício de recursos de acionistas, geraria menor desempenho e seriam utilizadas para autopromoção do CEO (FRIEDMAN, 1970; JAVEED; LEFEN, 2019).

Destaca-se haver extensa literatura teórica e empírica sobre os efeitos (positivos e negativos) do ESG no desempenho corporativo (LI et al., 2018). Neste sentido, utilizamos nesta pesquisa duas teorias. A Teoria da Visão Baseada em Recursos para fundamentar a relação moderadora da folga financeira na relação entre ESG e desempenho corporativo e a Teoria da Agência para fundamentar a moderação da remuneração dos executivos, nesta relação. Portanto, as atividades ESG podem impactar o desempenho corporativo de dois modos, seja aumentando os fluxos de caixa, pela maior eficiência das atividades operacionais da companhia, ou pela maximização da utilidade do acionista, tendo reflexos no desempenho de mercado (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). Na sequência, delimita-se aspectos atrelados ao desempenho corporativo, especificando o enfoque econômico-financeiro e o de mercado.

2.2 DESEMPENHO CORPORATIVO

O desempenho corporativo pode ser evidenciado por meio da contabilidade, que verifica o desempenho econômico-financeiro, a partir de métricas calculadas sobre as demonstrações reportadas; e, obtido por métricas que se concentram no mercado acionário, frente aos preços das cotações de ações. Enquanto as métricas contábeis avaliam a eficiência organizacional interna, o desempenho de mercado avalia a reação de investidores externos a companhia frente às ações corporativas (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Neste sentido, na sequência, apresenta-se o desempenho econômico-financeiro e o de mercado.

2.2.1 Desempenho Econômico-Financeiro

A qualidade das decisões tomadas por gestores reflete na eficiência da gestão e na continuidade de qualquer negócio, entretanto, o processo é bastante complexo na economia brasileira. Fatores como altas taxas de juros, desajustes de mercado, desequilíbrios inflacionários dentre outros desafios dessa economia em crescimento, vêm exigindo uma capacidade mais analítica e questionadora de CEOs (ASSAF NETO, 2021). O desempenho corporativo evidencia o crescimento e desenvolvimento da empresa frente aos esforços realizados (BELEM; MOTTA; CAMARGO, 2020). Quanto ao desempenho econômico-financeiro, este pode ser medido por métricas de análise de balanços financeiros advindos da contabilidade (ASSAF NETO, 2021).

Como benefício destes indicadores, Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) destacam a utilidade da informação gerada a partir da transformação de dados contábeis em índices que delimitarão aspectos de solvência, continuidade, eficácia e eficiência da organização. Jacintho e Kroenke (2021) expressam que os principais indicadores econômico-financeiros, se subdividem em: índices de liquidez, que dizem respeito a solvência no pagamento de contas; endividamento, que expressam a capacidade de a empresa saldar suas dívidas a longo prazo; rentabilidade, que são os indicadores que permitem avaliar lucros em relação as vendas, ativos ou investimentos de acionistas; e, indicadores de atividade, que medem a velocidade de conversão das operações em vendas e em caixa.

Em relação aos indicadores de rentabilidade, subgrupo que avalia o desempenho econômico-financeiro, destacam-se os seguintes indicadores: retorno sobre os ativos (ROA); o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); o retorno sobre investimento (ROI); a margem de lucro bruto (MLB), a margem de lucro líquido (MLL), lucro por ação (LPA), dividendo por ação (DPA), entre outros (ASSAF NETO, 2021). Deste modo, maior desempenho na perspectiva econômico-financeira, avaliada por meio do ROA e ROE, busca expressar a capacidade da empresa em gerar lucros líquidos suficientes para aumentar sua capitalização e gerar ganhos aos proprietários (BELEM; MOTTA; CAMARGO, 2020).

Dentre estas métricas, este estudo estabeleceu para análise as variáveis de desempenho econômico-financeiro, ROA e ROE, fato este condizente com estudos anteriores (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; LIANG; RENNEBOOG; 2017; LI et al., 2018; BUALLAY, 2019; JAVEED; LEFEN, 2019; VELTE, 2020; ALAREENI; HAMDAN, 2020; BUALLAY et al., 2020a; BUALLAY et al., 2020b; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; HSU; LIANG; MATOS, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021). Justifica-se esta escolha pelo fato de o ROA expressar a eficiência da organização frente a todos os recursos da companhia; enquanto, o ROE delimita o grau de retorno dos diversos recursos de acionistas que investiram na empresa (JACINTHO; KROENKE, 2021). Após a determinação do desempenho econômico-financeiro, passa-se a analisar o desempenho de mercado.

2.2.2 Desempenho de Mercado

O desempenho de mercado evidencia as decisões organizacionais, a imagem corporativa, o contexto mercadológico e o reconhecimento das partes interessadas do desempenho da empresa (BELEM; MOTTA; CAMARGO, 2020). A análise do desempenho

de mercado se faz pertinente tendo em vista que indicadores que provêm da contabilidade podem sofrer efeitos de políticas de gerenciamento de resultados (WANG et al., 2016). Assaf Neto (2021) corrobora ao afirmar que estes indicadores avaliam o desempenho da empresa sobre suas ações no mercado de capitais.

Ao se considerar que o mercado é eficiente, espera-se que o preço de um ativo reflita o valor presente das expectativas futuras de geração de benefícios de caixa (FAMA, 1970), assim a eficiência do mercado, refletirá a capacidade em incorporar imediatamente toda nova informação nos preços dos ativos, expressando as expectativas e avaliações de todos os investidores (ASSAF NETO, 2021).

Neste sentido, Machado e Beuren (2015) expressam que alguns dos desempenhos de mercado são obtidos pela análise dos seguintes índices: retorno acionário (RA); índice de valor de mercado (IVM); Q de Tobin (QT); e, *Market to Book*. Além destes, Degenhart, Silva e Nakamura (2021) também utilizam para avaliar o desempenho de mercado, as métricas: *Price Earning Ratio* (PER); *Price Book Value* (PBV); *Price Sales Ratio* (PSR); e, *Price Cash Dividends* (PCD).

As variáveis de mercado utilizadas neste estudo foram o Q de Tobin e *Market to Book*. Ambas foram utilizadas em estudos anteriores que analisaram o desempenho de mercado, sendo o Q de Tobin, presente em grande proporção (GAO; ZHANG, 2015; LIANG; RENNEBOOG, 2017; ATAN et al., 2018; FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; LI et al., 2018; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018; BUALLAY, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; AWAYSHEH, et al., 2020; BUALLAY et al., 2020a; BUALLAY et al., 2020b; DEGENHART et al., 2021; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; JOST et al., 2021; LUBIS; ROKHIM, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021).

O Q de Tobin, é calculado pela razão entre o valor de mercado e os ativos totais, e consiste em uma medida prospectiva, pois acredita-se que reflita a futura lucratividade (AZMI et al., 2021). Já o indicador *Market to Book* é calculado pela multiplicação do valor da cotação da ação pela quantidade de ações da empresa, divididos pelo valor contábil do patrimônio líquido (CHEN; NGNIATEDEMA; LI, 2018).

Um maior desempenho de mercado, avaliado pelo Q de Tobin (QT) e pelo *Market to Book* (MTB), representa para a empresa, a percepção do mercado ao mensurar o valor da empresa frente ao seu patrimônio e capital investido, registrados na contabilidade. Quanto maior estas métricas, maior será a percepção e o valor agregado do mercado frente ao valor registrado pela empresa (ABOUD; DIAB, 2018).

Portanto, espera-se que empresas mais engajadas com questões ESG, gerem melhorias na imagem corporativa, adquiram reconhecimento do mercado, refletindo em um maior desempenho tanto de mercado como econômico financeiro (JOST et al., 2021). Além dos efeitos diretos, efeitos moderadores podem afetar a relação entre ESG e desempenho corporativo, visto os diversos resultados controversos desta relação (LI et al., 2018; ALAREENI; HAMDAN, 2020). Deste modo, nesta pesquisa foram analisados os efeitos moderadores da folga financeira e da remuneração dos executivos, constructos apresentados na sequência.

2.3 FOLGA FINANCEIRA

A folga financeira consiste em uma das espécies de criação de folga organizacional que pode também decorrer de folga de recursos humanos, folga de recursos físicos, entre outros tipos (CAMPOS; NAKAMURA, 2015). A capacidade de a organização angariar recursos junto ao mercado financeiro e a existência de liquidez são aspectos que delimitam a existência de folga financeira, gerando maior flexibilidade para decisões gerenciais (HEINZEN; SELL; SILVA, 2016). A folga financeira de acordo com Myers e Majluf (1984) ocorre por meio da existência de dinheiro em caixa, títulos e valores mobiliários que são prontamente conversíveis. Ou seja, os recursos excedem aos necessários ao funcionamento das atividades operacionais estando disponíveis para uso em outras atividades (YANG; JIANG; CHEN, 2021).

Recursos excedentes podem ser aproveitados de maneira discricionária em diversas atividades, a fim de melhorar o desempenho e a reputação corporativa (SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019). Além disso, a folga financeira permite o uso dos recursos para firmar atividades estratégicas frente à *stakeholders*, permitindo manter compromissos em períodos de crise e investir valores em períodos de crescimento (HEINZEN; SELL; SILVA, 2016).

Neste ensejo, a Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) investiga aspectos internos, com o intuito de perceber aspectos valiosos, preciosos, inimitáveis pelo custo dispendioso e que possam ser explorados pela empresa como uma vantagem competitiva (BARNEY, 1991). Logo, haver folga de recursos fornece flexibilidade estratégica, adaptação à complexos ambientes, artefato maleável para a tomada de decisão, discricionariedade gerencial e, como consequência, gera diferenciais competitivos (YANG; JIANG; CHEN 2021).

Conforme, Campos e Nakamura (2015) a folga financeira pode atuar como uma das formas impulsionadoras para a criação de valor corporativo, sendo distinguida em dois aspectos: liquidez, em que a folga financeira é considerada no curto prazo, medida pela quantia de ativos circulantes excedentes mantidos pela empresa; e, pelo poder de se obter empréstimos, dimensionada como folga de longo prazo e qualificada como a capacidade que a organização possui de emitir dívidas quando necessita.

Tendo em vista a classificação de Campos e Nakamura (2015), atrelada aos estudos anteriores que analisaram os efeitos da folga na relação entre ESG e desempenho (LI et al., 2017; LIN et al., 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021), esta pesquisa adota a folga financeira medida pela liquidez, ou seja, a razão entre ativo circulante e passivo circulante, pois estes expressam recursos inexplorados, disponíveis, não absorvidos e discricionários (HEINZEN; SELL; SILVA, 2016; SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019; TABESH; VERA; KELLER, 2019; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; YANG; JIANG; CHEN, 2021).

Neste sentido, a folga financeira possibilita que a organização realize investimentos e adaptações frente as mudanças, além de permitir a adoção de estratégias que beneficiem o desempenho corporativo, dentre estas podendo adotar atividades ESG (LI et al., 2017). Portanto, espera-se que a existência de recursos financeiros não absorvidos acarrete em maiores investimentos ESG que trarão maiores retornos econômico-financeiros e de mercado (SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019; YANG; JIANG; CHEN, 2021). Na sequência, contextualiza-se fatores teóricos relevantes sobre a remuneração dos executivos.

2.4 REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

A divisão entre gestão e propriedade acaba gerando conflitos entre os interesses de agentes e principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Com estes conflitos, as organizações tendem a necessitar de maior monitoramento, incentivos gerenciais, para não gerar prejuízos ao desempenho da companhia pelo mau comprometimento do agente, sendo estes, considerados custos de agência (MURPHY, 1999). Diante destes conflitos de agência, a remuneração dos diretores executivos pode atuar como um mecanismo de alinhamento entre os interesses de proprietários e gerentes (HOLMSTROM; MILGROM, 1991), pela função de estimular um comportamento alinhado, gerando eficiência e desempenho corporativo superior (BENDER;

MOIR, 2006). A remuneração executiva também atua atraindo talentos e *expertises* que geram valor empresarial (CHRISMAN; DEVARAJ; PATEL, 2017).

A política de remuneração acaba sendo desenvolvida de diversas maneiras na literatura, sendo dividida entre financeira e não financeira (MURPHY, 2013). Como este estudo enfoca o âmbito financeiro, Smith Jr. e Watts (1992) delimitam a remuneração como apenas o salário do executivo. Por outro lado, Murphy (1999) expressa que a remuneração dos executivos consiste no somatório entre remuneração fixa, variável e os benefícios pagos no pós-emprego. Além da remuneração, a organização pode conceder diversos incentivos, como bônus, benefícios salariais condicionados ao desempenho corporativo (JENSEN; MURPHY, 1990).

No âmbito de incentivos e de remuneração de executivos, Machado e Beuren (2015) estabelecem que as políticas de pagamento devem ter quatro elementos essenciais fixos e condicionados, quais sejam: salário-base; bônus anual vinculado ao desempenho contábil ou outro fator; opções de ações; e, planos de incentivo de longo prazo. Seguro de vida e planos de aposentadoria complementar são benefícios especiais concedidos a executivos (MURPHY, 1999). Merchant e Van der Stede (2012) destacam que CEOs, por meio da remuneração, serão informados e lembrados de quais resultados e performances de desempenho são esperadas.

Por meio dos preceitos do contrato ótimo, estabelecido por Hart e Holmstrom (1986), a configuração remuneratória ideal consegue diminuir o risco, e gerar o melhor custo-benefício entre compensações e desempenho empresarial. Velte (2020) aborda que incentivos remuneratórios se atrelam a uma espécie de bonificações financeiras ao CEO (BUSENBARK et al., 2016). Assim, quando a remuneração do executivo se difere em grande proporção dos demais diretores e conselheiros, a parcela de remuneração do executivo aumenta (VEPRAUSKAITE; ADAMS, 2013; JAVEED; LEFEN, 2019).

Nesse sentido, pela relevância que o executivo tem dentro da empresa, em especial no conselho de administração, relatórios financeiros e não financeiros, estratégias empresariais e, por consequência, o desempenho da companhia são afetados pelas decisões do CEO (BUSENBARK et al., 2016; JAVEED; LEFEN, 2019). Portanto, maior remuneração dos CEOs, atrelado a divulgações ESG mais robustas, geram um aumento da confiança das partes interessadas e do desempenho da companhia (LI et al., 2018).

Assim como os estudos de Li et al. (2018) e Javeed e Lefen (2019), utilizou-se a métrica proposta por Vepauskaite e Adams (2013), para mensurar a remuneração dos executivos, pois esta métrica consiste na razão entre a remuneração anual total do executivo dividida pela remuneração anual total de todos os conselheiros do Conselho de Administração. O uso desta

métrica, justifica-se, devido ao fato de que com o aumento da remuneração dos executivos frente a remuneração dos conselheiros, espera-se que esta razão possa exercer papel de alinhamento entre os anseios dos acionistas e do executivo, fazendo com que este atue na maximização dos retornos do principal, além de impulsionar atitudes e atividades sustentáveis e de ESG e assim, proporcionar maior desempenho corporativo (LI et al., 2018; JAVEED; LEFEN, 2019). Posteriormente, busca-se especificar as hipóteses de pesquisa e o modelo teórico analisado.

2.5 HIPÓTESES DE PESQUISA E MODELO TEÓRICO

Neste subitem do referencial teórico, buscou-se expressar, por meio de estudos anteriores as hipóteses presumidas para a pesquisa, sobre os efeitos do ESG no desempenho corporativo, bem como, das possíveis influências moderadoras da folga financeira e da remuneração dos executivos. Por fim, ao final da fundamentação das hipóteses apresenta-se o modelo teórico do estudo.

2.5.1 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 serão expressos na contabilidade, mais precisamente no retorno sobre os ativos (ROA) e no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). O segundo meio ocorre pela maximização da utilidade do acionista, tendo reflexos no desempenho de mercado, ou seja, afetam métricas como o Q de Tobin e o *Market to Book* (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021).

A relação entre ESG geral e desempenho corporativo foi analisada na maioria dos estudos anteriores, entretanto, focar em apenas um subcomponente do ESG pode ocasionar distorções (ALAREENI; HAMDAN, 2020). Dada a multidimensionalidade da métrica ESG (pilar ambiental, social e de governança) analisar as dimensões permite avaliar as nuances sejam estas impulsionadoras ou desagregadoras do desempenho corporativo (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016).

Portanto, o presente estudo analisa, inicialmente, os efeitos do ESG geral e de seus três pilares sobre o desempenho econômico-financeiro (medido pelo ROA e ROE) e, na sequência estabelece os preceitos que fundamentam as hipóteses sobre o desempenho de mercado

(avaliado pelo Q de Tobin e *Market to Book*). A análise do desempenho econômico-financeiro e de mercado pode ser justificada, pois segundo Albuquerque et al. (2020) os números contábeis, em oposição aos retornos das ações, levarão algum tempo para refletir totalmente a situação da empresa, enquanto que o mercado de capitais responderá de maneira imediata.

2.5.1.1 Efeitos do nível de divulgação ESG no Desempenho Econômico-Financeiro

Indicadores de pontuação ambiental, social e de governança exercem importante papel nas empresas e para as partes interessadas (ALAREENI; HAMDAN, 2020). Ações ambientais e socialmente responsáveis, que melhoram a riqueza e o comportamento empresarial, atrelando-se a preceitos mais éticos, receberam atenção de organizações que buscam melhorias nas relações com os *stakeholders* (LIN et al., 2020). Diversos são os estudos que postulam os efeitos do ESG no desempenho corporativo (LI et al., 2018), não existindo evidências definitivas sobre os reais impactos desta relação (ALAREENI; HAMDAN, 2020).

Friede, Bush e Bassen (2015) analisaram, por meio de uma meta-análise, mais de 2200 pesquisas sobre a relação entre ESG e desempenho e concluíram que apesar das discrepâncias nos resultados, a maioria dos estudos encontraram resultados positivos. Neste sentido, os efeitos positivos podem ser justificados por diversos motivos. De acordo com Qiu, Shaukat e Tharyan (2016) o melhor desempenho em atividades ESG podem acabar atraindo consumidores que estão propensos a pagar mais por um produto sustentável, além disso, funcionários tendem a ser mais engajados nestas empresas, o que aumenta a produtividade, devido a uma sinergia positiva no ambiente empresarial.

Empresas que investem em ESG, conforme Albuquerque, Koskinen e Zhang (2019), se destacam como uma estratégia de diferenciação de produtos, em que a empresa se beneficia ao gerar uma base de fidelização de clientes que buscam produtos sustentáveis. Ademais, clientes tendem a ser atraídos por empresas que possuem maior *disclosure* ESG, já que em muitos casos acabam delegando a própria responsabilidade social às organizações, melhorando o desempenho financeiro da empresa no futuro (LI et al., 2018).

Outra justificativa, consiste no fato de que corporações maiores e que operam em setores mais sensíveis ao meio ambiente e a sociedade, tenderão a fazer divulgações superiores de ESG, pois visam reduzir as pressões públicas e se legitimar no contexto em que operam (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016). Portanto, a melhoria da imagem e maior apoio das partes interessadas do atendimento das questões ligadas ao ESG, beneficiam o desempenho (LIN et

al., 2020), pois, empresas que realizam divulgações melhores de ESG acabam sendo reconhecidas como líderes e recebem admiração do mercado (JEFFREY; ROSENBERG; MCCABE, 2019).

A gestão focada nestas questões melhora a cooperação e confiança, mitigando custos de negociação, contratação e gerando um monitoramento da gestão que reduz o comportamento oportunista do CEO (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014). Atividades ESG além de fortalecer a transparência e o relacionamento com as partes interessadas, contribui para a redução do risco corporativo (ALBUQUERQUE et al., 2020; BROADSTOCK et al., 2021) e auxilia a superar as adversidades durante períodos de crise (TAKAHASHI; YAMADA, 2020). Portanto, a maior transparência de divulgações ESG gera recompensas a companhia seja por investimentos, consumo ou pela maior produtividade (LI et al., 2018).

Aos estudos que defendem os efeitos negativos da ESG no desempenho corporativo, denota-se também possíveis justificativas. Dentre estas, têm-se a visão de que as atividades ESG não são do interesse dos acionistas, mas são consequências de problemas de agência (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021). Di Giuli e Kostovetsky (2014) sugerem que quaisquer benefícios do ESG gerado para as partes interessadas vêm às custas diretas do acionista. Friedman (1970) expressa que gerentes devem maximizar o valor da empresa e se abster de iniciativas socialmente responsáveis, nesta perspectiva o ESG é tratado como algo irracional.

Na mesma linha de efeitos adversos da relação, Li et al. (2018) expressam que a negligência de atividades mais rentáveis ao se investir em ações ESG, faz com que empresas não consigam alocar esses recursos em seu melhor uso produtivo e, ao longo do tempo, não conseguem maximizar o desempenho financeiro da empresa. Atividades de RSC 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 de ESG, o que resulta em nenhuma ou em incipiente mudança nas finanças empresariais (LIN et al., 2020).

Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) denotam que esses custos de investimentos ESG muitas vezes não se refletem no desempenho financeiro da companhia, porque, tais ações não ocorrem de maneira eficaz; não são visíveis ou os *stakeholders* não atribuem importância suficiente. Outra possibilidade, reside no custo de transição, pois muitas companhias possuem tecnologias obsoletas, o que gera elevados custos de conversão para uso em processos com tecnologias limpas (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

O contexto institucional brasileiro também pode ser prejudicial para os efeitos do ESG no desempenho, pois um ambiente de fraca proteção legal, com instituições regulatórias frágeis,

falta de legitimidade e problemas de reputação, pode contribuir para efeitos negativos nesta relação (FIASCHI; GIULIANI; NIERI, 2017), o que acaba sendo agravado pela corrupção (CUERVO-CAZURRA, 2016). Ainda, violações de direitos humanos, explorações de mão-de-obra, participação restrita de mulheres em cargos gerenciais, entre outras questões, tem gerado problemas na imagem empresarial (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

A maior parte dos estudos realizados foca esta relação em empresas de países desenvolvidos (AZMI; HASSAN; HOUSTON, 2021). Entretanto, requisitos de governança, transparência, bem como, de regulamentação são menores em mercados emergentes do que as contrapartes, o que se expressa em uma maior incerteza mercadológica (BILGIN et al., 2020). Conforme Gillan, Koch e Starks (2021) a criação ou consumo de valor pelas atividades ESG, se concretizam pelo aumento ou diminuição no fluxo de caixa e nos lucros. Neste sentido, medidas baseadas na contabilidade avaliam o desempenho econômico-financeiro da companhia, tais como o ROA e o ROE (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016).

Ao se analisar estudos anteriores sobre os efeitos do ESG geral no ROA, percebe-se resultados inconclusivos, variando de: positivos (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; LIANG; RENNEBOOG; 2017; LI et al., 2018; ALBUQUERQUE; KOSKINEN; ZHANG, 2019; BUALLAY, 2019; JAVEED; LEFEN, 2019; VELTE, 2020; ALAREENI; HAMDAN, 2020; ILIEV; ROTH, 2021; AZMI; HASSAN; HOUSTON, 2021), negativos (DI GIULI; KOSTOVETSKY, 2014; BUALLAY et al., 2020b; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021) e, insignificantes (BUALLAY et al., 2020a; HSU; LIANG; MATOS, 2022).

A incongruência permanece ao se analisar o efeito do ESG geral sobre o ROE, denotando-se efeitos positivos (CORNETT; ERHEMAMTS; TEHRANIAN, 2016; LEE; CIN; LEE, 2016; BUALLAY, 2019; JAVEED; LEFEN, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020), negativos (HAN; KIM; YU, 2016; ATAN et al., 2018; BUALLAY et al., 2020b; TAUFIK; WILLIAM, 2021) e, sem significância (BUALLAY et al., 2020a). Em ambos os casos (ROA e ROE), os efeitos insignificantes podem ser atribuídos ao fato de que as organizações que desenvolvem atividades de ESG acabam não gerando resultados financeiros (LIN et al., 2020).

Ao mesmo tempo, Alareeni e Hamdan (2020) expressam que a análise de uma única perspectiva do ESG pode gerar problemas e distorções, pois acaba por não enfatizar os reais impactos de cada dimensão no desempenho corporativo. Cumpre ressaltar que o contexto brasileiro apresenta abundância de recursos naturais e a fraca regulamentação do Estado, acaba,

possivelmente, gerando uma menor ênfase de gestores em atividades ambientalmente responsáveis (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Os resultados continuam inconclusivos para todos os pilares (ambiental, social e de governança), em ambos os desempenhos econômico-financeiros (ROA e ROE). Em relação ao pilar ambiental e seus efeitos no ROA, foram encontrados resultados positivos (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; VELTE, 2017; ABOUD; DIAB, 2018; LI et al., 2018; FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; BUALLAY et al. 2019; SHAKIL et al., 2019; VELTE, 2020; ILIEV; ROTH, 2021), e negativos (ALAREENI; HAMDAN, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). O mesmo ocorre com o desempenho mensurado pelo ROE, tendo efeitos positivos: Lee, Cin e Lee (2016); Velte (2017); Aboud e Diab (2018); e, Shakil et al. (2019), negativos: Atan et al. (2018); Buallay (2019); e, Alareeni e Hamdan (2020); e, insignificantes: Han, Kim e Yu (2016).

Quanto ao segundo pilar, o social, este exerce efeitos positivos (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; VELTE, 2017; ABOUD; DIAB, 2018; LI et al., 2018; SHAKIL et al., 2019; VELTE, 2020); e, negativos (BUALLAY et al. 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021) no ROA. No desempenho medido pelo ROE, Velte (2017); Aboud e Diab (2018); Li et al. (2018); e, Shakil et al. (2019) encontraram efeitos positivos, enquanto, Atan et al. (2018); Alareeni e Hamdan (2020); e, Buallay (2019), encontraram efeitos negativos. Embora, Han, Kim e Yu (2016), obtiveram resultados sem significância.

Finalmente, o pilar governança, também exerce efeitos divergentes no ROA (positivos: LI et al., 2018; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018; VELTE, 2020; ALAREENI; HAMDAN, 2020), negativos: DINCER et al., 2014; NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; ESTEBAN-SANCHEZ et al., 2017; BUALLAY et al. 2019; SHAKIL et al., 2019; e, DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). No ROE, os efeitos positivos foram contatados por: Dincer et al. (2014); Han, Kim e Yu (2016); e, Esteban-Sanchez et al. (2017). Em contrapartida os resultados negativos foram obtidos por Atan et al. (2018); Buallay (2019); Shakil et al. (2019); Alareeni e Hamdan (2020).

Diante deste contexto controverso, entre ESG e pilares, bem como das variações que ocorrem entre cada desempenho econômico-financeiro, ROA e ROE, o estudo presume uma relação positiva entre o ESG e o desempenho econômico-financeiro. Portanto, assume-se que:

H₁: Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{1a}), social (H_{1b}), governança (H_{1c}) e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras.

2.5.1.2 Efeitos do nível de divulgação ESG no Desempenho de Mercado

Por mais que as empresas não sejam responsáveis por todas as questões da sociedade e do meio ambiente, ter um comportamento ético, que busque a melhoria do bem-estar social, da qualidade de vida, que reduza a poluição e a geração de resíduos, dentre outras atividades; são imperativas no contexto atual (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021). Atividades ESG também criam valor para o acionista, por meio de maiores retornos, visto que ao se investir em organizações com altas pontuações ESG, mesmo quando comparadas com contrapartes consideradas irresponsáveis e que apresentam iguais retornos financeiros, obtêm-se maiores cotações e menor volatilidade das ações (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021).

Dentre os benefícios para o desempenho de mercado das companhias, pode-se inferir que empresas que adotam práticas de ESG, estabelecem uma conduta estratégica de diferenciação e sinalização de que suas organizações têm capacidades de preencher lacunas institucionais e de maior transparência e legitimidade frente as partes interessadas (TAKAHASHI; YAMADA, 2021). As habilidades gerenciais ao se ter um bom desempenho ESG são sinérgicas e transferíveis ao mercado corporativo, portanto, investidores, consumidores e funcionários, recompensarão a gestão mais sustentável por meio de investimento, consumo e maior produtividade (LI et al., 2018).

Engajar-se em ações ESG melhora a vantagem competitiva da empresa, podendo aumentar a aceitação dos investidores e sua reputação, gerando melhores desempenhos futuros (PORTER; SERAFEIM; KRAMER, 2019; MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021). Além disso, em mercados competitivos, as empresas se envolverão mais ativamente em iniciativas ESG para atender as expectativas do mercado (LI et al., 2018). Ademais, uma melhor reputação da companhia e os *feedbacks* positivos acabam criando valor ao melhorar a estratégia empresarial, atraindo melhores talentos profissionais, mais clientes e assim, aumentando o valor para o acionista (PARK, 2017).

Entretanto, o anseio de alcançar vantagens mercadológicas pelos financiamentos com custos mais baixos, em empresas que buscam pontuações mais altas de ESG, gerarão soluções estratégicas operacionais de longo prazo, além de otimizar resultados (MOHAMMAD;

WASIUZZAMAN, 2021). Além de valorizar o preço das ações, maiores divulgações voluntárias ESG fornecem informações que subsidiam a tomada de decisão por investidores e partes interessadas, reduzindo o risco (ALBUQUERQUE et al., 2019), a volatilidade das ações e a assimetria informacional (FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; LÖÖF; STEPHAN; SAHAMKHADAM, 2022; SHAKIL, 2021), melhorando a legitimidade organizacional (SASSEN et al., 2016; DORFLEITNER; KREUZER; SPARRER, 2020; SHAKIL, 2021).

Löof, Sahamkhadam e Stephan (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 beneficiaram de menores perdas no valor de ações, menor volatilidade em períodos de crise (LANDIER; THESMAR, 2020), quando comparadas as contrapartes, devido, provavelmente a maior fidelização de clientes (TAUFIK; WILLIAM, 2021) e a resiliência de investidores que investem em empresas mais sustentáveis tendo objetivos mais altruístas que vão além de lucros (ALBUQUERQUE et al., 2020).

Cumprir destacar que empresas consideradas sensíveis às normas sociais e culturais da sociedade, enfrentam maiores desafios no mercado de capitais (RADHOUANE et al., 2020), necessitam e acabam realizando maiores divulgações ESG pois são pressionadas a demonstrar que atendem aos preceitos impostos e de que são legítimas (GARCIA; SILVA; ORSATO, 2017; PORTER; SERAFEIM; KRAMER, 2019). Para Serafeim (2020), o maior peso dos relatórios ESG vem de sentimentos de mercado e opiniões públicas. Complementarmente, a maior pressão advém também de demonstrar que genuinamente adotam práticas ESG, que estas não são apenas para evitar ações civis (MURPHY; MCGRATH, 2013).

Em sentido contrário, Friedman (1970) expressa que gerentes não podem utilizar de valores dos acionistas com fins diversos ao da maximização do retorno para principais. Neste sentido, investir em ESG deteriora os lucros, pois CEOs se distanciam do objetivo principal (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016). Nesta visão, o envolvimento em atividades sustentáveis, terá como fim benefícios ao gerente, em detrimento de acionistas. (ALBUQUERQUE et al., 2020).

Gastos com ESG podem ser um investimento estratégico e neste sentido, Jensen (2001) se opõe a este pensamento de Friedman (1970) ao expressar que ações que gerem valor a organização devem ser o único critério a se ponderar, independente da atividade que se utiliza para este fim, logo a análise dos anseios das partes interessadas pode ser um meio legítimo e eficaz para aumentar retornos de acionistas, no longo prazo. Tal afirmação é corroborada por McWilliams e Siegel (2001), pois denotam que o bem-estar gerado as partes interessadas

impacta no desempenho de mercado ao se estabelecer uma visão de fazer bem suas atividades, fazendo o bem, ou seja, as ações ESG são boas para os acionistas e ao mesmo tempo buscam grandes objetivos sustentáveis.

Quando a empresa tem atitudes contrárias aos anseios das partes interessadas, se envolvendo em escândalos, estes acontecimentos vão desencadear um sentimento negativo em investidores e demais *stakeholders*, gerando quedas nos preços das ações, diminuindo retornos e riquezas de acionistas e danos ao desenvolvimento e a estabilidade organizacional (DORFLEITNER; KREUZER; SPARRER, 2020; SHAKIL, 2021).

Outra possível explicação para os efeitos negativos do ESG no desempenho de mercado pode estar atrelada, conforme Atan et al. (2018), a uma falta de reconhecimento, por parte dos *stakeholders* e acionistas, do envolvimento organizacional com questões de sustentabilidade ou de mecanismos inapropriados de reporte destas informações incrementais não obrigatórias. Ademais, pode ocorrer uma ineficácia da empresa na alocação de recursos (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021). O desempenho de mercado menor pode ser justificado tendo em vista a presença de gestores mal preparados e na crença de que alocar recursos para atividades ESG não geram vantagem competitiva (PILLAI; AL-MALKAWI, 2018).

Diante das implicações das divulgações ESG no desempenho de mercado, percebe-se que estas divergem quanto aos efeitos sobre o Q de Tobin, tendo estudos revelado impactos positivos (GILLAN et al., 2010; GAO; ZHANG, 2015; FERRELL; LIANG; RENNEBOOG, 2016; LIANG; RENNEBOOG, 2017; FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; LI et al., 2018; PILLAI; AL-MALAWI, 2018; ALBUQUEQUE et al., 2019; BUALLAY, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; AWAYSHEH, et al., 2020; DEGENHART et al., 2021; JOST et al., 2021).

Outros estudos encontraram influências entre ESG e Q de Tobin, variando de: negativas (BIAN et al., 2016; ATAN et al., 2018; BUCHANAN et al., 2018; BUALLAY et al., 2020a; BUALLAY et al., 2020b; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; LUBIS; ROKHIM, 2021) há insignificantes (SERVAES; TAMAYO, 2013; NEKHLI et al., 2017; TAUFIK; WILLIAM, 2021; HSU; LIANG; MATOS, 2022). Conforme, Wang et al. (2016) a relação insignificante pode ser justificada de que medidas baseadas no mercado, apresentam grande volatilidade e são sujeitas a diversos fatores, não apenas os referentes ao ESG.

Destaca-se que são incipientes os estudos anteriores, que utilizam a métrica *Market to Book* para avaliar o desempenho de mercado, pois a maioria se restringe a variável Q de Tobin. Os efeitos do ESG na variável *Market to Book* também são inconclusivos. Jost et al. (2021)

obtiveram efeitos positivos e Han, Kim e Yu (2016) encontraram uma influência negativa do ESG geral no *Market to Book*.

Existem diversas atividades que as organizações podem realizar para sinalizar um maior compromisso com as partes interessadas e com a criação de valor para o acionista. A compreensão se atividades de pilares específicos agregam valor ou oneram recursos de forma imprudente, acrescenta valor e importância as decisões gerenciais sobre este relatório voluntário (AZMI; HASSAN; HOUSTON, 2021). Tendo em vista que as pontuações ESG são determinadas por uma série de fatores e que cada uma pode gerar um impacto diferente no desempenho de mercado (ALAREENI; HAMDAN, 2020), torna-se pertinente a análise individual dos pilares ESG e seus efeitos no desempenho de mercado.

Os resultados do pilar ambiental sobre o desempenho Q de Tobin, variam de positivos (GILLAN et al., 2010; GAO; ZHANG, 2015; FERRELL; LIANG; RENNEBOOG, 2016; LIANG; RENNEBOOG, 2017; LI et al., 2018; ALBUQUERQUE et al., 2019; BUALLAY, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; LUBIS; ROKHIM, 2021), a negativos (ATAN et al., 2018; BUCHANAN et al., 2018; RADHOUANE et al., 2020; DUQUE-GRISALES E AGUILERA-CARACUEL, 2021) e, insignificantes (SERVAES; TAMAYO, 2013; HSU; LIANG; MATOS, 2022). Para o desempenho *Market to Book*, Chen, Ngnyatedema e Li (2018), perceberam efeitos positivos; Ham, Kim e Yu (2016), tiveram resultados insignificantes.

No que tange a dimensão social, a literatura que analisa a relação com o desempenho Q de Tobin, Li et al. (2018) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) obtiveram efeitos negativos e Ham, Kim e Yu (2016), encontraram resultados insignificantes para a relação com o *Market to Book*. E, quando a governança foi analisada, autores perceberam que esta influencia positivamente (SINGH et al., 2018; BUALLAY, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020) e negativamente (ATAN et al., 2018; LI et al., 2018; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021) no Q de Tobin. Ham, Kim e Yu (2016) e Dani, Pamplona e Cunha (2019) encontraram impactos positivos no *Market to Book*. Neste ensejo, argumenta-se que ações ESG podem contribuir para a geração de um maior valor de mercado, avaliado pelo Q de Tobin e *Market to Book*. Por conseguinte, a segunda hipótese deste estudo consiste em:

H₂: 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 de empresas brasileiras.

2.5.2 Efeito moderador da Folga Financeira na relação entre ESG e Desempenho Corporativo

A folga financeira gera recursos potenciais para possibilitar adaptação em qualquer organização frente as mudanças, além de permitir a adoção de estratégias que beneficiem o desempenho corporativo, dentre estas pode-se adotar atividades ESG (LI et al., 2017). Os recursos financeiros não absorvidos possuem flexibilidade para ser mobilizados e distribuídos, gerando a possibilidade de investir em tecnologias mais limpas, especialistas em energias sustentáveis, inovações, dentre outras atividades que aumentem as atividades ESG e afetem o desempenho econômico-financeiro e de mercado (SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019; YANG; JIANG; CHEN, 2021).

Estes pontos, atrelados aos preceitos da Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR), busca-se fundamentar com evidências da literatura, os efeitos moderadores da folga financeira na relação entre ESG (geral, ambiental, social e governança) e desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*).

2.5.2.1 Efeito moderador da Folga Financeira na relação entre ESG e Desempenho Econômico-Financeiro

A Teoria da Visão Baseada em Recursos, analisa o contexto interno da organização, visto que cada empresa possui recursos valiosos, raros, inimitáveis pelo alto custo e explorados pela organização como uma vantagem competitiva (BARNEY, 1991; PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984). A diferenciação pela sustentabilidade ao se desenvolver e melhorar o uso das capacidades internas acaba beneficiando o desempenho corporativo (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016). Portanto, investimentos em questões ESG demandam recursos dispendiosos (LIN et al., 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

A flexibilidade gerada pela folga financeira, possibilita que organizações reajam de maneira mais eficaz e oportuna frente a ameaças e imprevistos dos ambientes internos e externos, sem prejudicar as operações e estratégias da empresa (LIN et al., 2020). Por conseguinte, a ausência de restrições financeiras possibilita investimentos em projetos com oportunidades lucrativas, ou seja, valores presentes líquidos positivos (CHENG; IOANNOU; SERAFEIM, 2014). Hasan e Habib (2017) corroboram ao afirmar que organizações com

recursos excedentes seriam mais capazes de absorver adequações de custos de investimentos vinculado ao ESG.

Realizar divulgações ESG mais proeminentes e objetivas requerem custos significativos para quantificar informações, medindo-as, identificando-as e relatando-as (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016). McWilliams e Siegel (2001) argumentam que o maior desempenho advindo de ações ESG gera fluxos de caixa expressivos, sendo contribuições criadas pelo ESG, valiosas para a organização. Neste sentido, empresas com mais recursos disponíveis, de acordo com os preceitos da VBR, se tornam mais aptas a realizar investimentos sustentáveis, tendo em vista que o capital disponível é um recurso valioso (BARNEY, 1991; PENROSE, 1959; QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016; WERNERFELT, 1984).

A folga financeira permite ajustes estratégicos no ambiente interno em relação ao externo com fins de atingir os objetivos da companhia (VANACKER; COLLEWAERT; ZAHRA, 2017). Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), argumentam que gestores em empresas com recursos ociosos, poderão realizar ações ESG mais proeminentes, que resultarão em maiores resultados no desempenho, devido ao aumento da transparência (VELTE et al., 2017), redução de custos, maior reputação e valorização das iniciativas pelas partes interessadas (AGUILERA-CARACUEL et al., 2015).

Em oposição, quando o acesso a recursos é escasso ou insuficiente, materializar divulgações ESG se tornam mais complexas em empresas pequenas, em crescimento ou com problemas de liquidez (REN et al. 2020). Denota-se um *trade-off* nesta situação, pois com escassez, investimentos em ESG e diferentes objetivos de negócios teriam que competir pelos mesmos recursos disponíveis, levando a ponderações de custos de oportunidade (AZMI et al., 2021). Maiores investimentos em ESG ocorreram em empresas com excesso de liquidez e menor alavancagem financeira (RAMELLI; WAGNER, 2020).

Portanto, à proporção que a folga financeira diminui, empresas podem ter percepções diferentes quanto a quais seriam os investimentos prioritários, podendo passar a ponderar a não considerar atividades ESG e priorizar outras estratégias da companhia (LI et al., 2017; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Com recursos limitados, gestores passam a ter uma postura mais conservadora e protetiva, focando em ações vitais a sobrevivência empresarial (AGUILERA-CARACUEL et al., 2015).

A folga financeira tende a potencializar o desempenho econômico-financeiro, bem como, permite que empresas se envolvam em questões socialmente responsáveis, reduzam os impactos adversos ao meio ambiente e melhorem a governança, seja por meio de melhorias na

diversidade do conselho (gênero, ideologia, cultural e conselheiros externos), seja por formas mais robustas de monitoramento (como auditorias externas e internas e mudanças nos estatutos), entre outras questões (LIN et al., 2020). Neste sentido, dada a múltipla formação do ESG, analisar apenas a variável agrupada pode impedir que se capte as peculiaridades de cada uma destas atividades, pois em um contexto de folga financeira, podem influenciar no desempenho da empresa (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

No entanto, são incipientes os estudos que exploraram os efeitos da folga financeira na relação entre ESG e desempenho (LIN et al., 2020). Li et al. (2017) exploraram o impacto da responsabilidade ambiental no desempenho (ROA) e estudaram o papel moderador da folga financeira em empresas chinesas com uso excessivo de energias, no período de 2012 a 2014. Os resultados revelaram que o desempenho ambiental impactou positivamente o ROA, enquanto a folga financeira apresentou um efeito moderador negativo. Diante destes achados, os autores concluem que no contexto chinês empresas com abundância de recursos tem menor probabilidade de obter um maior desempenho econômico-financeiro se assumirem questões ambientais nas suas atividades.

Lin et al. (2020) analisaram empresas americanas, no período de 2007 a 2016 com o objetivo de investigar se as ações de ESG impactam no desempenho corporativo, usando o ROA e o ROE como métricas e o papel moderador da folga financeira nesta relação. Constaram um efeito insignificante na relação principal (ESG e desempenho corporativo), sendo a folga financeira a responsável por tornar este efeito positivo. Os autores concluíram que as ações ESG só beneficiarão o desempenho de empresas que tiverem excesso de recursos financeiros.

Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) examinaram mercados da América Latina (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) no período de 2011 a 2015 e buscaram avaliar o papel do ESG e seus pilares no desempenho ROA (além de um teste de robustez com o Q de Tobin) e os efeitos moderadores da diversificação geográfica internacional e da folga financeira nestas relações. Quanto aos resultados dos efeitos moderadores, os autores descobriram que a presença de recursos em excesso reverte os efeitos negativos da relação direta (ESG e desempenho corporativo), tornando-a positiva, o que permite inferir que os esforços das empresas em investir em questões diversas das operações, como, por exemplo, questões ambientais, sociais e de governança, apenas ocorre quando houver a presença de folga financeira.

De acordo com os argumentos discutidos, a Teoria da Visão Baseada em Recursos (PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984) propõe que a folga financeira possibilita que a organização adote outras opções estratégicas (LIN et al., 2020). Assim sendo, presumimos que

o relacionamento positivo entre ESG e desempenho econômico-financeiro tende a ser mais intenso com a presença de uma maior folga financeira, portanto, propusemos a hipótese subsequente:

H₃: A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{3a}), social (H_{3b}), governança (H_{3c}) e o desempenho econômico-financeiro.

2.5.2.2 Efeito moderador da Folga Financeira na relação entre ESG e Desempenho de Mercado

A Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR) expressa que o investimento em ações ESG são iniciativas estratégicas, que auxiliam na obtenção de vantagens competitivas (PENROSE, 1959; RUSSO; FOUTS, 1997; WERNERFELT, 1984). Melhores atividades ESG devem beneficiar o desempenho organizacional por meio dessa vantagem competitiva (RUF et al., 2001). Portanto, empresas que apresentam ESG como vantagem competitiva, acabam por atender expectativas de acionistas com maior congruência (LI et al., 2017), pois a incorporação à cadeia de valor da companhia do ESG requer maiores incentivos, investimentos e aceitação (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021).

Ainda de acordo com VBR, as empresas ao utilizarem de maneira eficaz os recursos, podem reduzir custo de operação, o que gera vantagens competitivas, ganhos de escala, de margem líquida e, conseqüentemente, melhora no desempenho corporativo (BARNEY, 1991; LI et al., 2017; PENROSE, 1959; WERNERFELT, 1984). Negócios mais sustentáveis elevam a reputação, reduzem despesas legais, expandem a base de clientes e investidores, aumentam subsídios e impactam melhorando o desempenho de mercado (CAI; HE, 2014).

Em sentido contrário, as empresas ambientalmente irresponsáveis, com divulgações mais incipientes, acabam por gerar penalidades governamentais, exposição negativa à mídia e boicotes de acionistas (LI et al., 2017). Qiu, Shaukat e Tharyan (2016) argumentam que divulgações ESG mais extensas e objetivas podem contribuir para o aumento do preço das ações de uma companhia, visto que auxilia na criação de uma reputação positiva e forte da empresa, além de outras vantagens competitivas.

Cheng, Ioannou e Serafeim (2014) argumentam que a existência de folga de recursos, torna as empresas mais flexíveis para investir e implementar atividades melhores de ESG. Lin et al. (2020) corroboram ao afirmar que recursos financeiros são vitais para maiores

investimentos sustentáveis, pois a escassez faz com que a organização foque em demandas econômicas prioritárias, deixando o ESG, atividade voluntária, em segundo plano. Ademais, os ajustes necessários para a adoção de políticas sustentáveis, requer sacrifícios financeiros, além de custos sociais, psicológicos e de contratação, que com abundância de valores, a gestão fica mais livre para implementá-las (SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019).

Seguindo os preceitos da Teoria Baseada em recursos, a organização pode melhorar suas práticas internas com políticas de gestão das partes interessadas, inovações verdes, liderança em sustentabilidade, melhorias na comunidade local da companhia (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016) e, economia circular (YANG; JIANG; CHEN, 2021). Estas atividades ocasionam uma vantagem competitiva sustentável, visto que a organização terá a posse de recursos valiosos, inimitáveis, caros, raros (BARNEY, 1991; WERNERFELT, 1984), tornando tais ações diferenciais competitivos de seus concorrentes (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016) e que elevam o desempenho (OH; CHANG; KIM, 2016).

Embora um recurso ocioso contribua para investimentos em outros âmbitos, estes também podem estar atrelados a problemas de agência, incluindo distribuição em excesso para CEOs e acionistas (JENSEN, 2001). Deb, David e O'Brien (2017) argumentam que alocar recursos corporativos em atividades ESG, são alocações erradas e inapropriadas para a maximização do interesse dos acionistas. Lin et al. (2020) expressam que alguns gerentes tendem a priorizar ações que melhorem o desempenho, aumentem a eficiência na alocação de recursos ao invés de questões sustentáveis, o que ocorre com maior ênfase em empresas com folga financeira limitada ou inexistente.

Apesar de existir a sugestão por mais pesquisas envolvendo folga financeira como moderadora da relação (LI et al., 2017; SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019), estudos neste campo são limitadas (YANG; JIANG; CHEN, 2021). Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) abordaram a pertinência de se analisar o Q de Tobin na relação entre ESG e desempenho, moderado pela folga financeira, mas não foram encontrados, até o momento, estudos que utilizaram as variáveis Q de Tobin e *Market to Book*.

Tendo em vista, a possível discrepância entre o ESG geral e os pilares ambiental, social e de governança e buscando analisar as peculiaridades de cada variável (LIN et al., 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021) sobre o desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*), acredita-se que a maior folga financeira contribua moderando positivamente para o aumento do efeito da relação estabelecida entre ESG e desempenho corporativo. Propomos, portanto, como quarta hipótese do estudo a seguinte:

H₄: A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{4a}), social (H_{4b}), governança (H_{4c}) e o desempenho de mercado.

2.5.3 Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e Desempenho Corporativo

O desempenho corporativo pode ser medido tanto por variáveis contábeis (como ROA e ROE) quanto por variáveis baseadas no mercado (como Q de Tobin e *Market to Book*) (VELTE, 2020). Assim como os desempenhos empresariais, o ESG e seus pilares devem ser testados separadamente (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021).

Fehre e Weber (2016) destacam que o *Chief Executive Officer* (CEO) apresenta características relevantes para influenciar a relação entre ESG e desempenho, sendo, de acordo com Busenbark et al. (2016) a pessoa mais relevante e influente dentro do conselho de administração e para as estratégias corporativas. Em consonância com Li et al. (2018), buscou-se avaliar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação estabelecida, dada a relevância desta personalidade para as decisões e políticas empresariais.

2.5.3.1 Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e Desempenho Econômico-Financeiro

A Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) postula que os conflitos de agência surgem no momento em que ocorrem incongruências entre agente (acionistas) e principal (executivos), ocasionando custos. A remuneração do CEO acaba por funcionar como um mecanismo de incentivo que busca alinhar os interesses deste e o bem-estar de acionistas (BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020). Gerentes com aversão ao risco, optarão por gerar um desempenho mais seguro, que aumente a riqueza gerada e não comprometa sua continuidade na empresa (ALESSANDRI; PATTIT, 2014).

Esta teoria expressa que gerentes muitas vezes se envolvem em ESG ou para atender os anseios de acionistas ou pelo potencial de benefício próprio (JENSEN; MECKLING, 1976). Li et al. (2018) corroboram ao expressar que muitas vezes, às custas da empresa, estes executivos buscarão se promover e construir uma reputação maior pela atenção da mídia e publicidade. Neste sentido, uma remuneração que alinhe os interesses do gestor aos dos acionistas, gerando

benefícios vinculados ao desempenho, funcionarão como um incentivo para o envolvimento em atividades sustentáveis, além de mitigar os conflitos e custos de agência (VELTE, 2020).

Além de benefícios próprios, outra possível explicação para efeitos adversos da remuneração dos executivos na relação, consiste nas características de governança corporativa da companhia, visto que quando ocorre déficits de monitoramento leva a comportamentos adversos dos CEOs, reduções no lucro e no retorno de capital, além de desvalorização da empresa, pois estes fatores elevam a remuneração dos executivos a um nível prejudicial (LI et al., 2018). Logo, a governança corporativa pode atuar como um fator primordial no fracasso ou sucesso da companhia (JAVEED; LEFEN, 2019).

Neste intuito, Velte (2020) expressa que se remunerações baseadas em incentivos for implementada, bem como salário atrativo, farão com que os CEOs tenderão a usar sua influência a atender os interesses de *stakeholders* e acionistas, além de investir 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, poder, bem como, 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 a empresa (LI et al., 2018; JAVEED; LEFEN, 2019).

A qualidade do *disclosure* expressará a capacidade de entendimento do ambiente competitivo pelo executivo, a demonstração de possíveis resultados futuros e a sinalização do quão capaz é um CEO para gerar aumento de valor organizacional (HUI; MATSUNAGA, 2015). Porém, excessivo poder do executivo (incentivos inapropriados e fraquezas de governança) podem gerar comportamentos que manipulem a política de *disclosure*, ou seja, transparência gerenciada de informações (JOUBER, 2019). Se tal argumento for pertinente, há um enfraquecimento da relação entre divulgações ESG e desempenho (LI et al., 2018).

Li et al. (2018) analisaram empresas do Reino Unido no que tange os efeitos do ESG (e os pilares ambiental e social) no desempenho corporativo (medido pelo ROA e Q de Tobin) e buscaram analisar se a maior remuneração dos executivos, que consiste na razão entre remuneração do CEO e a remuneração do conselho de administração, exerce impactos na relação entre ESG e desempenho corporativo. Os resultados demonstraram que maiores divulgações ESG, conjugadas com a remuneração dos executivos mais elevadas, promovem maior confiança das partes interessadas, aumentando o desempenho da companhia. Essa

evidência se demonstra robusta as três medidas utilizadas, ESG, pilar ambiental e para o pilar social.

Outro estudo realizado por Javeed e Lefen (2019) buscou analisar o contexto do Paquistão, no período de 2008 a 2017 e avaliaram 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 do poder dos executivos, no período de 2010 a 2018. A remuneração dos executivos, neste estudo, se difere dos demais, por além de se utilizar da remuneração, conjuga tempo de mandato e porcentagem de ações que o executivo tem da empresa, formando o índice de remuneração dos executivos. Os resultados são semelhantes aos demais estudos, pois houve um impacto positivo do ESG e dos seus pilares no desempenho, sendo os efeitos positivos mais pronunciados em organizações com alto remuneração dos executivos, sendo a remuneração uma das partes que influenciam essa moderação. Ademais, Bian et al. (2016) analisaram apenas o desempenho de mercado em relação semelhante.

Portanto, a literatura anterior acaba por negligenciar o papel moderador da remuneração dos executivos no vínculo ESG e desempenho financeiro (LI et al., 2018; VELTE, 2020). A amplitude do ESG, conforme preceitos de Han, Kim e Yu (2016), pode ser a responsável pelos efeitos mistos (positivos, negativos e insignificantes) que ocorrem nas relações analisadas em estudos anteriores. Deste modo, considerar os efeitos das três pontuações individuais (ambiental, social e de governança) se torna pertinente. Portanto, presume-se o papel da remuneração total dos executivos como impulsionadora das influências da divulgação ESG no desempenho econômico-financeiro, sendo proposta a quinta hipótese:

H₅: A remuneração dos executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{5a}), social (H_{5b}), governança (H_{5c}) e o desempenho econômico-financeiro.

2.5.3.2 Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e Desempenho de Mercado

O ESG influencia o desempenho das companhias, entretanto, algumas contribuições de variáveis que impulsionam ou mitigam esta relação necessitam de maior ênfase, para buscar

compreender como as empresas alcançam este melhor desempenho realizado pelo ESG (DERCHI; ZONI; DOSSI, 2021). O ativismo de investidores e mudanças regulatórias tornaram o ESG prioritário para empresas e conselhos de administração (MAAS, 2018). Assim, debate-se como e quais sistemas de governança promovem com mais eficiência a melhoria dos esforços de CEOs na promoção de estratégias ESG (OH; CHANG; KIM, 2016).

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, transparência, além de buscar atender os interesses das partes interessadas possivelmente, também por uma conduta mais ética, social e ambientalmente responsável da companhia (JAVEED; LEFEN, 2019). Acionistas visando obter retornos e financiamentos com custos de capital reduzidos, bem como, da redução do risco de seu investimento acabam priorizando empresas que tenham boas práticas de governança corporativa e que busquem uma conduta mais sustentável (VELTE, 2020).

Li et al. (2018) corroboram ao expressar que revelar informações ESG se torna crucial para companhias que buscam reduzir a assimetria informacional, melhorar o relacionamento com acionistas e desenvolver a confiança da sociedade. Outrossim, o custo de agência tenderá a ser reduzido quando as divulgações ESG estimularem os acionistas no engajamento com estas atividades (JAVEED; LEFEN, 2019). A Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) estabelece que incentivos são utilizados para melhorar o ambiente de agência, alinhando esforços entre agente e principal (EISENHARDT, 1989; HOLMSTROM; MILGROM, 1991). Assim para que o agente busque objetivos ESG, os contratos de remuneração, elaborados pelos conselhos de administração, órgão representativo dos acionistas, devem prever convergências entre remuneração, desempenho ESG e de mercado (DERCHI; ZONI; DOSSI, 2021).

A remuneração e o alcance de metas de enfoque sustentável tornaram-se ponto de debate e adequação (MAAS, 2018). Com esta ênfase, Derchi, Zoni e Dossi (2021) analisaram a eficiência de remuneração executiva atrelada a metas de ESG em empresas americanas, no período de 2002 a 2013. Os resultados demonstraram que este tipo de incentivo promove adoção de práticas sustentáveis, produzindo efeitos positivos após o terceiro ano de adoção. Além de perceberem uma redução de impasses ambientais e sociais pelas empresas. Neste sentido, quando a remuneração tem o propósito de motivar CEOs, esta gerará gestores comprometidos com objetivos estratégicos (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2012).

Outra possível explicação para efeitos positivos, consiste no fato de que na governança corporativa, o cargo de CEO é o principal (BUSENBARK et al., 2016), o que pode influenciar

a divulgação de informações sobre ESG e valor da empresa (JAVEED; LEFEN, 2019; VELTE, 2020). O controle das operações da companhia pelos executivos, pode ser a condição necessária para melhorar a compreensão entre a relação entre ESG e desempenho corporativo, considerando os impactos da remuneração do executivo (LI et al., 2018).

A influência do CEO em uma equipe de alta administração é intensa, o que influencia atividades ESG e desempenho. Portanto, pode ser que o papel do executivo seja crucial para a implementação de estratégias ESG bem-sucedidas (VELTE, 2020). Se este 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).

Estudos anteriores pesquisaram a associação entre ESG e desempenho, desconsiderando efeitos moderadores, como características dos executivos e seus incentivos remuneratórios (BIAN et al., 2016). O estudo de Li et al. (2018) com empresas do Reino Unido buscou avaliar os efeitos do ESG, além dos pilares ambiental e social no desempenho de mercado (Q de Tobin e análise complementar com o ROA), analisando o efeito moderador da remuneração dos executivos nesta relação. Quanto aos resultados a remuneração dos executivos pronunciou ainda mais os efeitos positivos da relação estabelecida de todas as variáveis independentes sobre o desempenho de mercado, funcionando como um impulsionador.

De maneira similar, Bian et al. (2016) avaliaram as 40 maiores empresas listadas na Austrália, no período de 2003 a 2012. Os resultados indicaram que o engajamento em ESG tem um efeito positivo no Q de Tobin e que a remuneração diminui o desempenho de mercado, apoiando a hipótese de entrincheiramento do CEO, ou seja, os incentivos embutidos na remuneração dos CEO não são eficazes como uma ferramenta de gestão para impulsionar atividades sustentáveis e a valorização da companhia no mercado diante das atividades ESG.

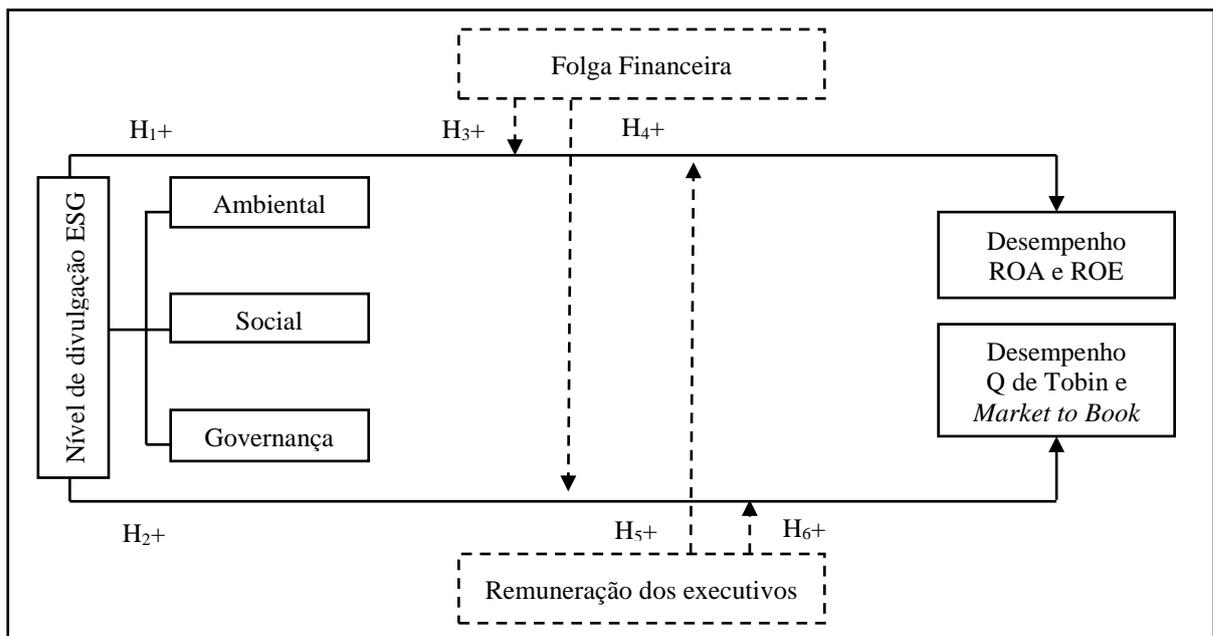
Outro estudo comparável, que analisa duas relações diretas ao invés de moderação, é o de Li, Li e Minor (2015) que exploraram se CEOs poderosos tendem a realizar maiores investimentos em atividades de ESG e se estas ações impactam no valor de mercado (Q de Tobin). A variável poder do CEO, neste estudo, foi obtida com base na remuneração, dualidade e tempo de mandato do CEO e descobriram que esta variável se correlaciona negativamente com o ESG, enquanto o envolvimento em atividades ESG aumenta o valor da companhia.

Quanto aos efeitos adversos, sob o enfoque da Teoria da Agência, o agente (executivo) pode buscar seu interesse acima do benefício do principal (acionista). Quando isto ocorre nem sempre as decisões aumentarão o valor da empresa, e para mitigar o conflito, a teoria postula que a remuneração do executivo se torna uma ferramenta eficaz (BLANES; DE FUENTES; PORCUNA, 2021). Neste sentido, os pilares e o ESG geral podem gerar impactos diferentes no desempenho de mercado (LIN et al., 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Assim, espera-se que a remuneração dos executivos produza efeitos positivos que maximizem a relação analisada, conforme a última hipótese estabelecida:

H₆: A remuneração dos executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{6a}), social (H_{6b}), governança (H_{6c}) e o desempenho de mercado.

A partir da lacuna de pesquisa explorada nesta pesquisa, procurou-se entender as interações existentes entre ESG (geral, ambiental, social e governança) e o desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e o desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*). Ademais, buscou-se avaliar os efeitos moderadoras da folga financeira e remuneração dos executivos). Portanto, na Figura 1, apresenta-se o modelo teórico do estudo, que sintetiza as relações propostas a partir das seis hipóteses de pesquisa.

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



Fonte: Elaboração própria.

As hipóteses H₁ e H₂ visam identificar se a divulgação ESG e dimensões ambiental, social e de governança, contribuem para o aumento do desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*). As hipóteses H₃ e H₄ abordam o efeito moderador da folga financeira, visto que recursos excedentes poderiam aumentar os investimentos em ESG e, por conseguinte, melhorando o desempenho corporativo.

Por fim, as hipóteses H₅ e H₆ propõem 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 agente, para que CEOs busquem ideais sustentáveis que contribuam para o desempenho da empresa. Com a construção da fundamentação das hipóteses passa-se a delimitar os procedimentos metodológicos utilizados neste estudo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste tópico se estabeleceram os procedimentos que delinham a pesquisa referentes ao enquadramento metodológico, com a posterior delimitação da população e amostra, do constructo do estudo comportando as variáveis utilizadas, forma de operacionalização, base de coleta e estudos semelhantes que utilizaram as mesmas variáveis. Por fim, se delimitam os procedimentos de coleta e análise dos dados, as limitações e a trajetória da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

A delimitação da pesquisa envolve fundamentos metodológicos, determinação de objetivos, amplitude da pesquisa e especificação das técnicas de coleta e análise de dados (GIL, 2017). Esta pesquisa quanto aos objetivos, enquadrar-se como descritiva. Para Marconi e Lakatos (2018) as pesquisas descritivas buscam investigar empiricamente, a descrição ou análise de características sobre fatos ou fenômenos. Este enquadramento justifica-se pelo fato de a pesquisa ter buscado analisar o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras.

Quanto à abordagem do problema caracterizou-se como quantitativa. Martins e Theóphilo (2018) expressam que estas pesquisas buscam quantificar os dados e as evidências coletadas, filtrando-os, mensurando-os por meio da estatística. A natureza quantitativa, justifica-se uma vez que foram utilizadas técnicas de estatística descritiva, correlação e análise de regressão, para testar as relações propostas.

A coleta de dados ocorreu por meio da pesquisa documental. Bardin (2016) delimita a análise documental como aquela que operacionaliza a busca de conteúdo em bases de documentos e dados secundários, a partir da classificação e indexação de informações. Neste sentido, este enquadramento diz respeito a coleta que foi realizada nos Formulários de Referência dispostas no sitio da B3, além das bases de dados Economática[®] e Refinitiv Eikon[®], antiga Thomson Reuters[®]. Posterior ao delineamento da pesquisa, especifica-se a população e a amostra do estudo.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população da pesquisa corresponde a todos os elementos que podem ser avaliados (MARTINS; THEÓPHILO, 2018). O período de análise compreendeu seis anos, 2016 a 2021. Fundamenta-se a análise deste período, pois estudos anteriores utilizaram um intervalo temporal similar (CORNETT; ERHEMJAMTS; TEERÃ, 2016; NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; VELTE, 2017; ATAN, et al., 2018; SHAKIL et al., 2019; DUQUEGRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Deste modo, a população desta pesquisa consiste em todas as empresas ativas e em situação de canceladas, listadas na B3. A consideração das empresas canceladas deve-se ao fato de se se ter buscado ponderar o viés de sobrevivência (VALCANOVER, 2019). Como a avaliação completa de toda a população, um censo, fica inviável muitas vezes na pesquisa, torna-se ideal trabalhar com uma amostra (GIL, 2017). Neste sentido, conforme Martins e Theóphilo (2018) esta pesquisa utiliza uma amostra não probabilística, intencional e obtida por acessibilidade. Tal classificação deve-se ao fato de que se realizaram algumas delimitações e exclusões para se chegar a amostra.

A primeira determinação foi a ponderação de quais empresas possuíam informações para a variável ESG e seus pilares. Percebe-se a partir de estudos anteriores com variáveis ESG um envolvimento, ainda, relativamente baixo, entretanto, crescente das companhias com a divulgação desta informação (VELTE, 2020). Liu et al. (2017) corroboram que a escassez advém da voluntariedade da divulgação destes dados. Neste sentido, com fins de aumentar a amostra de empresas estudadas, optou-se por uma amostra desbalanceada, assim como o realizado por Cornett, Erhemjamts e Teerã (2016), Li et al. (2018) e Lin et al. (2020).

Outras delimitações realizadas dizem respeito às exclusões de: companhias financeiras, devido a suas características específicas; das que tinham patrimônio líquido negativo, pois influenciaria no cálculo de algumas variáveis de desempenho; e, empresas sem dados completos no período analisado (BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020).

A Tabela 1, evidencia a amostra final obtida, com a quantidade de empresas analisadas em cada ano (Painel A) e por setor/ano (Painel B). Ressalta-se que o total de empresas listadas na bolsa de valores é de 398 empresas, destas excluíram-se 77 por serem empresas do setor financeiro, totalizando 321 companhias. Deste total excluíram-se todas as empresas que não possuíam a divulgação ESG (em cada ano, valor variável), além de 12 empresas com PL

negativo e/ou sem as informações necessárias, totalizando a amostra delimitada na Tabela 1, desbalanceada para cada ano.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa

Painel A – Amostra da pesquisa por Ano						
Ano	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total	66	66	73	75	96	107
Painel B - Amostra da pesquisa por Setor de Atuação						
Setor/Ano	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bens Industriais	10	10	10	10	14	16
Comunicações	2	2	2	2	2	2
Consumo cíclico	13	13	14	15	28	33
Consumo não cíclico	9	9	10	11	13	14
Materiais básicos	9	9	9	9	9	9
Petróleo, gás e biocombustíveis	4	4	5	5	6	6
Saúde	4	4	6	6	7	8
Tecnologia da informação	1	1	1	1	1	1
Utilidade Pública	14	14	16	16	16	18
Total	66	66	73	75	96	107

Fonte: Dados da pesquisa.

Por meio da Tabela 1 pode-se corroborar com a justificativa do uso de uma amostra desbalanceada, pois há um crescimento do engajamento das empresas brasileiras com a divulgação ESG, sendo que no período analisado a amostra teve um crescimento de 62,12%, em relação ao período inicial, 2016. Além disso, nota-se por meio do Painel B, que os setores com maior presença quantitativa na amostra, no decorrer dos anos, são os setores: de consumo cíclico, utilidade pública e bens industriais. Após a delimitação da amostra, se especifica o constructo da pesquisa.

3.3 CONSTRUCTO DA PESQUISA

Por meio da revisão de literatura, constatou-se quais seriam as variáveis adequadas para responder a problemática, os objetivos e as hipóteses do estudo. Neste sentido, o Quadro 2 apresenta as variáveis utilizadas para operacionalizar a pesquisa, sendo estas dispostas no constructo do estudo, no qual se evidencia as variáveis analisadas, sua descrição, forma de cálculo, autores e a fonte de coleta de dados utilizadas.

Quadro 2 – Constructo da pesquisa

(continua)

Construto	Variável	Operacionalização	Base	Autores
Variáveis dependentes				
Desempenho Corporativo	Desempenho Econômico-Financeiro	Retorno sobre o Ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Economática® Li et al. (2018); Alareeni e Hamdan (2020); Buallay et al. (2020b); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021); Taufik e William (2021).
		Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Economática® Lee, Cin e Lee (2016); Buallay (2019); Javeed e Lefen (2019); Alareeni e Hamdan (2020); Buallay et al. (2020b); Taufik e William (2021).
	Desempenho de Mercado	Q de Tobin (QT)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}}$	Economática® Fatemi, Glaum e Kaiser (2018); Li et al. (2018); Buallay (2019); Alareeni e Hamdan (2020); Mohammad e Wasiuzzmann (2021).
		Market to Book (MTB)	$\frac{(VA \times QA)_{ij}}{PL_{ij}}$	Economática® Ham, Kim e Yu (2016); Chen; Ngniatedema e Li (2018).
Variáveis Independentes				
Environmental, Social and Governance	Nível de divulgação Ambiental, Social e de Governança das empresas (ESG)	ESG	Pontuação geral da empresa com base nas informações autorrelatadas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa.	Refinitiv Eikon® Nekhili et al. (2017); Li et al. (2018); Buallay (2019); Velte (2020); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
		Ambiental (AMB)	Refere-se ao desempenho ambiental da empresa quanto ao uso de recursos, emissões e inovação para questões ambientais.	Refinitiv Eikon® Velte (2017); Li et al. (2018); Alareeni e Hamdan (2020); Velte (2020); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
		Social (SOC)	Refere-se ao desempenho social da empresa quanto aos direitos humanos, força de trabalho, comunidade e responsabilidade pelo produto.	Refinitiv Eikon® Velte (2017); Aboud e Diab (2018); Li et al. (2018); Shakil et al. (2019); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
		Governança (GOV)	Refere-se ao desempenho de governança quanto à gestão, acionistas e pela estratégia de RSC adotada.	Refinitiv Eikon® Nekhili et al. (2017); Li et al. (2018); Shakil et al. (2019); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
Variáveis Independentes Moderadoras				
Folga Financeira (FF)		$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Economática®	Li et al. (2017); Lin et al. (2020); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
Remuneração CEO (REMCEO)		Remuneração anual do executivo dividida pela remuneração anual total de todos os conselheiros do Conselho de Administração.	Item 13.2 do Formulário de Referência.	Bian et al. (2016); Veprauskaite e Adams (2013); Li et al. (2018); Javeed e Lefen (2019); Velte (2020).

Quadro 2 – Constructo da pesquisa

(conclusão)

Variáveis Independentes de Controle				
Governança Corporativa	Tamanho do Conselho (TAMCA)	Logaritmo natural do número total de membros do Conselho de Administração	Item 13.2 do Formulário de Referência	Nekhili et al. (2017); Velte (2020); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
	Independência do CA (INDCA)	Proporção de membros do Conselho de Administração considerados independentes.	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	Nekhili et al. (2017); Radhouane et al. (2020); Velte (2020); Mohammad e Wasiuzzmann (2021).
	Comitê de remuneração (CREM)	Presença de comitê de remuneração no CA (variável dicotômica, 1 se a empresa possui; 0 caso contrário)	Item 12.1 do Formulário de Referência	Brandão et al. (2019); Kanapathippillai, Mihret e Johl (2019); Iglesias et al. (2021).
Específicas da Empresa	Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total da empresa em $t-1$	Economática®	Li et al. (2018); Javeed e Lefen (2019); Mohammad e Wasiuzzmann (2021).
	Alavancagem Financeira (AF)	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Hasan e Habib (2017); Nekhili et al. (2017); Li et al. (2018); Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).
	Idade da Empresa (IDA)	Tempo de mercado/constituição da empresa.	Formulário Cadastral	Lee, Cin e Lee (2014); Liang e Renneboog (2016); Prasad e Junni (2017).
Efeitos Fixos	Setor	Setor de atividade da empresa, segundo a classificação da Economática®.	Economática®	Nekhili et al. (2017); Mohammad e Wasiuzzmann (2021).
	Ano	Ano da observação de 2016 a 2021 (variável dicotômica)	-	-

Nota: VA= valor da ação; QA = quantidade de ações; PL = patrimônio líquido; CA = conselho de administração.

Fonte: Dados da pesquisa.

3.3.1 Variável dependente – Desempenho Econômico-Financeiro e de Mercado

Para inferir sobre os impactos das variáveis independentes sobre as dependentes, neste caso o desempenho corporativo, tornou-se relevante utilizar variáveis que medem com precisão as relações analisadas. De acordo com Lin et al. (2020) o desempenho corporativo pode adotar dois enfoques. O primeiro, o desempenho econômico-financeiro, é obtido pela contabilidade, tais como as métricas de retorno sobre os ativos (ROA) e de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). O segundo enfoca métricas embasadas no mercado como Q de Tobin e *Market to Book*.

A análise dos dois enfoques justifica-se, pois, as medidas baseadas na contabilidade retrataram a eficiência interna e gerencial da companhia, enquanto as baseadas no contexto mercadológico, demonstraram a reação do mercado frente às atividades organizacionais (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Assim, na sequência expressa-se a operacionalização e demais características relevantes das variáveis dependentes.

3.3.1.1 Retorno sobre o Ativo

O retorno sobre os ativos (ROA) é calculado pela razão entre o lucro líquido e os ativos totais, coletadas na base Economática[®], mostrando a eficiência e desempenho da empresa em gerar receitas frente a seus ativos totais (LI et al., 2018; LIN et al., 2020). Neste sentido, esperou-se que maiores pontuações ESG contribuíssem positivamente para o aumento do lucro e do retorno à companhia. O cálculo do ROA pode ser visualizado na fórmula a seguir:

$$ROA = \frac{L}{AT}$$

Em que:

LL = Lucro líquido da empresa.

AT = ativo total conforme seu valor contábil.

O ROA é usado amplamente em estudos anteriores como *proxy* para examinar os efeitos da divulgação ESG no desempenho econômico-financeiro (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; LIANG; RENNEBOOG; 2017; LI et al., 2018; BUALLAY, 2019; JAVEED; LEFEN, 2019; VELTE, 2020; ALAREENI; HAMDAN, 2020; BUALLAY et al., 2020a; BUALLAY et al., 2020b; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021; HSU; LIANG; MATOS, 2022).

3.3.1.2 Retorno sobre o Patrimônio Líquido

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é uma métrica financeira que expressa a quantidade de receita gerada pela companhia em relação ao total do patrimônio dos acionistas registrado nas demonstrações financeiras da organização (LIN et al., 2020). O ROE é calculado pela divisão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, coletadas na base Economática[®], acabando por determinar o quão eficiente é a gestão da empresa na utilização dos recursos dos acionistas. ROE mais elevado expressa maior eficiência (ALAREENI; HAMDAN, 2020). Para se obter a variável ROE, procedeu-se o seguinte cálculo:

$$ROE = \frac{LL}{PL}$$

Em que:

LL = Lucro líquido da empresa.

PL = patrimônio líquido conforme seu valor contábil.

Diversos estudos analisaram os impactos da divulgação ESG no ROE (CORNETT; ERHEMAMTS; TEHRANIAN, 2016; LEE; CIN; LEE, 2016; HAN; KIM; YU, 2016; ATAN et al., 2018; BUALLAY, 2019; JAVEED; LEFEN, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; BUALLAY et al., 2020a; BUALLAY et al., 2020b; TAUFIK; WILLIAM, 2021). Esperou-se que maiores pontuações ESG gerassem maiores ROE devido a um aumento do lucro líquido.

3.3.1.3 Q de Tobin

A primeira variável de desempenho de mercado utilizada é o Q de Tobin, calculada pela razão entre valor de mercado e os ativos totais, sendo uma medida prospectiva, pois espera-se que reflita a futura lucratividade (AZMI et al., 2021), além de ter a vantagem em relação ao ROA e o ROE de não estar sujeita à possíveis manipulações contábeis (TAUKIF; WILLIAM, 2021) e incorporar riscos sistemáticos (SINGH et al., 2018).

Esperou-se pelas evidências e implicações dispostas na literatura anterior, que o ESG geral e os *scores* ambiental, social e de governança, exerçam influência positiva no Q de Tobin, ou seja, que maiores engajamentos em questões sustentáveis acarretem em uma valorização da empresa frente à investidores e acionistas (LIANG; RENNEBOOG, 2017). A operacionalização do cálculo do Q de Tobin foi realizada pela seguinte fórmula:

$$QT = \frac{VM}{AT}$$

Em que:

VM = valor de mercado das ações negociadas em bolsa.

AT = ativo total conforme seu valor contábil.

Deste modo, a partir da coleta das variáveis na base Económica[®], procedeu-se o cálculo do Q de Tobin, em que a variável Valor de Mercado (VM) é dividida pelo Ativo Total da empresa (VALCANOVER, 2019).

O Q de Tobin é uma variável bastante usada em estudos anteriores que buscam avaliar esta relação com ESG, tendo em seus resultados efeitos diversos, tanto positivos, quanto negativos e insignificantes (GAO; ZHANG, 2015; LIANG; RENNEBOOG, 2017; ATAN et al., 2018; FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; LI et al., 2018; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018; BUALLAY, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; BUALLAY et al., 2020a; AWAYSHEH, et al., 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; DEGENHART et al., 2021; JOST et al., 2021; LUBIS; ROKHIM, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021).

3.3.1.4 *Market to Book*

O *Market to Book* é uma *proxy* que indica oportunidades de crescimento, visto que o mercado acaba por reconhecer que o valor da companhia é superior ao registrado pela contabilidade (VALCANOVER, 2019). Ao contrário do que ocorre com o uso do Q de Tobin para avaliar o desempenho de mercado, o *Market to Book* é uma medida menos frequente em estudos anteriores que analisam relação congruente a estabelecida nesta pesquisa (HAN; KIM; YU, 2016; CHEN; NGNIATEDEMA; LI, 2018; DANI; PAMPLONA; CUNHA, 2019; JOST et al., 2021). Para medir o *Market to Book* utilizou-se a fórmula que segue:

$$\frac{MTB = (VA \times QA)_{ij}}{PL_{ij}}$$

Em que:

VA = Valor da cotação da ação;

QA = Quantidade de ações;

PL = Patrimônio Líquido consolidado (PL), no ano i da empresa j.

Por meio da coleta destas variáveis na base Economática[®], procedeu-se o cálculo do *Market to Book*, em que o valor de mercado é obtido pela multiplicação do valor da cotação da ação pela quantidade de ações da empresa i, no período t; dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2021). Como as demais variáveis de desempenho, esperou-se que empresas, que se envolvem mais ativamente em questões ESG, tenderiam a ter melhor imagem empresarial e um reconhecimento pelo mercado, superior ao valor do patrimônio líquido da companhia, reportado em relatórios financeiros (JOST et al., 2021).

3.3.2 Variável independente – ESG

Conforme Alareeni e Hamdan (2020) existem três principais bases que fornecem dados ESG internacionalmente: *Bloomberg*[®], *MSCI*[®] e *Refinitiv Eikon*[®] antigo *Thomson Reuters*[®]. Este estudo usou os dados do *Environmental, Social and Governance* (ESG) de coleta realizada na base de dados *Refinitiv Eikon*[®]. Diversos estudos anteriores utilizaram a mesma base (FERRELL; LIANG; RENNEBOOG, 2016; SHAKIL et al., 2019; ALBUQUERQUE et al., 2020; VELTE, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; ILIEV; ROTH, 2021). De acordo com Albuquerque et al. (2020) a *Refinitiv Eikon*[®] coleta informações de relatórios anuais corporativos, relatórios de sustentabilidade, organizações não governamentais e fontes de notícias para empresas de capital aberto com frequência anual. O Quadro 3 delimita a forma como as pontuações ESG são estabelecidas pela base *Refinitiv Eikon*[®].

Quadro 3 – Pontuações do relatório ESG

Dimensão	Categorias	Pesos	Indicador/dimensão	Score da dimensão	Interpretação da pontuação				
Ambiental	Uso de Recursos	0,11	20	Pontuação da empresa vezes a proporção da categoria.	Variam de 0 a 100, sendo: - 1º Quartil (0 a 25) - desempenho relativo ruim de ESG e grau insuficiente de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 2º Quartil (> 25 a 50) - desempenho relativo satisfatório de ESG e grau moderado de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 3º Quartil (> 50 a 75) - desempenho relativo bom de ESG e grau médio de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 4º Quartil (> 75 a 100) - desempenho relativo excelente de ESG e alto grau de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG.				
	Emissão	0,12	28						
	Inovação	0,11	20						
Social	Força de Trabalho	0,16	30			Pontuação da empresa vezes a proporção da categoria.	Variam de 0 a 100, sendo: - 1º Quartil (0 a 25) - desempenho relativo ruim de ESG e grau insuficiente de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 2º Quartil (> 25 a 50) - desempenho relativo satisfatório de ESG e grau moderado de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 3º Quartil (> 50 a 75) - desempenho relativo bom de ESG e grau médio de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 4º Quartil (> 75 a 100) - desempenho relativo excelente de ESG e alto grau de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG.		
	Direitos Humanos	0,045	8						
	Comunidade	0,08	14						
	Responsabilidade com o produto	0,07	10						
Governança	Gestão	0,19	35					Pontuação da empresa vezes a proporção da categoria.	Variam de 0 a 100, sendo: - 1º Quartil (0 a 25) - desempenho relativo ruim de ESG e grau insuficiente de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 2º Quartil (> 25 a 50) - desempenho relativo satisfatório de ESG e grau moderado de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 3º Quartil (> 50 a 75) - desempenho relativo bom de ESG e grau médio de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG; - 4º Quartil (> 75 a 100) - desempenho relativo excelente de ESG e alto grau de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG.
	<i>Stakeholders</i>	0,07	12						
	Estratégias de RSC	0,045	9						

Fonte: Adaptado de *Refinitiv Eikon*[®], *ESG Scores Methodology* (2022).

Pelo Quadro 3, percebe-se que a pontuação ESG é um índice composto por multidimensões (ambiental, social e governança) o que acaba que uma dimensão pode eliminar ou diminuir efeitos opostos de outra, assim usar os pilares separados pode suprir esta lacuna (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; ALAREENI; HAMDAN, 2020; BUALLAY et al., 2020b). Neste estudo considerou-se a pontuação ESG geral, ambiental (AMB), social (SOC) e

a de governança (GOV). Esta avaliação conjunta nos permitirá avaliar a dimensão que mais motiva ou reduz o desempenho corporativo.

As pontuações ESG da *Refinitiv Eikon*[®] (2022) são compostas por mais de 450 variáveis de dados reportados em um domínio público, das quais um subconjunto de 186 das mais comparáveis e materiais por setor são usadas no processo geral de avaliação e pontuação da empresa (REFINITIV EIKON, 2022). Estas variáveis são agrupadas em dez categorias que formarão os três pilares e a pontuação ESG geral. Por fim, a dimensão com maior peso para a composição do ESG geral é a social, seguida pela ambiental e de governança. Na sequência, detalha-se um pouco mais os pilares (ambiental, social e governança) e o ESG geral.

3.3.2.1 Nível de divulgação ESG

Na base de dados *Refinitiv Eikon*[®], foram coletadas as variáveis independentes relativas ao ESG geral e suas dimensões. A pontuação geral de ESG pode ser explicada como uma conjugação das 186 variáveis mais materiais e comparáveis por setor que são usadas no processo geral de pontuação da empresa, se subdividindo em três pilares (E, S e G), relativas a emissões, inovações, direitos humanos, comunidade, *stakeholders*, estratégias, dentre outros aspectos. Os valores variam de 0 a 100, sendo 0 o valor mínimo e 100 o máximo, indicando um desempenho superior (REFINITIV EIKON, 2022).

3.3.2.2 Nível de divulgação Ambiental

O *score* Ambiental (AMB) mede a responsabilidade ambiental da companhia frente a suas ações empresariais, sendo calculado por 68 das 186 métricas utilizadas no ESG geral. Para esta dimensão os 68 indicadores se subdividem em: 20 de uso de recursos; 28 de emissões; e, 20 de inovação (REFINITIV EIKON, 2022). Conforme Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) esse índice ambiental pondera pontos fortes e fracos das três categorias, refletindo até que ponto a empresa consegue adotar melhores práticas para reduzir riscos e gerar oportunidades ambientais. Albuquerque et al. (2020) exemplifica que nesta categoria são tratados temas como água, energia, resíduos, emissão de CO₂, embalagens sustentáveis, biodiversidade, sistema de gestão ambiental e cadeia de suprimentos.

3.3.2.3 Nível de divulgação Social

O *score* Social (SOC) é composto por 62 indicadores agrupados nas quatro categorias desta dimensão, quais sejam: 30 para avaliar força de trabalho; 8 para direitos humanos; 14 para comunidade; e, 10 para responsabilidade do produto (REFINITIV EIKON, 2022). Alareeni e Hamdan (2020) expressam que a dimensão social visa refletir a medição de informações que digam respeito a igualdade de gênero, rotatividade e número de funcionários, princípios de comércio justo, segurança do produto, treinamento e direitos trabalhistas, direitos humanos, relações com a comunidade, dentre outros.

Esta categoria acaba refletindo a reputação da empresa como um fator chave da criação de valor a longo prazo (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Albuquerque et al. (2020) abordam que a subcategoria social visa retratar temas de diversidade e inclusão, condições de trabalho, desenvolvimento de carreira, saúde, comunidade e segurança.

3.3.2.4 Nível de divulgação de Governança

O *score* de Governança (GOV) é composto por 56 variáveis, das quais se subdividem em 3 categorias, sendo: 35 métricas de gestão (funções e estruturas do conselho); 12 de *stakeholders*; e, 9 de estratégia RSC (REFINITIV EIKON, 2022). Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) expressam que o componente de governança mede a aderência dos sistemas e processos da empresa e consegue garantir que executivos e membros atuem para a consecução dos interesses de acionistas e partes interessadas, vislumbrando ações de longo prazo.

Alareeni e Hamdan (2020) corroboram ao expressar que o *score* de governança vai delimitar as melhores práticas de gestão, direcionando e monitorando responsabilidade e direitos por mecanismos de incentivos. Enquanto, Radhouane et al. (2020) exemplificam que esta dimensão trata de composição do conselho de administração (como independência, gênero e dualidade), auditoria interna e externa e políticas de sustentabilidade corporativa.

3.3.3 Variável independente – moderadora – Folga Financeira

A folga financeira (FF) são recursos não absorvidos, disponíveis para investimento. Havendo menos proporção de folga, as empresas restringiriam seus investimentos a atividades operacionais, evitando usos alternativos além de sofrer restrições frente a necessidades urgentes

(LIN et al., 2020). Portanto, havendo folga estes recursos podem ser investidos em atividades de ESG, que consequentemente impactariam positivamente o desempenho corporativo (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Hasan e Habib (2017) corroboram ao argumentar que a folga financeira expressa menores restrições de recursos que provavelmente melhoram a capacidade de organizações em investirem no ESG.

Para o cálculo da folga financeira, utilizou-se a seguinte fórmula, conforme estudo de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021):

$$FF = \frac{AC}{PC}$$

Em que:

AC = Ativo circulante reportado;

PC = Passivo circulante reportado.

As variáveis para o cálculo da folga financeira foram coletadas na base Economática[®], e com a existência de folga financeira esperou-se que ocorresse a moderação da relação ESG e desempenho, aumentando os efeitos positivos. O uso desta variável justificou-se pela presença desta relação em estudos anteriores (LI et al., 2018; LIN et al., 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

3.3.4 Variável independente – moderadora – Remuneração dos Executivos

O executivo é considerado a pessoa mais influente e relevante dentro da administração corporativa, influenciando as estratégias empresariais (BUSENBARK et al., 2016). Melhores divulgações ESG, atreladas a um salário do CEO mais elevado, acarretam um aumento da confiança das partes interessadas e do desempenho da companhia (LI et al., 2018).

Assim como estudos anteriores de Li et al. (2018) e Javeed e Lefen (2019), utilizaremos a 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. Velte (2020) corrobora que a influência do executivo aumenta quando o seu contrato de remuneração diferir significativamente dos demais diretores, ou seja, quando este tiver uma proporção salarial maior. Para o cálculo da variável remuneração (REMCEO) dos executivos, utilizou-se a métrica proposta por Veprauskaite e Adams (2013):

$$\text{REMCEO} = \frac{\text{RCEO}_i}{\text{RTCA}_i}$$

Em que:

RCEO_i = Remuneração anual do executivo;

RTCA_i = Remuneração total anual dos conselheiros do Conselho de Administração

As variáveis para o cálculo da métrica de remuneração dos executivos (REMCEO) foram coletadas no Item 13.2 do Formulário de Referência de cada empresa. Esperou-se que a existência de maior remuneração do CEO acabasse por potencializar a relação entre ESG e desempenho, por meio da moderação positiva. Justificou-se a utilização desta variável pela ocorrência em pesquisas anteriores (BIAN et al., 2016; LI et al., 2018; JAVEED; LEFEN, 2019; VELTE, 2020).

Cumprе ressaltar que esta pesquisa se concentrou na remuneração total em dinheiro paga aos diretores executivos das organizações analisadas no estudo. No Brasil a remuneração variável de curto e de longo prazo é pouco desenvolvida nas organizações e muitas empresas não divulgam tais informações, fazendo com que a maioria dos dados esteja faltando (MACHADO; BEUREN, 2015). Ademais, Velte (2020) expressa que fica complexo mensurar se a remuneração variável ou o todo é que serão responsáveis pela participação de um CEO.

3.3.5 Variáveis de Controle – Governança Corporativa

Como variáveis independentes de controle no âmbito de governança corporativa, utilizou-se o Tamanho (TAMCA), a Independência (INDCA) do Conselho de Administração e a presença ou não de comitê de remuneração (CREM). A inclusão de cada uma destas variáveis de controle foi realizada pautada em uma possível explicação para como o ESG afeta o desempenho corporativo, sendo tais aspectos discutidos nesta subseção.

3.3.5.1 Tamanho do Conselho de Administração

O monitoramento gerencial e a eficiência do conselho, de acordo com a Teoria da Agência, são reduzidos pelo aumento da quantidade de conselheiros (JENSEN; MECKLING, 1976). Isto porquê conselhos maiores sofrem problemas de comunicação, assimetria de

informações (MALIK; MAKHDOOM, 2016), divergências de opiniões e aumentos de custos de agência (MCMULLEN, 1996), o que acaba sendo prejudicial ao desempenho da empresa.

Para o contexto brasileiro Cardoso et al. (2019) delimitou como adequado um número de 6 membros. Estudos anteriores que analisaram as relações aqui propostas, também fizeram uso desta variável de controle em suas pesquisas (NEKHILI et al., 2017; VELTE, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). A coleta da variável Tamanho do Conselho de Administração (TAMCA) foi realizada no Item 13.2 do Formulário de Referência de cada empresa, sendo aplicado o logaritmo natural nos dados (VELTE, 2020).

3.3.5.2 Independência do Conselho de Administração

Conselhos independentes, segundo preceitos de autores da agência, possibilitam a redução de problemas de agência pois estes atuam monitorando possíveis comportamentos oportunistas de executivos (JENSEN; MECKLING, 1976). Tal fato possivelmente se deva a autonomia e autoridade que conselheiros externos possuem (AHMADI; NAKAA; BOURI, 2018), além do conhecimento que acaba por ajudar na melhoria do desempenho e das estratégias corporativas (PILLAI; AL-MALKAWI, 2018). Conforme Machado e Beuren (2015) as decisões finais sobre a remuneração dos CEOs são realizadas pelos conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração (INDCA), visto que são externos aos conflitos de interesses que existem entre acionistas e executivos no que diz respeito as formas e níveis de remuneração.

Quando se analisou as relações entre ESG e desempenho empresarial, alguns autores utilizaram a variável de independência do conselho (NEKHILI et al., 2017; RADHOUANE et al., 2020; VELTE, 2020; MOHAMMAD; WASIUZZMANN, 2021). Presumiu-se um efeito positivo desta variável sobre o desempenho. Coletou-se a independência no Item 12.6/8 do Formulário de Referência, sendo esta determinada pela proporção de membros do Conselho de Administração considerados independentes em relação ao total de membros.

3.3.5.3 Comitê de Remuneração

O Comitê de Remuneração (CREM) tem a responsabilidade de conceber, monitorar e implementar o plano anual de incentivos do executivo (MACHADO; BEUREN, 2015). Conyon (2014) expressa que este comitê é essencial para desenvolver uma política remuneratória

condizente com o mercado em que a organização se insere, com os esforços a serem despendidos pelo CEO, que mitiguem os conflitos de interesse e que se atrelem aos anseios dos acionistas. Estudos anteriores expressam que a adoção do comitê de remuneração em companhias busca atrelar a sensibilidade remuneratória a melhorias no desempenho corporativo (MURPHY, 2013; MACHADO; BEUREN, 2015; BRANDÃO et al. 2019; KANAPATHIPPILLAI; MIHRET; JOHL, 2019; IGLESIAS et al., 2021).

Portanto, presumiu-se que a existência de comitê de remuneração nas companhias brasileiras conseguisse gerar congruência remuneratória e maiores impactos positivos no desempenho empresarial e motive CEOs no atendimento dos interesses de acionistas, podendo dentre estes, estar melhores práticas ESG. Para se obter esta variável, foi realizada a coleta no Item 12.1 do Formulário de Referência de cada companhia. Utilizou-se uma variável dicotômica, sendo 1 para a empresa que possui comitê e 0, caso contrário.

3.3.6 Variáveis de Controle – Específicas da empresa

Como variáveis independentes de controle – específicas da empresa, utilizaram-se as variáveis tamanho da empresa (TAM); alavancagem financeira (ALA) e a idade da companhia (IDA). Tal fato, justifica-se pelas peculiaridades das companhias de algum modo contribuir afetando o desempenho corporativo. Na sequência, delimita-se as variáveis, os estudos anteriores, os efeitos esperados e a forma de cálculo e a forma de obtenção dos dados.

3.3.6.1 Tamanho da empresa

Empresas de maior porte acabam por receber maior atenção do público, por isso pressões governamentais, da mídia e demais partes interessadas influenciam na adoção de uma postura de responsabilidade sustentável em suas atividades (LI et al., 2018). Conforme Hasan e Habib (2017) empresas de maior porte tendem a se envolver mais em questões de ESG, o que contribui para a melhoria do desempenho empresarial. Em oposição, empresas de maior porte apresentam características mais conservadoras e maior resistência a efetivar alterações e mudanças organizacionais, bem como dificuldades de adaptações a novas tendências, o que pode vir a prejudicar o desempenho organizacional (PRASAD; JUNNI, 2017).

Seguindo estudos anteriores, esta dissertação utilizou o logaritmo natural do ativo total para medir o tamanho da empresa (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016; LIN et al., 2020). A

coleta da variável foi realizada na base Económica[®]. Portanto, com base no exposto e na evidência empírica de relação positiva obtida por Qiu, Shaukat e Tharyan (2016) e Mohammad e Wasiuzzmann (2021), esperou-se que o tamanho da empresa (TAM) se relacionasse positivamente com o desempenho corporativo.

3.3.6.2 Alavancagem Financeira

Empresas que possuem um maior desempenho empresarial acabam por autofinanciar suas atividades, tendo assim, uma menor propensão a obter recursos com terceiros (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016). A alavancagem financeira, como variável de controle, espera-se que atue exercendo impactos negativos no desempenho quando esta estiver mais elevada (BIAN et al., 2016). A existência de uma associação negativa entre a alavancagem da empresa e o desempenho financeiro. Uma empresa com alavancagem elevada acaba exposta a maiores riscos de liquidez (LI et al., 2018).

Outra implicação, consiste em possíveis restrições que a alavancagem pode se associar devido ao aumento do monitoramento, o que restringe as atividades discricionárias de executivos (JENSEN; MECKLING, 1976). Por sua vez, pode acabar afetando negativamente os investimentos da empresa em ESG (HASAN; HABIB, 2017). Diversos estudos utilizaram esta variável como sendo de controle (HASAN; HABIB, 2017; NEKHILI et al., 2017; LI et al., 2018; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). A alavancagem financeira (AF) foi calculada dividindo-se o passivo total (circulante e não circulante) pelo ativo total (NEKHILI et al., 2017). A coleta dos dados foi realizada na base Económica[®].

3.3.6.3 Idade da Empresa

Assim como o tamanho da empresa, a idade maior de constituição da companhia acarretam em maior resistência a efetivar alterações organizacionais, sendo menos flexíveis e adaptáveis (PRASAD; JUNNI, 2017). A idade da empresa pode apresentar comportamento ambíguo, enquanto a permanência por vários anos denota uma consolidação da marca, implicando em desempenhos maiores, a inaptidão de empresas antigas às evoluções mercadológicas, surgimento de tecnologias novas e tendências de investimentos, influem negativamente no desempenho da companhia (LIANG; RENNEBOOG, 2016).

A coleta da variável idade da empresa foi obtida a partir da consulta ao Formulário Cadastral da empresa, disponível no site da B3, referente ao ano de constituição. Com esta informação calculou-se o tempo de mercado das empresas analisadas. A partir das evidências anteriores de Lee, Cin e Lee (2014) e de Liang e Renneboog (2016) presumiu-se que a idade da companhia (IDA) impactasse negativamente no desempenho corporativo. Com base nos demais tópicos desta metodologia, delimita-se, na sequência, os procedimentos de análise de dados.

3.4 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção estabelece-se os procedimentos de análise de dados realizados.

3.4.1 Procedimentos Preliminares

Após a coleta dos dados, foram desenvolvidos procedimentos preliminares, para na sequência, operacionalizar os modelos de regressão que buscam atender os objetivos do estudo. Estes procedimentos iniciais compreenderam: i) *Winsorização* das variáveis; ii) estatística descritiva; e, iii) matriz de correlação. Inicialmente realizou-se a técnica de *Winsorização* que foi aplicada a um nível de 1% nas variáveis com vistas a minimizar os efeitos de *outliers* na amostra. De acordo com Barnett e Lewis (1994) esta técnica não realiza a exclusão de nenhuma observação, mas sim, somente torna estas menos extremas (*outliers*) diante do total da amostra.

Posteriormente, procedeu-se a estatística descritiva (média, desvio padrão, mínimo, mediana e máximo) das variáveis delimitadas no constructo da pesquisa (Quadro 2) e desenvolveu-se a matriz de correlação de Pearson para verificar as correlações entre as variáveis dependentes e independentes do modelo. Destaca-se que as variáveis do Quadro 2 foram calculadas e tabuladas em planilhas do *Microsoft Excel*[®] e as técnicas estatísticas apresentadas nesta subseção foram operacionalizadas pelo *Software Stata*[®]. Por fim, após realizados estes procedimentos, foram operacionalizados os modelos de regressão que visaram atender aos objetivos da pesquisa, conforme expresso na sequência.

3.4.2 Primeira Etapa da Análise

O primeiro objetivo proposto foi analisar a relação direta do nível de divulgação ESG (ambiental, social e governança) no desempenho econômico-financeiro (ROA, ROE) e de

mercado (Q de Tobin e *Market to Book*). Para tanto, operacionalizou-se a regressão exibida pela Equação 1, através do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) com erros padrões robustos e controle de setor e ano. Ressalta-se que em cada Equação se subdividiu em quatro tipos de desempenho testado (ROA, ROE, QT e MTB) e o β_1 foi substituído pelos aspectos individuais do ESG (ambiental, social e governança).

$$\begin{aligned} \text{Desempenho Corporativo} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{TAMCA} + \beta_3 \text{INDCA} + \beta_4 \text{CREM} + \beta_5 \\ & \text{TAM} + \beta_6 \text{AF} + \beta_7 \text{IDA} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

Onde:

Desempenho Corporativo: se refere a uma das variáveis ROA, ROE, QT ou MTB da empresa i no período t ;

ESG = Nível de divulgação ESG da empresa i no período t ;

TAMCA = Tamanho do conselho de administração da empresa i no período t ;

INDCA = Independência do conselho de administração da empresa i no período t ;

CREM = Comitê de remuneração da empresa i no período t ;

TAM = Tamanho da empresa i no período t ;

AF = Alavancagem financeira da empresa i no período t ;

IDA = Idade da empresa i no período t ;

Setor = Setor de atividade da empresa i no período t ;

Ano = Período de análise;

β_1 = é o coeficiente angular da variável explicativa;

ε = termo de erro da regressão.

3.4.3 Segunda Etapa da Análise

O segundo objetivo específico visou analisar o efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. Este objetivo foi operacionalizado por meio de regressões de acordo com o modelo OLS com erros padrões robustos e controle de setor e ano. A Equação 2, se subdividiu nos quatro tipos de desempenho testados – ROA, ROE, QT e MTB.

Deste modo, foi incluído na equação principal do estudo a variável folga financeira, um termo de interação adicional, com o nível de divulgação ESG. Nestes modelos, a variável ESG também foi substituída pelos aspectos individuais (ambiental, social e governança).

$$\begin{aligned} \text{Desempenho Corporativo} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{FF} + \beta_3 \text{ESG} * \text{FF} + \beta_4 \text{TAMCA} + \beta_5 \text{INDCA} \\ & + \beta_6 \text{CREM} + \beta_7 \text{TAM} + \beta_8 \text{AF} + \beta_9 \text{IDA} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

Onde:

FF = Folga financeira da empresa *i* no período *t*;

β_1 a β_3 = são os coeficientes angulares das variáveis explicativas.

3.4.4 Terceira Etapa da Análise

O terceiro objetivo desta pesquisa visou investigar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. Destaca-se que para responder a este objetivo específico, foi incluído nas equações principais do estudo a variável REMCEO e um termo de interação adicional da remuneração dos executivos atrelada a um nível de divulgação ESG. Portanto, operacionalizou-se o modelo de regressão OLS com erros padrões robustos e controle de setor e ano. A equação é representada posteriormente. Além disso, destaca-se que a variável ESG foi substituída em cada uma das equações pelos aspectos ambiental, social e de governança, assim como o desempenho substituído pelo ROA, ROE, QT e MTB.

$$\begin{aligned} \text{Desempenho Corporativo} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{REMCEO} + \beta_3 \text{ESG} * \text{REMCEO} + \beta_4 \\ & \text{TAMCA} + \beta_5 \text{INDCA} + \beta_6 \text{CREM} + \beta_7 \text{TAM} + \beta_8 \text{AF} + \beta_9 \text{IDA} + \text{Efeitos Fixos Setor} \\ & + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

Onde:

REMCEO = Remuneração do CEO, razão entre Remuneração total dos executivos da empresa *i* no período *t*, sobre a remuneração dos conselheiros do conselho de administração;

β_1 a β_3 = são os coeficientes angulares das variáveis explicativas.

Ressalta-se que, nas Equações 2 e 3, quando incluídas as variáveis ESG (geral, ambiental, social e governança), constatou-se valores não recomendados pela literatura quanto aos parâmetros aceitáveis de VIF e, deste modo, não se considerou tais variáveis de maneira individual, mas apenas a interação da variável com as moderadoras (FF e REMCEO) nestes modelos de regressão.

3.5 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Como limitações deste estudo, o primeiro impasse consiste em aspectos amostrais que, devido ao envolvimento, ainda, relativamente baixo, entretanto, crescente das companhias com a divulgação de informações ESG e dos pilares (VELTE, 2020), acaba por reduzir o tamanho da amostra analisada. Tal fato, conforme Liu et al. (2017) expressa que a escassez destes dados se deve a voluntariedade da divulgação de informações ESG. Para mitigar este impasse, buscou-se aumentar a amostra de empresas estudadas, optando por uma amostra desbalanceada como realizado por Cornett, Erhemjamts e Teerã (2016), Li et al. (2018) e Lin et al. (2020). Ademais, destaca-se que, possivelmente, existem outras empresas que realizam atividades ESG, entretanto, não as divulgam, ou não estão disponíveis no banco de dados da *Refinitiv Eikon*[®].

Ao mesmo tempo, esta pesquisa é limitada ao período de análise, de 2016 a 2021. Essa limitação é decorrente da acessibilidade de dados sobre ESG nos anos anteriores sendo bastante reduzida, o que foi considerado como um período não representativo para tais ações, mas que do mesmo modo segue sendo considerado um fator limitante para a pesquisa. Entretanto, destaca-se que o período determinado se fundamenta devido ao uso em estudos anteriores de um intervalo temporal similar (CORNETT; ERHEMJAMTS; TEERÃ, 2016; NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; VELTE, 2017; ATAN et al., 2018; SHAKIL et al., 2019; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021) o que não compromete os achados do estudo.

Por fim, os resultados se limitarem as empresas analisadas e ao contexto institucional do Brasil. Estudos adicionais devem, portanto, explorar o crescimento do ESG e suas relações nos demais países, em especial, em países em desenvolvimento, para integrar as descobertas deste estudo e ajudar na formulação de estruturas regulatórias que permitam melhor transparência, adequadas a contextos semelhantes e, conseqüentemente, contribuam para criar valor para as partes interessadas e para a companhia. Acredita-se, que tais limitações não invalidam os resultados obtidos, entretanto, faz-se relevante destacá-las para que outros pesquisadores, ao analisarem as relações propostas, levem em consideração tais limitações.

3.6 TRAJETÓRIA DA PESQUISA

A Figura 2 delimita a trajetória da pesquisa, que se subdivide em cinco etapas.

Figura 2 – Trajetória da pesquisa

Capítulo 1 - Introdução			
<p><i>Problema:</i> Qual o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras?</p>	<p><i>Objetivo Geral:</i> Analisar o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras.</p>	<p><i>Objetivos Específicos:</i> a) Investigar o efeito direto do ESG no desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. b) Analisar o efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. c) Investigar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras.</p>	
Capítulo 2 – Revisão da Literatura			
<p><i>Environmental, Social and Governance (ESG);</i></p>	<p><i>Hipóteses:</i> H₁: Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{1a}), social (H_{1b}), governança (H_{1c}) e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. H₂: Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{2a}), social (H_{2b}), governança (H_{2c}) e o desempenho de mercado de empresas brasileiras. H₃: A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{3a}), social (H_{3b}), governança (H_{3c}) e o desempenho econômico-financeiro. H₄: A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{4a}), social (H_{4b}), governança (H_{4c}) e o desempenho de mercado. H₅: A remuneração dos executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{5a}), social (H_{5b}), governança (H_{5c}) e o desempenho econômico-financeiro. H₆: A remuneração dos executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{6a}), social (H_{6b}), governança (H_{6c}) e o desempenho de mercado.</p>		
<p>Desempenho corporativo: econômico-financeiro e de mercado;</p>			
<p>Folga financeira; Remuneração de executivos.</p>			
Capítulo 3 – Metodologia da Pesquisa			
<p><i>Delineamento da pesquisa:</i> - Descritiva; documental e quantitativa.</p>	<p><i>Período e amostra:</i> - 2016 a 2021; - 107 Empresas brasileiras listadas na B3.</p>	<p><i>Base de dados:</i> Economática®; Refinitiv Eikon® e Formulários de Referência.</p>	<p><i>Tratamento estatístico:</i> Winsorização das variáveis; Estatística descritiva; Correlação; Análise de regressão, através do modelo OLS.</p>
Capítulo 4 – Apresentação e Análise dos Resultados			
<p>Estatística Descritiva;</p>	<p>Matriz de Correlação;</p>	<p>Análise da Regressão;</p>	<p>Discussão dos Resultados.</p>
Capítulo 5 – Conclusões e Recomendações			
<p>- Com base nos principais resultados, delimitou-se as contribuições e sugestões para estudos futuros.</p>			

Fonte: Elaborado pela autora.

A primeira etapa corresponde a introdução do estudo, em que se subdividiu no problema de pesquisa e nos objetivos (geral e específicos) estabelecidos. A segunda etapa expressa a revisão de literatura em que se descrevem os delineamentos conceituais realizados sobre o ESG; o desempenho corporativo, aspectos dos desempenhos econômico-financeiro (ROA e ROE) e do desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*); na sequência, realizou-se a contextualização do que vêm a ser a folga financeira e dos aspectos sobre a remuneração de executivos e da remuneração dos executivos. Encerra-se utilizando estudos anteriores para suportar a construção teórica das hipóteses a serem testadas.

A terceira etapa referiu-se aos procedimentos metodológicos, em que se descreveu, o passo-a-passo, os procedimentos estatísticos que foram realizados, destacando quais métodos, constructos e variáveis foram usadas, quais as etapas para o tratamento dos dados, bases de coleta, entre outros aspectos relevantes. Além disso, apresenta-se as possíveis limitações e a trajetória da pesquisa realizada. Na quarta etapa analisou-se e discutiu-se os resultados da pesquisa, no que diz respeito as análises preliminares (descritiva e correlação); analisou-se os resultados dos modelos de regressão testados (ESG-Desempenho corporativo e moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos) e finalizou-se com a discussão dos resultados. Na etapa 5 concluiu-se o estudo realizado e delimitou-se o atendimento aos objetivos específicos, expressando as contribuições práticas, sociais e a literatura, bem como se sugeriu estudos futuros.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção expõe a análise e discussão dos resultados da pesquisa, estando subdividida em seis partes: análises preliminares (1); análise dos resultados: relação entre ESG e desempenho corporativo (2); efeitos moderadores da folga financeira, na relação entre ESG e desempenho corporativo (3); e, efeitos moderadores da remuneração de executivos, na relação entre ESG e desempenho corporativo (4); e, finaliza-se com a discussão dos resultados (5).

4.1 ANÁLISES PRELIMINARES – ESTATÍSTICA DESCRITIVA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Na Tabela 2 evidencia-se a estatística descritiva das variáveis dependentes de desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e de desempenho de mercado (QT e MTB), variáveis independentes (ESG, AMB, SOC, GOV, FF, REMCEO) e variáveis independentes de controle (TAMCA, INDCA, TAM, AF e IDA), cujas observações totalizaram 483.

Tabela 2 – 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
SOC	483	0,5199	0,23366	5,76	86,48
GOV	483	0,5040	0,21357	13,04	83,70
FF	483	1,75	0,73281	0,880	3,520
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
IDA	483	37,68	23,71	9	82

Nota: ROA = retorno sobre os ativos; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; QT = Q de Tobin; MB = Market-to-book; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; FF = folga financeira; REMCEO = remuneração de CEO; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; e, IDA = idade da empresa.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 2 quanto a variável de desempenho econômico-financeiro ROA, esta varia de -0,031 a 0,150 (mínimo e máximo). Dentre as quatro variáveis dependentes de desempenho

avaliadas, o ROA é a que apresenta a menor dispersão da amostra (desvio padrão de 0,04525). Tal fato, expressa que no contexto brasileiro, as empresas estão apresentando retornos semelhantes sobre os ativos totais. Em média, o ROA é de 0,0457, o que evidencia que as organizações têm 4,57% do seu ativo total revertido em lucro líquido. No que se refere ao ROE este oscila de -0,105 a 0,519, enquanto a média foi de 0,1386, com maior distribuição dos dados quando comparado ao ROA (0,14779, desvio padrão). O ROE é mais heterogêneo, pois em média 13,86% do patrimônio líquido dos sócios se converte em retornos para as empresas.

Quanto a variável de desempenho de mercado QT, a oscilação foi de 0,173 a 2,63, apresentando uma média de 0,8841, o que indica que as empresas da amostra estão tendo uma agregação de valor superior as variáveis econômico-financeiras (ROA e ROE), uma tendência de aumento da riqueza, visto que o valor de mercado medido pelo Q de Tobin, em média, corresponde a 88,41% do ativo total. Nota-se a partir deste resultado que as empresas da amostra apresentam uma tendência de lucratividade futura diante do mercado de capitais.

Do mesmo modo, a variável MTB teve amplitude de 0,633 a 5,255 (mínimo e máximo), além de possuir a maior discrepância em relação a todas as variáveis de desempenho (1,31564 de desvio padrão). Isto indica um comportamento mais diversificado. Além disso, em média, o *Market to Book* encontra-se 2,0547 vezes maior que o patrimônio líquido das companhias, reforçando os indicativos de crescimento empresarial manifestados também na variável QT. Deste modo, denota-se que o mercado brasileiro percebe uma atribuição de riqueza as companhias e a existência de oportunidades de crescimento, visto que o mercado acaba por reconhecer que o valor registrado pela contabilidade é inferior ao da companhia.

Em relação as variáveis de desempenho ESG (*score* geral e pilares), o *score* social tem a maior média (51,99), o que denota um maior engajamento das companhias com este pilar, o que se ratifica pela presença do maior valor das quatro variáveis (86,48 como máximo). A menor média e mínimo encontra-se no pilar ambiental (45,39 e 0,0107, respectivamente). O ESG geral apresenta o menor valor reportado dentre os demais, 80,48 como valor máximo entre as empresas. O *score* de governança varia de 13,04 a 83,70 e média de 50,40. Quanto ao desvio padrão o ESG é o indicador que apresenta mais heterogeneidade e o AMB é o mais discrepante.

Em média, as empresas analisadas, no que se refere ao ESG e AMB podem ser classificadas no 2º quartil, pois possuem um desempenho entre 25 e 50, considerado como satisfatório e de grau moderado de transparência para relatórios públicos de dados materiais de ESG. Para os pilares SOC e GOV, as empresas estão no terceiro quartil (> 50 a 75), visto que

o desempenho relativo é considerado bom e de grau médio de transparência na geração de relatórios públicos de dados materiais de ESG, em média (REFINITIV, 2021).

A FF das empresas oscila de 0,88 a 3,52 (mínimo e máximo) e em média é de 1,75. Esta evidência indica que para cada unidade de passivo circulante que a empresa possui, apresenta 1,75 unidades de ativos circulantes, em média para fazer frente a estas obrigações de curto prazo. Tal fato, reforça a existência de recursos que possam ser aplicados em investimentos e indica menores restrições orçamentárias (LIN et al., 2020) nas empresas analisadas.

A variável independente de remuneração dos executivos (REMCEO), variou de 0,983 a 35,39, o que revela que existem CEOs que recebem valores um pouco inferiores ao dos conselheiros e existem executivos que ganham mais de 35 vezes o valor dos conselheiros de administração. Esta discrepância faz com que o desvio padrão (8,81478) expresse uma amostra mais dispersa, pois as políticas remuneratórias das empresas analisadas são bastante 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 frente as decisões estratégicas da companhia (VELTE, 2020).

Quanto as variáveis de controle, o TAMCA, apresentou conselhos de administração de 5 a 15 membros, sendo que em média, os conselhos são de cerca de 9 membros (8,96). Nekhili et al. (2017) verificaram uma média de 12 membros em seu estudo com empresas Francesas, já Velte (2020) identificou 5,12 conselheiros (média nas companhias Alemãs). Cardoso et al. (2019) delimitaram em seu estudo que o número ideal de membros para efetuar o monitoramento e gerar eficiência no conselho seria 6 membros, no contexto brasileiro. Percebe-se que a amostra das companhias brasileiras neste estudo supera este número, podendo indicar possíveis ineficiências, incongruências informacionais e aumentos no custo de agência.

Ao se analisar a variável INDCA, percebemos que aproximadamente 38,60% das empresas brasileiras apresentam membros independentes no seu conselho, variando de nenhum membro até 76,92% de membros sendo de procedência externa. Maior presença de conselheiros externos atenua comportamentos oportunistas, aumenta o monitoramento devido a autonomia e trazem conhecimento relevante para o desempenho corporativo (JENSEN; MECKLING, 1976; AHMADI; NAKAA; BOURI, 2018). Velte (2020) encontrou uma independência média inferior a este estudo (de 25,4% nas empresas da Alemanha) e Nekhili et al. (2017) obtiveram um contexto semelhante ao deste estudo, com média de 42,07% na França.

As variáveis de controle específicas da empresa revelam que o tamanho das companhias, medido pelo logaritmo do ativo total varia de 6,45 a 8,06, sendo em média 7,263. A

alavancagem financeira oscilou de 0,313 a 0,902, o que indica que no geral as empresas encontram-se com 0,618 do ativo total comprometido com o passivo total (circulante e não circulante). A idade (IDA) no geral é de 37,68 anos, variando de empresas recentes (9 anos) a companhias com constituições mais antigas (82 anos), revelando uma heterogeneidade (desvio padrão de 23,71) nas idades das companhias que se envolvem em questões sustentáveis.

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. A Tabela 3 delimita a análise de correlação.

Tabela 3 – Matriz de correlação das variáveis de pesquisa

	ROA	ROE	QT	MTB	ESG	AMB	SOC	GOV	FF	REMCEO	TAMCA	INDCA	TAM	AF	CREM	IDA
ROA	1															
ROE	0,624*	1														
QT	0,384*	0,153*	1													
MTB	0,208*	0,281*	0,568*	1												
ESG	0,018	0,159*	-0,098*	0,064	1											
AMB	0,031	0,187*	-0,082	0,080	0,896*	1										
SOC	0,003	0,166*	-0,114*	0,054	0,907*	0,770*	1									
GOV	0,051	0,042	-0,049	0,002	0,634*	0,432*	0,485*	1								
FF	0,079	-0,098*	0,016	-0,065	-0,208*	-0,217*	-0,171*	-0,095*	1							
REMCEO	-0,035	-0,014	0,052	0,022	0,023	0,095*	-0,081	0,036	-0,109*	1						
TAMCA	-0,013	0,099*	-0,087	-0,009	0,394*	0,377*	0,382*	0,208*	-0,117*	-0,098*	1					
INDCA	0,089*	0,057	0,055	0,029	0,025	-0,140*	-0,011	0,304*	0,092*	-0,229*	-0,178*	1				
TAM	-1,171*	0,103*	-0,334*	-0,044	0,497*	0,519*	0,460*	0,226*	-0,215*	0,097*	0,360*	-0,125*	1			
AF	-0,362*	0,176*	-0,287*	0,135*	0,221*	0,231*	0,207*	0,099*	-0,332*	0,037	0,207*	-0,023	0,341*	1		
CREM	0,021	0,021	0,065	0,094*	-0,054	-0,05	-0,016	-0,074	-0,029	0,032	-0,243*	0,031	-0,046	-0,03	1	
IDA	-0,037	-0,033	-0,091*	-0,043	0,154*	0,165*	0,111*	0,075	-0,078	-0,044	-0,002	-0,015	0,199*	0,072	0,012	1

Nota: ROA = retorno sobre os ativos; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; QT = Q de Tobin; MB = *Market-to-book*; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; FF = folga financeira; REMCEO = remuneração de CEO; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; e, IDA = idade da empresa.

Fonte: Dados da pesquisa.

A matriz de correlação das variáveis analisadas (Tabela 3) expressa, em um primeiro momento, variação em relação ao sinal esperado na correlação entre ESG e seus pilares e os desempenhos corporativos (econômico-financeiro e de mercado), pois há sinais positivos como negativos. Destaca-se ainda que as variáveis independentes relativas ao nível de divulgação ESG apresentam correlação com as variáveis dependentes de desempenho corporativo.

Além disso, não foram identificados problemas de multicolineariedade entre as variáveis da pesquisa, uma vez que, salvo exceção, os resultados das correlações apresentados não foram iguais ou maiores que 0,70, como abordado pela literatura (HAIR et al., 2009). Com relação às exceções, as variáveis ESG, AMB, SOC e GOV apresentaram correlação acima de 0,70, visto que as variáveis AMB, SOC e GOV compõem o *score* geral (ESG). Portanto, essas quatro variáveis independentes foram operacionalizadas em regressões diferentes, conforme também realizado por Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).

4.2 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O NÍVEL DE DIVULGAÇÃO ESG E O DESEMPENHO CORPORATIVO

Nesta seção evidenciam-se os resultados da regressão que visa atender ao primeiro objetivo específico do estudo, que versa sobre a relação entre o nível de divulgação ESG e o desempenho econômico-financeiro. Ressalta-se que em todos os modelos de regressão o total de observações foi de 483. Os resultados do teste VIF apresentaram-se dentro dos parâmetros propostos na literatura, visto que todas as variáveis independentes do modelo têm baixa multicolineariedade, pois o VIF é inferior a 10, (FÁVERO et al., 2009), além de os quatro modelos serem significantes (ANOVA). Ademais, o percentual de explicação de todos os painéis testados varia de 37,75% a 11,80% (R^2). Os efeitos do ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) no Retorno sobre os Ativos (ROA), estão expostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho ROA

(continua)

Variáveis	ROA							
	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	0,374

Tabela 4 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho ROA

(conclusão)

INDCA	0,018	0,12	0,023	0,042**	0,021	0,073***	0,014	0,238
TAM	-0,013	0,04**	-0,015	0,024**	-0,011	0,09***	-0,009	0,163
AF	-0,105	0,000*	-0,106	0,000*	-0,105	0,000*	-0,104	0,000*
CREM	0,001	0,841	0,001	0,886	0,001	0,895	0,002	0,687
IDA	0,000	0,267	0,000	0,231	0,000	0,344	0,000	0,376
Constante	0,165	0,000*	0,175	0,000*	0,150	0,001*	0,135	0,002*
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	
<i>Durbin-Watson</i>	1,372		1,374		1,362		1,361	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; ROA = retorno sobre os ativos; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 4, os resultados revelaram uma relação positiva e significativa a 1% das variáveis ESG e AMB no ROA, além de uma relação positiva e significativa a 5% das variáveis SOC e GOV no ROA. Tais achados confirmam a presunção inicial de que empresas que se envolvem em questões sustentáveis, aumentam o seu desempenho econômico-financeiro, medido pelo ROA.

Os resultados da relação positiva entre ESG e ROA vão ao encontro dos achados de Nollet, Filis e Mitrokostas (2016), Liang e Renneboog (2017), Li et al. (2018), Albuquerque, Koskinen e Zhang (2019), Buallay (2019), Javeed e Lefen (2019), Velte (2020), Alareeni e Hamdan (2020), Iliev e Roth (2021), Azmi, Hassan e Houston (2021) e contrariam os obtidos por Di Giuli e Kostovetsky (2014), Buallay et al. (2020a), Buallay et al. (2020b), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021), Taufik e William (2021) e Hsu, Liang e Matos (2022).

Em relação ao pilar ambiental e seus efeitos no ROA, os resultados positivos apoiam a literatura anterior (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; VELTE, 2017; ABOUD; DIAB, 2018; LI et al., 2018; FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; BUALLAY et al., 2019; SHAKIL et al., 2019; VELTE, 2020; ILIEV; ROTH, 2021) e contradizem outras pesquisas (ALAREENI; HAMDAN, 2020; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021). Os resultados positivos do pilar social também reforçam as evidências de pesquisas anteriores (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016; VELTE, 2017; ABOUD; DIAB, 2018; LI et al., 2018; SHAKIL et al., 2019; VELTE, 2020) e divergem dos achados negativos encontrados por Buallay et al. (2019), Alareeni e Hamdan (2020) e Duque-Grisales; Aguilera-Caracuel (2021).

O resultado positivo da governança no ROA, atrela-se aos obtidos por Li et al. (2018), Pillai e Al-Malkawi (2018), Velte (2020) e Alareeni e Hamdan (2020) e se contrapõem aos resultados de Dincer et al. (2014), Nollet, Filis e Mitrokostas (2016), Esteban-Sanchez et al. (2017), Buallay et al. (2019), Shakil et al. (2019) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).

Quanto as variáveis de controle, a INDCA se demonstrou significativa e positivamente relacionada nos painéis B e C (AMB e SOC), a 5 e a 10 por cento, respectivamente. Tal fato, expressa que ao se aumentar os conselheiros externos maior será o ROA das empresas. O TAM se relacionou negativamente a 5% no ROA, nos modelos A e B (ESG e AMB) e a 10% no modelo C (SOC). Percebe-se que com o aumento do porte das empresas, menor será o ROA.

Este resultado se justifica em parte, por serem variáveis inversamente relacionadas, quanto maior for o tamanho da empresa, maior terá que ser o lucro líquido, capaz de aumentar o ROA. A variável AF apresentou-se negativamente relacionada, a 1% nos quatro painéis, o que indica que quanto maior a dependência das empresas de capital externo, menor será o ROA da companhia. A Tabela 5 delimita os resultados da relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) no desempenho mensurado pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

Tabela 5 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho ROE

Variáveis	ROE							
	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	0,002o	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
IDA	-0,001	0,007*	-0,001	0,006*	-0,001	0,009*	-0,001	0,014**
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	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao se analisar a Tabela 5 percebe-se que as variáveis ESG (a 1%), AMB (a 1%) e SOC (a 5%), impactam positivamente o ROE, enquanto a variável GOV não exerce influência significativa. A partir deste resultado, confirma-se o esperado conforme a literatura, de que as atividades ESG contribuem para o aumento do ROE. Assim, infere-se que ao mesmo tempo que empresas são levadas a maior divulgação de práticas ESG, percebe-se um aumento dos incentivos financeiros ocasionados pelo maior ROE. Tais achados vão ao encontro de Cornett, Erhemjamts e Tehranian (2016), Lee, Cin e Lee (2016), Buallay (2019), Javeed e Lefen (2019), Alareeni e Hamdan (2020), que obtiveram efeitos positivos do ESG no ROE. Por outro lado, se opõe aos efeitos negativos e insignificantes de Han, Kim e Yu (2016), Atan et al. (2018), Buallay et al. (2020a) e Taufik e William (2021).

Quanto aos pilares do ESG, os efeitos positivos do *score* ambiental no ROE amparam os achados encontrados pelos autores Lee, Cin e Lee (2016), Velte (2017), Aboud e Diab (2018) e Shakil et al. (2019), e contradizem os negativos de Atan et al. (2018), Buallay (2019) e Alareeni e Hamdan (2020), além dos resultados insignificantes de Han, Kim e Yu (2016). A influência positiva do *score* social no ROE corrobora aos resultados auferidos por Velte (2017), Aboud e Diab (2018), Li et al. (2018) e Shakil et al. (2019), enquanto, contestam as evidências negativas de Atan et al. (2018), Alareeni e Hamdan (2020) e de Buallay (2019) e insignificantes de Han, Kim e Yu (2016).

A insignificância de resultados do pilar de governança no ROE, contraria os efeitos positivos e negativos de Dincer et al. (2014), Han, Kim e Yu (2016), Esteban-Sanchez et al. (2017), Atan et al. (2018), Buallay (2019), Shakil et al. (2019) e Alareeni e Hamdan (2020). A insignificância da variável GOV deve estar atribuída ao fato de que este pilar não está trazendo retornos financeiros (LIN et al., 2020) para as empresas analisadas.

Para as variáveis de controle, a INDCA e o TAM se demonstraram significantes (a 10% e a 5%) de maneira positiva e negativa, respectivamente no modelo B (AMB), o que revela que maior presença de conselheiros independentes e um tamanho corporativo menor contribuem com um retorno mais acentuado sobre o patrimônio líquido, em um contexto de políticas ambientais robustas. Além disso, o aumento da dependência de recursos externos (alavancagem financeira) para o desenvolvimento das atividades operacionais, aumentou o ROE nos quatro painéis, com significância a 1%.

A IDA apresentou significância negativa (a 1% e a 5%) nos quatro painéis, delimitando que empresas com maior tempo de mercado tem menores retornos sobre o patrimônio dos sócios em contextos de políticas de ESG vigorosas. Assim, como nos modelos com a variável

de desempenho ROA, o CREM não apresentou significância em nenhum dos painéis com a variável ROE, o que indica que a presença de um comitê de remuneração não interfere no desempenho econômico-financeiro medido pelo ROA e ROE.

A Tabela 6 agrupa os resultados do ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) no desempenho de mercado, medido pela variável Q de Tobin.

Tabela 6 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho Q de Tobin

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
IDA	-0,001	0,407	-0,001	0,384	-0,001	0,441	-0,001	0,486
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	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; QT = Q de Tobin; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando-se a Tabela 6 denota-se que as variáveis ESG e SOC (a 10%) e AMB (a 5%), afetam positivamente o desempenho de mercado medido pelo Q de Tobin, por outro lado, a variável GOV não exerceu significância estatística. Estas evidências sugerem que empresas que possuem desempenho ESG, com ênfase nas atividades ambientais e sociais, acarretam aumento no valor das ações, e, por consequência aumentam o seu desempenho de mercado (QT). Portanto, quanto maior transparência das políticas ESG, ambientais e sociais, os acionistas percebem potenciais sinérgicos que acabam por acrescentar efeitos positivos ao desempenho de mercado.

Estes resultados convergem com a maior parte dos estudos que analisaram a mesma relação (ESG-QT), tendo efeitos positivos (GILLAN et al., 2010; GAO; ZHANG, 2015; FERRELL; LIANG; RENNEBOOG, 2016; LIANG; RENNEBOOG, 2017; FATEMI; GLAUM; KAISER, 2018; LI et al., 2018; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018; ALBUQUERQUE; KOSKINEN; ZHANG, 2019; BUALLAY, 2019; ALAREENI; HAMDAN, 2020; AWAYSHEH, et al., 2020; DEGENHART et al., 2021; JOST et al., 2021). Mas ao contrário, alguns autores obtiveram resultados negativos e insignificantes (BIAN et al., 2016; NEKHLI et al., 2017; ATAN et al., 2018; BUCHANAN et al., 2018; BUALLAY et al., 2020a; BUALLAY et al., 2020b; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021; LUBIS; ROKHIM, 2021; TAUFIK; WILLIAM, 2021; HSU; LIANG; MATOS, 2022).

Os efeitos positivos do *score* ambiental no QT também foram percebidos por Gillan et al. (2010), Gao e Zhang (2015), Ferrell, Liang e Renneboog (2016), Liang e Renneboog (2017), Li et al. (2018), Albuquerque et al. (2019), Buallay (2019), Alareeni e Hamdan (2020), Lubis e Rokhim (2021), Atan et al. (2018), Buchanan et al. (2018), Radhouane et al. (2020), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) e Hsu, Liang e Matos (2022). Contudo, há resultados anteriores que são opostos aos obtidos no contexto brasileiro analisado.

Quanto ao pilar social os achados corroboram os de Li et al. (2018) e, se opõe aos de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) que obtiveram efeitos negativos em países latinos, dentre estes o Brasil. Os achados para a variável GOV, neste estudo sem influência sobre o QT se opõem aos resultados evidenciados por Atan et al. (2018), Li et al. (2018), Singh et al. (2018), Buallay (2019), Alareeni e Hamdan (2020) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).

Para as variáveis de controle, o TAM e a AF nos quatro modelos exerceram influência negativa e significativa a 1% (exceto AF, no Painel D, que foi a 5%). Destarte, quanto maior o patrimônio em termos do ativo total e a dependência de recursos de terceiros, em empresas com políticas ESG, conseqüentemente menor tende a ser os retornos no mercado de capitais, avaliados pelo Q de Tobin. As variáveis INDCA, CREM e IDA não apresentaram significância estatística em nenhum dos painéis analisados, o que indica que a presença de membros independentes, um comitê de remuneração estabelecido e um maior tempo de constituição da empresa não afetam o desempenho da empresa (Q de Tobin). A Tabela 7 apresenta os resultados dos efeitos do ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) no desempenho de mercado, avaliado pelo *Market to Book*.

Tabela 7 – Resultados da relação entre ESG e Desempenho *Market to Book*

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
IDA	-0,005	0,081***	-0,005	0,076***	-0,005	0,091***	-0,005	0,111
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	
<i>Durbin-Watson</i>	1,101		1,103		1,102		1,091	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; MTB = *Market-to-book*; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Novamente, se obtêm significância positiva nos três primeiros painéis, ou seja, a relação entre ESG (a 5%), AMB e SOC (a 1%) sobre o MTB, o que demonstra que as atividades ambientais, sociais e ESG são propulsoras de recursos advindos do mercado, melhorando o índice *Market to Book*. Os efeitos positivos do ESG corroboram os achados de Jost et al. (2021) e contrariam as evidências negativas obtidas por Han, Kim e Yu (2016).

Dentre as atividades ESG, a ênfase nos pilares ambiental e social acaba por sinalizar um maior compromisso e potencial de criação de riqueza para os acionistas. Além disso, os efeitos positivos do *score* AMB vão ao encontro dos achados de Chen, Ngniatedema e Li (2018) e se opõem aos resultados insignificantes de Ham, Kim e Yu (2016), tanto para o pilar ambiental quanto para o social. A insignificância da variável GOV no MTB diverge dos achados positivos de Ham, Kim e Yu (2016) e de Dani, Pamplona e Cunha (2019).

As variáveis de controle TAMCA, INDCA e TAM não apresentaram significância em nenhum dos modelos analisados, o que denota que o tamanho da empresa e do conselho e os conselheiros externos não interferem no desempenho de mercado, avaliado pelo MTB, em empresas com atividades ESG. Por outro lado, a AF se demonstrou significativa de maneira

positiva (a 1%) em todos os painéis, o que indica que empresas com dependência de capital externo tendem a gerar maiores oportunidades de crescimento no mercado de capitais.

A presença de um comitê de remuneração (CREM) contribui com o desempenho de mercado, quando se avalia o envolvimento de organizações com questões ESG, tendo significância a 10% e positiva. Por fim, empresas com mais tempo de mercado geram menores retornos de mercado (MTB) nos três primeiros painéis avaliados (ESG, AMB e SOC).

No geral, os resultados desta etapa da análise revelaram que as divulgações ESG, ambientais e sociais potencializam o desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e desempenho de mercado (QT e MTB) nas empresas brasileiras analisadas.

4.3 ANÁLISE DO EFEITO MODERADOR DA FOLGA FINANCEIRA NA RELAÇÃO ENTRE ESG E O DESEMPENHO CORPORATIVO

Esta seção é destinada a apresentar os resultados que permitem atender o segundo objetivo específico da pesquisa, que se refere ao efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado das empresas brasileiras. Os resultados dos efeitos moderadores da folga financeira na relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o desempenho econômico-financeiro medido pelo ROA são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e ROA

(continua)

Variáveis	ROA							
	Painel A (ESG)		Painel B (AMB)		Painel C (SOC)		Painel D (GOV)	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
FF	-0,009	0,032**	-0,008	0,038**	-0,006	0,096***	-0,008	0,043**
ESGFF	0,010	0,050**						
AMBFF			0,009	0,023**				
SOCFF					0,005	0,265		
GOVFF							0,009	0,069***
TAMCA	0,001	0,337	0,001	0,367	0,001	0,232	0,001	0,207
INDCA	0,019	0,059***	0,021	0,033**	0,021	0,040**	0,016	0,120
TAM	-0,007	0,231	-0,008	0,191	-0,006	0,339	-0,005	0,360
AF	-0,105	0,000*	-0,105	0,000*	-0,106	0,000*	-0,103	0,000*
CREM	0,002	0,718	0,001	0,769	0,002	0,701	0,003	0,562
IDA	0,000	0,212	0,000	0,181	0,000	0,281	0,000	0,289
Constante	0,140	0,002*	0,145	0,001*	0,126	0,004*	0,123	0,004*
R ²	22,34%		22,56%		21,95%		22,33%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF médio	≤ 1,77		≤ 1,71		≤ 1,74		≤ 1,75	

Tabela 8 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e ROA

(conclusão)

<i>Durbin-Watson</i>	1,302	1,306	1,298	1,293
EF Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
EF Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
N. obs.	483	483	483	483

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; ROA = retorno sobre os ativos; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; FF = folga financeira; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflator Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados da Tabela 8, percebe-se que possuir excesso de recursos ociosos (FF) é prejudicial aos retornos sobre os ativos, em todos os painéis, visto que foram obtidos efeitos negativos e significativos da folga financeira no ROA. Por outro lado, ter valores disponíveis permitem que gestores possam alocar em outras atividades. Assim, quando se analisa o efeito moderador da folga financeira, os efeitos negativos passam a ser positivos e significativos a 5% na relação entre ESG e ROA e AMB e ROA e a 10% de significância estatística na relação entre GOV e ROA. Estes achados revelam que ter recursos ociosos permitem investimentos em questões ambientais, sustentáveis, bem como, a possibilidade de se investir em melhores práticas de governança, conforme apropriado para alcançar um desempenho econômico-financeiro (ROA) mais robusto no decorrer dos anos.

Os resultados vão ao encontro de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) que obtiveram efeitos positivos da moderação da folga financeira na relação entre ESG e os pilares ambiental e de governança no ROA; e, nos efeitos positivos encontrados por Lin et al. (2020). Lin et al. (2020) concluíram que as atividades de ESG só beneficiarão o desempenho de empresas que tiverem excesso de recursos financeiros (FF), o que corrobora com os resultados desta pesquisa. No entanto, os achados contrariam as evidências de Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) em relação ao modelo C (SOC e ROA, com moderação da FF) e os resultados negativos de Li et al. (2017), que concluíram que no contexto chinês empresas com abundância de recursos têm uma probabilidade menor a obter um maior retorno sobre ativos se assumirem questões ambientais.

Quanto as variáveis de controle, apenas a INDCA se demonstrou positiva e significativa no ROA nos modelos B e C (5%), além da AF com significância estatística a 1% e relação negativa com o ROA nos quatro modelos analisados. Com base nestes resultados nota-se que a dependência de recursos de terceiros acarreta uma diminuição do ROA em empresas com maior

envolvimento em práticas ESG. Já a independência do conselho é capaz de impulsionar os retornos em organizações que se comprometem com o meio ambiente e com a sociedade.

A Tabela 9 se refere aos efeitos moderadores da folga financeira na relação entre o ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o ROE, variável que mensura o desempenho econômico-financeiro.

Tabela 9 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e ROE

Variáveis	ROE							
	Painel A (ESG)		Painel B (AMB)		Painel C (SOC)		Painel D (GOV)	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
FF	-0,030	0,010*	-0,028	0,006*	-0,029	0,013**	-0,012	0,303
ESGFF	0,035	0,059***						
AMBFF			0,034	0,015**				
SOCFF					0,027	0,058***		
GOVFF							-0,003	0,863
TAMCA	0,002	0,508	0,002	0,563	0,002	0,467	0,004	0,284
INDCA	0,039	0,267	0,046	0,181	0,044	0,216	0,049	0,181
TAM	-0,021	0,303	-0,024	0,237	-0,019	0,337	-0,011	0,568
AF	0,124	0,018**	0,123	0,018**	0,120	0,022**	0,126	0,018**
CREM	0,012	0,428	0,011	0,477	0,011	0,470	0,014	0,343
IDA	-0,001	0,020**	-0,001	0,015**	-0,001	0,025**	-0,001	0,035**
Constante	0,136	0,370	0,159	0,287	0,123	0,411	0,044	0,758
R ²	13,47%		13,85%		13,47%		12,90%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF médio	≤ 1,77		≤ 1,71		≤ 1,74		≤ 1,75	
<i>Durbin-Watson</i>	1,414		1,424		1,411		1,409	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; FF = folga financeira; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 9 constata-se que recursos em folga (FF) acarretam em diminuições no retorno sobre o patrimônio líquido, nos três primeiros modelos (A, B e C), pois obteve-se uma relação negativa e significativa a 1% e a 5%. Contudo, os efeitos negativos da folga financeira no ROE se invertem quando o excedente financeiro (FF) passa a moderar a relação entre ESG e ROE, AMB e ROE e SOC e ROE, visto que foram encontrados resultados positivos e significantes a 10% da FF na relação entre ESG e ROE e SOC e ROE e a 5% na relação entre AMB e ROE. Esses resultados sugerem que altos níveis de folga financeira nas empresas analisadas permitem que estas adotem práticas ESG avançadas, em especial as ambientais e sociais, melhorando, por consequência o retorno para os acionistas (ROE).

Deste modo, recursos extras impulsionam a adoção de práticas ecoeficientes, tecnologias mais limpas, inovações e uso de energias sustentáveis, além de possibilitar investimentos em iniciativas sociais eficientes e visíveis a comunidade. Os resultados da moderação da folga financeira na relação entre o nível de divulgação ESG e ROE corrobora os achados de Lin et al. (2020). Quanto as variáveis de controle, apenas a AF e a IDA se demonstraram significantes nos quatro painéis analisados. Portanto, o comprometimento de recursos de fontes externas beneficia os retornos sobre o patrimônio líquido e o aumento da idade de constituição prejudica tais retornos, o que revela que outras variáveis podem potencializar o ROE.

A Tabela 10, apresenta os resultados dos efeitos moderadores da folga financeira na relação entre ESG (Geral, AMB, SOC e GOV) e o desempenho de mercado (Q de Tobin).

Tabela 10 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e Q de Tobin

Variáveis	QT							
	Painel A (ESG)		Painel B (AMB)		Painel C (SOC)		Painel D (GOV)	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
FF	-0,199	0,001*	-0,176	0,001*	-0,187	0,001*	-0,157	0,005*
ESGFF	0,153	0,062***						
AMBFF			0,122	0,047**				
SOCFF					0,112	0,065***		
GOVFF							0,060	0,412
TAMCA	0,034	0,010***	0,033	0,011**	0,035	0,007*	0,038	0,002*
INDCA	0,076	0,545	0,107	0,400	0,095	0,454	0,072	0,583
TAM	-0,252	0,006*	-0,255	0,005*	-0,242	0,007*	-0,216	0,017**
AF	-1,142	0,000*	-1,143	0,000*	-1,156	0,000*	-1,123	0,000*
CREM	0,054	0,379	0,051	0,401	0,051	0,412	0,066	0,287
IDA	-0,003	0,056***	-0,003	0,050**	-0,002	0,070***	-0,002	0,086***
Constante	3,117	0,000*	3,127	0,000*	3,036	0,000*	2,787	0,000*
R ²	37,70%		37,75%		37,63%		37,30%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF médio	≤ 1,77		≤ 1,71		≤ 1,74		≤ 1,75	
Durbin-Watson	0,774		0,774		0,779		0,773	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; QT = Q de Tobin; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; FF = folga financeira; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os efeitos negativos da folga financeira no desempenho de mercado (QT) também são revertidos ao se utilizar o excedente de recursos (FF) em atividades ESG, ambientais e sociais. Logo, na Tabela 10 constata-se que recursos em folga moderam positivamente e a um nível de

10% a relação entre ESG e SOC com QT e a 5% a relação entre SOC e QT. Estes resultados permitem inferir que o uso da folga financeira atua como impulsionadora de atividades ambientais, sociais e de ESG. Assim sendo, quanto melhor o uso de recursos, para reduzir as emissões e resíduos, beneficiar a sociedade e a comunidade, além de melhorar as práticas ESG desenvolvidas, maior será o reconhecimento pelo mercado da companhia, beneficiando o preço da ação e, conseqüentemente, o Q de Tobin. Os resultados vão ao encontro dos obtidos por Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021).

As variáveis de controle TAMCA, TAM, AF e IDA foram significantes nos quatro modelos analisados. A presença de conselhos numerosos para a administração da companhia acarreta em oportunidades maiores de crescimento, visto que o mercado percebe que a empresa vale mais do que está registrado na contabilidade. Ainda, identifica-se que quanto maior o tamanho da empresa (TAM), sua idade (IDA) e a dependência de recursos externos (AF) menor tende a ser as oportunidades de crescimento advindas do mercado (QT). Os resultados da moderação da folga financeira na relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o desempenho de mercado, medido pelo *Market to Book* são evidenciados na Tabela 11.

Tabela 11 – Efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e *Market to Book*

MTB								
Variáveis	Painel A (ESG)		Painel B (AMB)		Painel C (SOC)		Painel D (GOV)	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
FF	-0,241	0,060***	-0,187	0,097***	-0,221	0,061***	-0,138	0,238
ESGFF	0,335	0,041**						
AMBFF			0,259	0,035**				
SOCFF					0,259	0,035**		
GOVFF							0,111	0,398
TAMCA	0,019	0,496	0,019	0,495	0,021	0,436	0,029	0,266
INDCA	-0,076	0,782	-0,008	0,976	-0,036	0,897	-0,073	0,801
TAM	0,049	0,774	0,046	0,784	0,067	0,690	0,130	0,437
AF	1,060	0,009*	1,059	0,009*	1,027	0,012**	1,099	0,008*
CREM	0,208	0,111	0,203	0,121	0,199	0,131	0,233	0,174
IDA	-0,005	0,038**	-0,005	0,036**	-0,005	0,048**	-0,005	0,062***
Constante	0,839	0,479	0,833	0,483	0,697	0,548	0,095	0,933
R ²	20,12%		20,14%		20,09%		19,55%	
ANOVA	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
VIF médio	≤ 1,77		≤ 1,71		≤ 1,74		≤ 1,75	
<i>Durbin-Watson</i>	1,077		1,075		1,079		1,077	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; MTB = *Market-to-book*; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; FF = folga financeira; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflator Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 11 revelam que empresas com recursos em excesso tornam os retornos de mercado (MTB) inferiores. Em oposição, gestores de empresas com recursos excedentes podem destinar tais recursos para atividades ESG, em especial ações voltadas ao meio ambiente e a sociedade. Tais alocações acarretam em maiores retornos de mercado, medido pelo *Market to Book*, pois, os resultados denotam uma relação positiva e significativa da FF nas relações entre ESG, AMB e SOC com o MTB (a 5% nos três modelos).

A partir deste resultado, denota-se a recomendação de se realizar maiores pesquisas envolvendo a folga financeira como moderadora da relação entre ESG e o desempenho de mercado (LI et al., 2017; SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019), entretanto, até o momento, não foram encontrados estudos que utilizaram a variável *Market to Book*, como neste modelo proposto.

Ao se avaliar as variáveis de controle, apenas a AF e a IDA se demonstraram significantes nos modelos analisados. Deste modo, utilizar recursos externos promove o aumento do desempenho de mercado, medido pelo MTB, entretanto, o oposto ocorre a medida que a empresa aumenta a sua idade e assim, empresas com mais tempo de mercado possuem menores retornos de MTB.

Diante dos resultados evidenciados nesta etapa da análise, nota-se que a folga financeira tende a potencializar a relação entre o nível de divulgação ESG e o desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e o desempenho de mercado (QT e MTB). Além disso, os achados revelam os benefícios de as empresas atuarem com folga financeira para destinarem recursos para questões ambientais e sociais e conseqüentemente aumentar o desempenho corporativo.

4.4 ANÁLISE DO EFEITO MODERADOR DA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS NA RELAÇÃO ENTRE ESG E O DESEMPENHO CORPORATIVO

Nesta seção evidenciam-se os resultados que possibilitam atender o terceiro objetivo específico da pesquisa (investigar os efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras).

A remuneração do *Chief Executive Officer* (CEO) é avaliada como variável moderadora, visto que este profissional apresenta características relevantes e influência no conselho de administração e para as estratégias adotadas pela companhia, capazes de influenciar a relação entre ESG e desempenho corporativo. Portanto, os resultados dos efeitos moderadores da

remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro (ROA) são apresentados na Tabela 12.

Tabela 12 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e ROA

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
IDA	0,000	0,335	0,000	0,322	0,000	0,288	0,000	0,400
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	
<i>Durbin-Watson</i>	1,382		1,391		1,384		1,367	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; ROA = retorno sobre os ativos; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; REMCEO = remuneração de CEO; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados evidenciados na Tabela 12 revelam que o aumento da remuneração dos executivos (REMCEO) em relação ao total dos pagamentos efetuados aos membros do conselho de administração impacta negativamente os retornos sobre os ativos, nos modelos A, B e C (ESG, AMB e SOC). Entretanto, ao se avaliar os efeitos moderadores da remuneração de executivos nas relações entre ESG, AMB, SOC e GOV com o ROA, percebe-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 mais adequadas. Neste âmbito, a remuneração do CEO funciona como um mecanismo de incentivo para o alinhamento dos interesses destes e dos acionistas (BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020).

Os resultados obtidos corroboram aos achados por Li et al. (2018), para a moderação da REMCEO na relação entre ESG, AMB e SOC no desempenho ROA. Estes também vão ao encontro dos 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.

Quanto as variáveis de controle, apenas a INDCA e a AF se relacionaram com o ROA em todos os painéis, sendo que a INDCA exerce efeitos positivos e a AF negativos. Portanto, conselhos mais independentes (INDCA) e a redução da dependência de recursos de terceiros (AF) geram um aumento do retorno sobre os ativos. A Tabela 13 apresenta os resultados dos efeitos moderadores da REMCEO na relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o desempenho econômico-financeiro medido pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

Tabela 13 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e ROE

Variáveis	ROE							
	Painel A (ESG)		Painel B (AMB)		Painel C (SOC)		Painel D (GOV)	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
REMCEO	-0,001	0,707	-0,001	0,724	-0,001	0,603	0,000	0,897
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
IDA	-0,001	0,013**	-0,001	0,013**	-0,001	0,010	-0,001	0,015**
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	
<i>Durbin-Watson</i>	1,542		1,543		1,545		1,539	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; ROE = retorno sobre o patrimônio líquido; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; REMCEO = remuneração de CEO; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao contrário dos efeitos moderadores positivos da remuneração dos executivos na relação entre ESG e ROA, a Tabela 13 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.

Em relação as demais variáveis independentes de controle, nota-se que algumas variáveis apresentaram significância estatística, entretanto, pelo fato da relação principal investigada não ter apresentado significância estatística, tais variáveis não foram analisadas neste contexto. Na sequência, apresentam-se os resultados dos efeitos moderadores da remuneração dos executivos (REMCEO) na relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o desempenho de mercado, medido pelo Q de Tobin (Tabela 14).

Tabela 14 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e QT

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
IDA	-0,001	0,710	-0,001	0,712	-0,001	0,661	-0,001	0,686
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	
<i>Durbin-Watson</i>	0,832		0,833		0,834		0,839	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; QT = Q de Tobin; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; REMCEO = remuneração de CEO; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflator*

Factor; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim como na Tabela 13, com o desempenho ROE, a partir dos resultados evidenciados na Tabela 14 também se denota que não obteve significância estatísticas dos efeitos moderadores da remuneração dos executivos na relação entre ESG (geral e pilares) sobre o Q de Tobin, variável de desempenho de mercado. Com base neste 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). Deste modo, para que o agente passe a buscar objetivos ESG, os contratos de remuneração devem prever convergências entre estas duas políticas e os interesses dos acionistas e do mercado (DERCHI; ZONI; DOSSI, 2021).

A Tabela 15 apresenta os achados dos efeitos moderadores da remuneração dos executivos (REMCEO), na relação entre ESG e seus pilares (AMB, SOC e GOV) e o desempenho de mercado, medido pelo *Market to Book*.

Tabela 15 – Efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e MTB

Variáveis	MTB							
	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
IDA	-0,005	0,098***	-0,005	0,095***	-0,005	0,081***	-0,005	0,109
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	
<i>Durbin-Watson</i>	1,082		1,081		1,082		1,086	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	483		483		483		483	

Nota: *significância a nível de 1%; ** 5%; ***10%; MB = *Market-to-book*; ESG = ESG geral; AMB = *score* ambiental; SOC = *score* social; GOV = *score* governança; REMCEO = remuneração de CEO; TAMCA = tamanho do conselho; INDCA = independência do conselho; TAM = tamanho da empresa; AF = alavancagem financeira; CREM = comitê de remuneração; IDA = idade da empresa; R² = predição do modelo; ANOVA = significância do modelo; VIF = *Variance Inflation Factor*; e, EF = Efeito fixo.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 15 demonstram que as políticas remuneratórias atuais geram perdas no desempenho de mercado, medido pelo *Market to Book*, no segundo (AMB) e no terceiro (SOC) painel 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 de 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.

A remuneração nestes 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, os ambientais e sociais, que beneficiam o desempenho corporativo frente a acionistas e investidores. Estes 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.

Quanto as variáveis de controle apenas a AF e a IDA se demonstraram significantes estatisticamente. A alavancagem financeira mais elevada acaba por beneficiar o valor da ação e o desempenho da companhia, o que não ocorre com a idade da empresa. Deste modo, uma idade de constituição maior acarreta em menores retornos de mercado.

No geral, nesta etapa da análise, 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.

4.5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta subseção passa-se a discutir os resultados da pesquisa realizada. As hipóteses H₁ e H₂ buscaram verificar se o ESG e suas dimensões ambiental, social e de governança, contribuem para o aumento do desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e do desempenho de mercado (Q de Tobin e *Market to Book*). As hipóteses H₃ e H₄ analisaram o efeito moderador da folga financeira, pois recursos excedentes permitem o aumento dos investimentos em ESG e, conseqüentemente, melhorias no desempenho corporativo. Finalmente, as hipóteses H₅ e H₆ avaliaram o efeito moderador da remuneração de executivos na relação entre ESG e desempenho (econômico-financeiro e de mercado), visto que a remuneração tende a atuar como forma de alinhamento de interesses do principal e agente, em que CEOs optam por alternativas sustentáveis que beneficiam o desempenho da companhia.

Além da lacuna identificada, a análise de ambos os desempenhos corporativos (econômico-financeiro e o de mercado) se justifica pelo fato de que os dados contábeis levam maior período de tempo para refletir aspectos da empresa, enquanto a volatilidade do mercado de capitais faz com que as ações reflitam os preços das ações e respondem de maneira imediata (ALBUQUERQUE et al., 2020). Outro ponto a destacar, é que as hipóteses foram segregadas em sub-hipóteses, devido à multidimensionalidade da métrica ESG, em *scores* individuais referentes ao pilar ambiental, social e de governança. A segregação permite uma análise aprofundada das nuances que impulsionam ou reduzem o desempenho corporativo (NOLLET; FILIS; MITROKOSTAS, 2016) e pode-se avaliar possíveis distorções (ALAREENI; HAMDAN, 2020).

Com base nas Tabelas 4 e 5, pode-se analisar os resultados referentes a primeira hipótese, que consiste em H_1 : Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{1a}), social (H_{1b}), governança (H_{1c}) e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. Portanto, foram confirmadas as hipóteses H_1 , H_{1a} e H_{1b} e rejeitada parcialmente a hipótese H_{1c} , no que se refere aos efeitos da governança no desempenho econômico-financeiro medido pelo ROE e confirmada quanto ao ROA.

Do mesmo modo, as Tabelas 6 e 7 buscaram dar suporte e resposta a segunda hipótese: 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 de empresas brasileiras. Os resultados permitiram aceitar as hipóteses, H_2 , H_{2a} e H_{2b} . Entretanto, pode-se rejeitar a H_{2c} tendo em vista que a governança corporativa não exerceu influência no desempenho de mercado, seja este medido pelo QT ou pelo MTB.

As evidências dos efeitos positivos podem ser justificadas por diversos motivos. Inicialmente, maiores divulgações e realizações de atividades ESG visam legitimar as operações da companhia e reduzir as pressões públicas frente a um comportamento mais ético (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016). Ações que reduzam o uso de recursos e emissões, inovação em processos, bem como, melhorias dos direitos dos trabalhadores e humanos das comunidades próximas, além de aumentar a responsabilidade sobre o produto, sobre a gestão empresarial e nas estratégias de RSC, são fatores responsáveis por desempenhar este papel.

Com estes fatores, acaba ocasionando uma melhoria na imagem e no engajamento das partes interessadas como líderes em sustentabilidade no mercado beneficiam o desempenho corporativo (JEFFREY; ROSENBERG; MCCABE, 2019; LIN et al., 2020). Ações ESG trazem retornos aos acionistas por causa de uma conduta estratégica pautada na diferenciação e na

sinalização de que estas organizações preenchem lacunas institucionais, reduzem riscos de perdas e geram maior transparência (TAKAHASHI; YAMADA, 2021). Além da diferenciação, clientes acabam sendo fidelizados ao buscar produtos sustentáveis (ALBUQUERQUE; KOSKINEN; ZHANG, 2019).

Em adição a tal fato, existem clientes, acionistas e partes interessadas que priorizam empresas com maiores *disclosure ESG*, pois optam por delegar às companhias a própria sustentabilidade, o que acarreta maiores retornos (LI et al., 2018). Alguns clientes, muitas vezes, optam por pagar mais por um produto sustentável e funcionários tendem a escolher e a se engajar de maneira mais forte em empresas ambiental e socialmente responsáveis, o que aumenta retornos e a produtividade (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016).

Outro ponto que possivelmente, justifica os efeitos positivos do ESG no desempenho corporativo consiste no fato de que melhorias produtivas ambientais e sustentáveis, geram economia na produção de bens, na redução de resíduos, em menores níveis de emissões de poluentes, em punições judiciais por desrespeito às normas éticas, sociais e ambientais. Esta economicidade, em contextos contábeis (ROA e ROE) acarreta em maior lucro (LIN et al., 2020). Em termos de mercado, investidores reconhecem esta empresa como de menor risco e volatilidade das ações, o que aumenta o desempenho de mercado (ALBUQUERQUE et al., 2020; BROADSTOCK et al., 2021). Logo, maiores níveis ESG acarretam em recompensas empresariais no desempenho corporativo, seja por meio de investimentos, seja pelo consumo ou pela maior produtividade (LI et al., 2018).

Por meio da análise realizada nas Tabelas 4 a 7 denota-se que existem atividades que geram valor, como atividades ambientais, sociais e ESG como um todo. Assim, cuidados com a água, energia, resíduos, emissões de CO₂, bem como, o uso de embalagens sustentáveis, zelo pela biodiversidade e adoção de um sistema de gestão ambiental (ALBUQUERQUE et al., 2020), impulsionam o pilar ambiental. Por outro lado, o pilar social é fomentado pela empresa ao se respeitar a igualdade de gênero, reduzir a rotatividade de funcionários, adotar princípios de comércio justo, de segurança do produto, realizar treinamentos e garantir direitos trabalhistas e humanos, por exemplo (ALAREENI; HAMDAN, 2020).

A exceção da Tabela 4 que avalia os efeitos sobre o ROA, as demais equações demonstraram que a governança corporativa das companhias não agrega valor ao retorno sobre o patrimônio líquido e ao desempenho de mercado (QT e MTB). Provavelmente, as atividades de governança não estão indo ao encontro dos desejos dos acionistas e demais partes interessadas (GILLAN; KOCH; STARKS, 2021).

A terceira hipótese busca testar os efeitos moderadores da folga, conforme a seguinte presunção - H₃: A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{3a}), social (H_{3b}), governança (H_{3c}) e o desempenho econômico-financeiro. Diante dos resultados das Tabelas 8 e 9 pode-se aceitar as seguintes hipóteses: H₃ e H_{3a}. As demais, H_{3b} e H_{3c} são aceitas parcialmente. No contexto do ROA a presença de excesso de recursos não impulsiona investimentos sociais capazes de melhorar o retorno sobre ativos. Quanto ao ROE, atividades de governança não geram ganhos sobre o patrimônio líquido (ROE).

Além disso, as Tabelas 10 e 11 buscaram delimitar os resultados que subsidiam a quarta hipótese, H₄: A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{4a}), social (H_{4b}), governança (H_{4c}) e o desempenho de mercado. A partir dos achados, tanto para o QT quanto para o MTB, pode-se confirmar as hipóteses H₄, H_{4a} e H_{4b} e rejeitar a H_{4c}.

Diante destes resultados pode-se concluir que a folga financeira contribui como impulsionadora das ações ESG, ambientais e sociais para a geração do desempenho de mercado, avaliado pelo Q de Tobin e pelo *Market to Book*. A folga financeira, calculada pela razão entre ativo circulante e passivo circulante, acaba por demonstrar a existência de recursos disponíveis para investimento, expressando menores restrições financeiras, que provavelmente vão melhorar a capacidade de as organizações investirem em ESG (HASAN; HABIB, 2017).

Percebe-se, portanto, que a flexibilidade trazida por recursos excedentes, possibilita mobilização para investimentos em tecnologias mais limpas, melhorar suas práticas internas com políticas de gestão das partes interessadas, inovações verdes, liderança em sustentabilidade, melhorias na comunidade local da companhia e, economia circular que, conseqüentemente, impactam o desempenho corporativo (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016; SYMEOU; ZYGLIDOPOULOS; GARDBERG, 2019; YANG; JIANG; CHEN, 2021). O fato de existir folga financeira, torna as empresas mais flexíveis para investir e implementar atividades sustentáveis (CHENG; IOANNOU; SERAFEIM, 2014).

Os resultados obtidos podem ser justificados de acordo com a Teoria da Visão Baseada em Recursos (VBR), porque estes valores em folga são recursos internos valiosos, raros e inimitáveis (BARNEY, 1991), cuja a exploração pelas empresas possibilita a obtenção de vantagem competitiva pela diferenciação. Nas empresas analisadas, o diferencial está ocorrendo, provavelmente, pela aplicação dos excedentes em ações sustentáveis,

desenvolvendo e melhorando as capacidades internas, e, em função disso, beneficia o desempenho corporativo (FRYNAS; YAMAHAKI, 2016).

A mesma teoria também expressa que os investimentos em ações ESG podem ser considerados iniciativas estratégicas, que auxiliam na obtenção de vantagens competitivas (RUSSO; FOUTS, 1997), que acabam por beneficiar o desempenho organizacional (RUF et al., 2001) e atender expectativas de acionistas com maior congruência (LI et al., 2017), pois negócios mais sustentáveis elevam a reputação, reduzem despesas legais, expandem a base de clientes e investidores além de aumentar a obtenção de subsídios (CAI; HE, 2014).

A ausência de restrições financeiras possibilita investimentos em alternativas lucrativas (CHENG; IOANNOU; SERAFEIM, 2014), absorção de adequações de custos de investimentos vinculado ao ESG (HASAN; HABIB, 2017) e ainda, reagir de maneira mais eficaz e oportuna em ameaças e imprevistos dos meios internos e externos, sem prejuízo de operações e estratégias (LIN et al., 2020). Capital é vital para a realização de investimentos em sustentabilidade, pois na escassez o enfoque recai em demandas prioritárias, deixando o ESG, e ações voluntárias, em segundo plano (LIN et al., 2020).

Assim, conforme o presumido, maior folga financeira efetivamente contribui positivamente para o aumento do efeito da relação estabelecida entre ESG (geral e pilares ambiental e social) no desempenho corporativo, com exceção dos efeitos moderadores da folga na relação entre *score* social e ROA. A insignificância, neste caso, deve-se possivelmente ao fato de que gestores tomam decisões errôneas ao se utilizar de recursos extras de maneira imprudente em atividades sociais inadequadas, que acabam por não cumprir o seu papel, onerando mais do que acrescentando valor as organizações.

Os efeitos insignificantes da governança corporativa podem ser explicados, possivelmente, por aspectos que este pilar tem carências de pontos de implementação ou os já aplicados não estão sendo executados adequadamente. Melhorias na diversidade do conselho (gênero, ideologia, cultural e conselheiros externos), formas mais robustas de monitoramento (como auditorias externas e internas e mudanças nos estatutos), entre outras questões (LIN et al., 2020) devem ser reformuladas nas empresas analisadas.

Outra possível explicação para a insignificância, conforme Li et al. (2018), reside no fato de que o consumo de recursos extras ser tamanho, que os benefícios da aplicação em governança são neutralizados pelos altos custos, não trazendo retornos de desempenho corporativo (ROE, QT e MTB). Tal argumento, não diz respeito aos efeitos positivos da moderação da folga na relação entre governança e retorno sobre os ativos, onde neste caso as

atividades governamentais acabam sendo impulsionadas pelos recursos excedentes e contribuem trazendo retornos contábeis, medidos pelo ROA.

A quinta hipótese buscou avaliar os efeitos moderadores da remuneração dos CEOs, segundo o pressuposto de que - H₅: A remuneração de executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{5a}), social (H_{5b}), governança (H_{5c}) e o desempenho econômico-financeiro. A partir dos resultados dispostos nas Tabelas 12 e 13 constatou-se a possibilidade de aceite parcial destas hipóteses, visto que as hipóteses H₅, H_{5a}, H_{5b} e H_{5c} foram aceitas parcialmente 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, as Tabelas 14 e 15 buscaram apresentar os resultados que dão subsídio a resolução da sexta hipótese, H₆: A remuneração de executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H_{6a}), social (H_{6b}), governança (H_{6c}) e o desempenho de mercado. Por meio dos achados, confirmase parcialmente a H_{6a} e H_{6b}, para o desempenho mensurado pelo *Market to Book* e rejeita-se a H₆ e H_{6c}.

Denota-se com estes 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.

Estas descobertas confirmam os pressupostos da pertinência em se analisar não somente o ESG geral, mas também a relevância de se avaliar as atividades de cada pilar em específico, já que se pode verificar pelos resultados obtidos que estes podem agregar, onerar ou não afetar os recursos, o que acaba por fundamentar com maior importância as decisões gerenciais sobre esta atividade voluntária (AZMI; HASSAN; HOUSTON, 2021). Ademais, a amplitude do ESG, conforme preceitos pode ser a responsável pelos efeitos mistos (positivos, negativos e insignificantes) que ocorrem nas relações (HAN; KIM; YU, 2016).

A insignificância obtida nas relações com o indicador ROE podem ser justificadas 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). Do mesmo modo, a insignificância nas relações com o QT e, em parte, com o MTB, podem ser explicadas pelo

fato de que medidas baseadas no mercado, apresentam grande volatilidade e são sujeitas a diversos fatores, não apenas as formas de gestão, remuneração de gestores e atividades ESG (WANG et al., 2016).

Conforme o esperado, o papel da 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 nesta 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 e o bem-estar de acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020).

Além disso, os efeitos positivos denotam um comportamento eficiente frente ao 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 de aumentar a reputação do CEO (JAVEED; LEFEN, 2019). Deste modo, a justificativa para os efeitos positivos, advém do fato de que os contratos de remuneração estão prevendo, de modo eficaz, convergências entre salário, ESG e desempenho corporativo (JENSEN; MECKLING, 1976; DERCHI; ZONI; DOSSI, 2021).

Outra possível justificativa, consiste no fato de que mudanças regulatórias e o ativismo de investidores impulsionam demandas por sustentabilidade nas organizações (MAAS, 2018). Ao revelar informações ESG as organizações acabam por reduzir as assimetrias informacionais, desenvolver uma cultura de confiança com a sociedade e investidores (LI et al., 2018) e reduzir o custo de agência (JAVEED; LEFEN, 2019). Assim, seja por meio da influência, do poder ou por ser o principal cargo da estrutura de governança corporativa, o executivo acaba por impactar no modo como as atividades ESG são reportadas nos relatórios não financeiros e aplicadas na empresa, portanto, este possivelmente, atuou agregando valor a empresa (LI et al., 2018; JAVEED; LEFEN, 2019).

Ademais, pode ser que o controle das operações da companhia pelos executivos, seja uma das condições necessárias para melhorar a relação entre ESG e desempenho corporativo (LI et al., 2018). Entretanto, conforme as constatações de Derchi, Zoni e Dossi (2021), talvez a insignificância de várias relações moderadas pela variável de remuneração de executivos, não tiveram efeitos positivos, pois este mecanismo somente aparecerá num período de tempo maior.

No geral, os resultados positivos do envolvimento em ESG das empresas, além de atender as expectativas de acionistas, podem ser motivados por possível benefício próprio

(JENSEN; MECKLING, 1976), porque alguns executivos buscarão se promover e construir uma reputação maior pela atenção da mídia e publicidade (LI et al., 2018).

Diante destes aspectos percebidos nos resultados das equações testadas, agrupam-se, de maneira sintética, os achados das hipóteses testadas no Quadro 4.

Quadro 4 – Síntese dos resultados das hipóteses testadas

Hipótese	Sub-hipótese	Achados
H ₁ : Existe relação positiva e significativa entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H _{1a}), social (H _{1b}), governança (H _{1c}) e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras.	H ₁	Aceita
	H _{1a}	Aceita
	H _{1b}	Aceita
	H _{1c}	Aceita parcialmente (para o ROA)
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 de empresas brasileiras.	H ₂	Aceita
	H _{2a}	Aceita
	H _{2b}	Aceita
	H _{2c}	Rejeitada
H ₃ : A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H _{3a}), social (H _{3b}), governança (H _{3c}) e o desempenho econômico-financeiro.	H ₃	Aceita
	H _{3a}	Aceita
	H _{3b}	Aceita parcialmente (para o ROE)
	H _{3c}	Aceita parcialmente (para o ROA)
H ₄ : A folga financeira em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H _{4a}), social (H _{4b}), governança (H _{4c}) e o desempenho de mercado.	H ₄	Aceita
	H _{4a}	Aceita
	H _{4b}	Aceita
	H _{4c}	Rejeitada
H ₅ : A remuneração de executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H _{5a}), social (H _{5b}), governança (H _{5c}) e o desempenho econômico-financeiro.	H ₅	Aceita parcialmente (para o ROA)
	H _{5a}	Aceita parcialmente (para o ROA)
	H _{5b}	Aceita parcialmente (para o ROA)
	H _{5c}	Aceita parcialmente (para o ROA)
H ₆ : A remuneração de executivos em empresas brasileiras tem um efeito moderador positivo na relação entre o nível de divulgação ESG, ambiental (H _{6a}), social (H _{6b}), governança (H _{6c}) e o desempenho de mercado.	H ₆	Rejeitada
	H _{6a}	Aceita parcialmente (para o MTB)
	H _{6b}	Aceita parcialmente (para o MTB)
	H _{6c}	Rejeitada

Fonte: Elaborado pela autora.

Com base nas informações apresentadas no Quadro 4 nota-se que as hipóteses em sua maioria foram confirmadas, mesmo que parcialmente, visto que o desempenho corporativo foi mensurado por meio de quatro variáveis. Assim, as presunções deste trabalho, a partir da análise da literatura, foram ao encontro dos resultados obtidos. Pode-se delimitar que práticas ESG e seus pilares impactam positivamente o desempenho corporativo, além da folga financeira e a

remuneração de executivos atuarem como impulsionadores desta relação. Outrossim, os efeitos do ESG (geral e pilares) no desempenho econômico-financeiro (ROA e ROE) e de mercado (QT e MTB) variam nas equações testadas, o que reafirma a importância de se testar diferentes perspectivas (LI et al., 2018; DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Dentre os diferentes pilares, a governança corporativa, em todos os modelos testados, foi a dimensão que menos apresentou significância estatística. O pilar de governança, demonstra a aderência dos sistemas e processos da empresa, além da garantia de que executivos e membros atuem para a consecução dos interesses de acionistas e partes interessadas, vislumbrando ações de longo prazo (DUQUE-GRISALES; AGUILERA-CARACUEL, 2021).

Tal fato, portanto, revela um ponto preocupante, pois a governança corporativa atua no estabelecimento de estratégias, padrões e medidas para controlar e direcionar a organização e os gestores, na busca por um ambiente de maior confiança, transparência, atendimento dos interesses das partes interessadas, em uma conduta mais ética, social e ambientalmente responsável (JAVEED; LEFEN, 2019). Portanto, denota-se que o enfoque maior das organizações analisadas deve recair na resolução de possíveis ineficiências desta área (OH; CHANG; KIM, 2016).

A partir das variáveis de controle analisadas, também é possível refletir sobre as principais conclusões a respeito destas. Inicialmente, a variável independência dos membros do conselho (INDCA), os achados estão de acordo com os esperados, pois, conselheiros independentes possibilitam um monitoramento adequado, por estes serem autônomos aos conflitos entre agente e principal, e contribuem para a melhoria do desempenho corporativo (JENSEN; MECKLING, 1976; AHMADI; NAKAA; BOURI, 2018).

Quanto a variável tamanho do conselho de administração (TAMCA) apresentou efeitos positivos no desempenho corporativo com o aumento de membros no conselho. Tal efeito contraria o esperado e o preconizado pela Teoria da Agência, de que um conselho numeroso prejudicaria o desempenho da empresa devido a divergências de opiniões, aumentos de custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; MCMULLEN, 1996), problemas de comunicação e assimetria de informações (MALIK; MAKHDOOM, 2016).

Para a variável comitê de remuneração (CREM), esperava-se que este comitê atuasse trazendo congruência remuneratória ao motivar CEOs no atendimento dos interesses de acionistas, podendo dentre estes, estar melhores práticas ESG e maior desempenho corporativo. Entretanto, apenas no Painel A, da Tabela 7 obteve-se efeito positivo e significativo da variável CREM e o MTB. Quase a totalidade das equações testadas demonstraram a insignificância desta

variável. No contexto brasileiro das empresas que adotam o comitê de remuneração, este órgão, possivelmente, não está conseguindo atrelar a sensibilidade remuneratória a melhorias no desempenho corporativo (MACHADO; BEUREN, 2015; BRANDÃO et al. 2019; KANAPATHIPPILLAI; MIHRET; JOHL, 2019; IGLESIAS et al., 2021).

Em relação as variáveis de controle específicas da empresa, esperava-se que o tamanho da empresa (TAM) se relacionasse positivamente com o desempenho corporativo, mas tal fato não foi confirmado na pesquisa. Empresas de maior porte acabam por adotar menos atividades ESG, o que consequentemente reflete em desempenho inferior (LI et al., 2018), pois o porte da organização pode deixá-la menos adaptável a novas realidades (PRASAD; JUNNI, 2017).

Fato interessante ocorreu com a variável alavancagem financeira (AF), visto que se relacionou negativamente com o desempenho ROA e QT e positivamente com o ROE e MTB. Assim, em parte, os resultados foram conforme o esperado, pois empresas mais alavancadas acabam expostas a maiores riscos de liquidez (LI et al., 2018), o que exerce impactos negativos no desempenho corporativo (BIAN et al., 2016) e aumenta o monitoramento da empresa por terceiros (JENSEN; MECKLING, 1976). Em oposição, os recursos obtidos com terceiros possibilitam que a empresa consiga alocar investimentos em práticas ESG, que acabam por impulsionar a divulgação ESG (HASAN; HABIB, 2017).

Por fim, como previsto, a variável idade da empresa (IDA) se demonstrou negativamente relacionada ao desempenho corporativo, o que provavelmente se justifica pela resistência a mudanças e ao conservadorismo presente em empresas com mais tempo de constituição, assim como, empresas maiores tendem a ser menos flexíveis e os executivos acabam por ter maiores obstáculos, ao propor e implementar suas estratégias (LEE; CIN; LEE, 2014; LIANG; RENNEBOOG, 2016; PRASAD; JUNNI, 2017).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Neste tópico delimitam-se as principais conclusões do estudo, trazendo o alcance dos objetivos específicos traçados, as contribuições da pesquisa para a prática, teoria, sociais e ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC – UFSM). Por fim, apresentam-se sugestões de estudos futuros.

5.1 CONCLUSÕES

A pesquisa desenvolvida teve como objetivo analisar o efeito moderador da folga financeira e da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. O estudo foi realizado por meio de uma pesquisa quantitativa, descritiva, documental e com a utilização de uma amostra desbalanceada de 107 empresas, durante os anos de 2016 a 2021.

Quanto ao objetivo “a” de se investigar o efeito do ESG no desempenho econômico-financeiro e de mercado, este se subdivide em duas hipóteses, H_1 (desempenho econômico-financeiro) e H_2 (desempenho de mercado). Constatou-se na primeira hipótese a significância positiva em todos os modelos testados, a exceção dos efeitos do ESG no desempenho mensurado pelo ROE. Em relação a H_2 , os efeitos positivos ocorreram em todos os modelos testados, a exceção do pilar de governança corporativa, visto que não impactou as variáveis do desempenho de mercado.

Tais evidências demonstram que as práticas ESG desenvolvidas pelas empresas da amostra representam melhorias ao desempenho corporativo. Percebe-se que a proeminência de atividades ESG legitima as ações, melhoram a imagem corporativa e contribuem para uma maior transparência. Do mesmo modo, maiores níveis ESG geram recompensas empresariais ao desempenho corporativo por meio de investimentos externos, pelo consumo de clientes que optam por produtos sustentáveis ou pela maior produtividade e redução de custos por melhorias dos sistemas produtivos.

A insignificância predominante no pilar de governança corporativa demonstra que as empresas devem atentar para que seus mecanismos (composição do conselho de administração: independência, gênero e dualidade dos membros do conselho, auditoria interna e externa, políticas de sustentabilidade corporativa) consigam ir ao encontro dos anseios de acionistas e *stakeholders*. Com relação a estes resultados, a pesquisa acrescenta evidências as relações positivas entre ESG (geral e pilares) e desempenho corporativo testadas anteriormente, como

por exemplo, as pesquisas de Cornett, Erhemjamts e Tehranian (2016), Lee, Cin e Lee (2016), Nollet, Filis e Mitrokostas (2016), Liang e Renneboog (2017), Li et al. (2018), Albuquerque, Koskinen e Zhang (2019), Buallay (2019), Javeed e Lefen (2019), Alareeni e Hamdan (2020), Velte (2020), Azmi, Hassan e Houston (2021) e Iliev e Roth (2021).

No que concerne ao objetivo “b” proposto, de se analisar o efeito moderador da folga financeira na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras, constatou-se que a folga financeira exerce influência positiva na relação analisada, o que vai ao encontro do proposto pela literatura. Tal objetivo é respondido pelas hipóteses H₃ e H₄. Para a H₃ obteve-se significância dos efeitos moderadores da folga financeira na relação entre ESG geral e pilar ambiental com o desempenho ROA e ROE. Do mesmo modo, a H₄ apenas foi rejeitada para o pilar de governança corporativa.

A partir destes resultados, conclui-se que a flexibilidade de recursos extras pode acarretar a aplicação em atividades discricionárias, como as voltadas ao ESG, o que acaba gerando maiores níveis de desempenho corporativo. Tais resultados vão ao encontro dos pressupostos da Teoria da Visão Baseada em Recursos, pois nas empresas analisadas a diferenciação sustentável, promovida por valores excedentes, acaba por desenvolver capacidades internas, gerar vantagens competitivas e melhorar o desempenho da companhia.

Conforme se presumia, maior folga financeira contribui positivamente para o aumento do efeito da relação estabelecida entre ESG e desempenho corporativo. A falta de significância entre o pilar GOV (em especial) e o desempenho corporativo, moderado pela folga, possivelmente, deva-se a alocação de ações sustentáveis que não gerem os melhores benefícios disponíveis. Os efeitos percebidos nas empresas brasileiras avaliadas contribuem para a literatura anterior de Li et al. (2017), Lin et al. (2020) e Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021). Por ser uma relação pouco testada, pesquisas futuras podem investigá-la com maior profundidade, para fornecer evidências adicionais aos estudos nessa temática.

Quanto ao objetivo “c” buscou-se investigar o efeito moderador da remuneração dos executivos na relação entre ESG e desempenho econômico-financeiro e de mercado em empresas brasileiras. Para isso, analisaram-se os resultados das hipóteses H₅ e H₆. Quanto ao ROE e ao QT, as atividades ESG e seus pilares não geram significância em companhias que retribuem mais financeiramente os seus executivos. Além disso, o salário dos executivos contribui como impulsionador de atividades ambientais e sociais para a geração de maior desempenho medido pelo *Market to Book* (MTB).

Os resultados obtidos confirmaram 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 (JENSEN; MECKLING, 1976; DERCHI; ZONI; DOSSI, 2021).

Além de contribuir com a literatura, os resultados confirmam as suposições da importância de se analisar não somente o ESG geral, mas também buscar avaliar as atividades de cada pilar, porque em cada relação estabelecida nota-se a agregação de valor ou a insignificância, podendo existir diminuições no desempenho corporativo, bem como, contribuir para a melhoria na tomada de decisão gerencial sobre estas atividades discricionárias (AZMI; HASSAN; HOUSTON, 2021), sendo, portanto, um dos diferenciais do estudo, analisar as dimensões do ESG. Esta segregação permitiu verificar a pouca significância obtida nas relações com o *score* governança, onde infere-se que este pilar possui deficiências de implementação ou as aplicações não estão sendo executados adequadamente.

Após se analisar a relação direta que possui efeitos diversificados, o estudo contribui para a análise multidimensional do ESG com diferentes tipos de desempenho corporativo (econômico-financeiro: ROA e ROE; e, de mercado: QT e MTB) e duas variáveis moderadoras a folga financeira (FF) e a remuneração dos executivos (REMCEO). Deste modo, outro ponto percebido pelos resultados consiste na contribuição teórica de se verificar como variáveis moderadoras atuam de maneiras distintas diante do contexto analisado. Enquanto a folga financeira atua de maneira massiva nas relações analisadas, a remuneração dos executivos, por diversos motivos, acaba por exercer uma influência mais tímida nas relações entre ESG e desempenho corporativo.

Os efeitos moderadores mais predominantes da variável folga financeira nas relações analisadas, do que a remuneração dos executivos, implica em, possivelmente, que a existência de recursos disponíveis é mais relevante para a implementação de ações ESG que impulsionem o desempenho corporativo do que uma política salarial ao executivo que se sobressaia em grande grau da remuneração do conselho de administração. Estes resultados podem demonstrar que as práticas desempenhadas pelas empresas analisadas, não estão conseguindo atender todos os aspectos de incentivos salariais capazes de impulsionar a relação ESG-desempenho corporativo e mitigar totalmente os conflitos de agência.

Portanto, o estudo contribui para a literatura ao analisar um modelo teórico inexplorado ou não identificado em estudos brasileiros e em outros países, ao buscar explicar os efeitos divergentes encontrados sobre o nível de divulgação ESG e os tipos de desempenho corporativo, bem como, os efeitos das variáveis moderadoras FF e REMCEO. Assim, outra contribuição teórica consiste em explicar, sob a lente da Teoria da Visão Baseada em Recursos e da Teoria da Agência, como elementos de folga de recursos e as políticas remuneratórias influenciam as divulgações ESG e o desempenho de empresas brasileiras listadas na B3.

De maneira prática, os resultados auxiliam as empresas, gestores e conselhos de administração a perceber as peculiaridades de se ter excesso de recursos, de definir políticas de remuneração, além da importância de se ter ações ESG para a obtenção de melhores desempenhos empresariais e atendimento dos interesses das partes interessadas. Logo, espera-se que os resultados auxiliem na gestão empresarial, na redução de riscos e da assimetria informacional, incentivando investimentos sustentáveis e promovendo a continuidade das empresas brasileiras, inseridas em um contexto de país emergente. Além disso, as organizações atuantes na B3 podem fazer uso dos resultados deste estudo para melhorar as suas estratégias ESG, de remuneração, folga financeira e desempenho corporativo.

Ademais, investidores e acionistas, mediante os achados deste estudo, podem se atentar às características empresariais ao decidirem sobre seus investimentos, a fim de analisar com maior cautela para contextos de escassez de recursos, menores índices de ESG e remunerações de executivos que não geram congruência entre objetivos organizacionais e pessoais do gestor. Esta pesquisa também contribui para com o âmbito social, ao expressar os benefícios do ESG à sociedade, temática em grande ênfase nos últimos anos, pois o estudo visa auxiliar no desenvolvimento sustentável do país, no crescimento das atividades empresariais e da economia com menores impactos e efeitos das atividades empresariais sobre o meio ambiente, na sociedade e no bem-estar das partes interessadas.

Finalmente, esta dissertação auxilia na discussão acadêmica de pesquisas desenvolvidas na linha de pesquisa de Governança e Sustentabilidade Organizacional, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Portanto, os elementos centrais desta investigação corroboraram com os aspectos da linha de pesquisa do PPGCC, porque englobou a contabilidade (folga financeira e desempenho econômico-financeiro e de mercado), a governança corporativa (remuneração executiva, presença de comitê de remuneração, independência e tamanho do conselho) e a sustentabilidade organizacional (ESG, geral e seus pilares ambiental, social e governança).

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

De acordo com as limitações desta dissertação, demarcadas na seção 3.5, sugerem-se alguns estudos futuros, para permitir que os resultados desta pesquisa sejam aprimorados com outros enfoques de análise ao problema de pesquisa delimitado. Em especial, o estudo tem seus resultados limitados ao contexto brasileiro, ao horizonte temporal de 2016 a 2021 e as empresas analisadas, não se permitindo que suas inferências sejam generalizadas a outros países, corporações e períodos anteriores ou subsequentes.

Inicialmente, sugerem-se que novas pesquisas busquem ampliar o período amostral e com isso o tamanho da amostra, ainda bastante reduzida, apesar do crescimento nos últimos anos, de informações ESG, que devido a voluntariedade acabam sendo escassas nas companhias brasileiras. Ressalta-se que talvez, por não participarem do banco de dados da *Refinitiv Eikon*[®] antiga *Thomson Reuters*[®] ou não as divulgarem, acabaram excluídas do estudo, mesmo realizando ações ESG.

Estudos adicionais podem, portanto, explorar o crescimento do ESG e suas relações nos demais países, em especial, em outros países em desenvolvimento para integrar as descobertas deste estudo e ajudar a fundamentar a formulação de estruturas regulatórias que permitam melhor transparência, adequadas a contextos semelhantes e, conseqüentemente, contribuam para criar valor para as partes interessadas e para a companhia.

Outra recomendação para estudos futuros é a análise de outras variáveis moderadoras, como contextos institucionais de países, como cultura, internacionalização (em pesquisas de várias nacionalidades) conforme realizado por Aguilera-Caracuel (2015), Buallay (2019), Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel (2021) e Azmi (2021) e ou moderadoras atreladas a fatores internos como a alavancagem empresarial (CRESPI; MIGLIAVACCA, 2020; RAHMAN; ALSAYEGH, 2021) e o risco corporativo (BROADSTOCK et al., 2021; LÖOF; STEPHAN; SAHAMKHADAM, 2022; SHAKIL, 2019; SHAKIL, 2021).

REFERÊNCIAS

ABOUD, A.; DIAB, A. The impact of social, environmental and corporate governance Disclosures on firm value: Evidence from Egypt. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 8, n. 4, p. 442-458, 2018. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>

AGUILERA-CARACUEL, J. et al. International cultural diversification and corporate social performance in multinational enterprises: The role of slack financial resources. **Management International Review**, v. 55, n. 3, p. 323-353, 2015. <https://doi.org/10.1007/s11575-014-0225-4>

AHMADI, A.; NAKAA, N.; BOURI, A. Chief Executive Officer Attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 218-226, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.083>

AKTAS, N., et al. CEO duality, agency costs, and internal capital allocation efficiency. **British Journal of Management**, v. 30, n. 2, p. 473-493, 2019. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12277>

ALAREENI, B. A.; HAMDAN, A. ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 20, n. 7, p. 1409-1428, 2020. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>

ALBUQUERQUE, R., et al. Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 9, n. 3, p. 593-621, 2020. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>

ALBUQUERQUE, R.; KOSKINEN, Y.; ZHANG, C. Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. **Management Science**, v. 65, n. 10, p. 4451-4469, 2019. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>

ALESSANDRI, T. M.; PATTIT, J. M. Drivers of R&D investment: The interaction of behavioral theory and managerial incentives. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 2, p. 151-158, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.11.001>

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

ATAN, R. et al. The impacts of environmental, social and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. **Management of Environmental Quality: an International Journal**, v. 29, n. 2, p. 182-194, 2018. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>

AWAYSHEH, A. et al. On the relation between corporate social responsibility and financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 41, n. 6, p. 965-987, 2020. <https://doi.org/10.1002/smj.3122>

AZMI, W. et al. ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 70, p. 101277, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101277>

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2016.

BARNETT, V.; LEWIS, T. **Outliers in statistical data**. 2. ed. Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics. Applied Probability and Statistics, 1994.

BARNEY, J. Special theory forum the resource-based model of the firm: origins, implications, and prospects. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 97-98, 1991. <https://doi.org/10.1177/014920639101700107>

BELEM, R. S.; MOTTA, M. E. V.; CAMARGO, M. E. Análise da produção científica de artigos sobre desempenho organizacional: um estudo bibliométrico e comparativo entres as bases SCOPUS e BDTD. **Revista Científica e-Locução**, v. 1, n. 18, p. 15-15, 2020.

BENDER, R.; MOIR, L. Does ‘best practice’ in setting executive pay in the UK encourage ‘good’ behaviour?. **Journal of Business Ethics**, v. 67, n. 1, p. 75-91, 2006. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9006-8>

BEUREN, I. M.; PAMPLONA, E.; LEITE, M. Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 24, p. 514-531, 2020. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>

BIAN, C. et al. Corporate social responsibility engagement, corporate financial performance and CEO characteristics. **International Journal of Business Governance and Ethics**, v. 11, n. 3, p. 243-265, 2016. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1874211>

BILGIN, M. H. et al. Bank credit in uncertain times: Islamic vs. conventional banks. **Finance Research Letters**, v. 39, p. 101563, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101563>

BLANES, F.; DE FUENTES, C.; PORCUNA, R. Corporate Social Responsibility and Managerial Compensation: Further Evidence from Spanish Listed Companies. **Sustainability**, v. 13, n. 13, p. 7341, 2021. <https://doi.org/10.3390/su13137341>

BRANDÃO, I. D. F.; VASCONCELOS, A. C. D.; DE LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 2019. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>

BROADSTOCK, D. C. et al. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. **Finance Research Letters**, v. 38, p. 101716, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>

BUALLAY, A. Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. **Management of Environmental Quality: An International Journal**, v. 30, n. 1, p. 98-115, 2019. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>

BUALLAY, A. et al. Sustainability reporting and bank performance after financial crisis: evidence from developed and developing countries. **Competitiveness Review: An International Business Journal**, v. 31, n. 4, p. 747-770, 2020a. <https://doi.org/10.1108/CR-04-2019-0040>

BUALLAY, A. et al. Sustainability reporting and performance of MENA banks: is there a trade-off?. **Measuring Business Excellence**, v. 24, n. 2, p. 197-221, 2020b. <https://doi.org/10.1108/MBE-09-2018-0078>

BUCHANAN, B.; CAO, C. X.; CHEN, C. Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. **Journal of Corporate Finance**, v. 52, p. 73-95, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004>

BUSENBARK, J. R. et al. Toward a configurational perspective on the CEO: A review and synthesis of the management literature. **Journal of Management**, v. 42, n. 1, p. 234-268, 2016. <https://doi.org/10.1177/0149206315618448>

CAI, L.; HE, C. Corporate environmental responsibility and equity prices. **Journal of Business Ethics**, v. 125, n. 4, p. 617-635, 2014. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1935-4>

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, p. 20-37, 2015. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>

CARDOSO, G. F.; PEIXOTO, F. M.; BARBOZA, F. (2019). Board structure and financial distress in Brazilian firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 15, n. 5, p. 813-828, 2019. <https://doi.org/10.1108/IJMF-12-2017-0283>

CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268–295, 1999. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>

CHEN, F.; NGNIATEDEMA, T.; LI, S. A cross-country comparison of green initiatives, green performance and financial performance. **Management Decision**, v. 68, n. 4, p. 845-850, 2018. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2017-0761>.

CHENG, B.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. Corporate social responsibility and access to finance. **Strategic Management Journal**, v. 35, n. 1, p. 1-23, 2014. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>

CHRISMAN, J. J.; DEVARAJ, S.; PATEL, P. C. The impact of incentive compensation on labor productivity in family and nonfamily firms. **Family Business Review**, v. 30, n. 2, p. 119-136, 2017. <https://doi.org/10.1177/0894486517690052>

CLARK, G. L.; FEINER, A.; VIEHS, M. From the stockholder to the *stakeholders*: How sustainability can drive financial outperformance. **Available at SSRN**, 2508281, 2015. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281>

CONYON, M. J. Executive compensation and board governance in US firms. **The Economic Journal**, v. 124, n. 574, p. 60–89, 2014. <https://doi.org/10.1111/ecoj.12120>

CORNETT, M. M.; ERHEMJAMTS, O.; TEHRANIAN, H. Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of US commercial banks around the financial crisis. **Journal of Banking & Finance**, v. 70, p. 137-159, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024>

CRESPI, F.; MIGLIAVACCA, M. The Determinants of ESG Rating in the Financial Industry: The Same Old Story or a Different Tale?. **Sustainability**, v. 12, n. 16, p. 1-20, 2020. <https://doi.org/10.3390/su12166398>

CUERVO-CAZURRA, A. Multilatinas as sources of new research *insights*: The learning and escape drivers of international expansion. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 6, p. 1963-1972, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.10.142>

DANI, A. C.; PAMPLONA, E.; CUNHA, P. R. Influência da Estrutura de Auditoria, Conselho de Administração e Qualidade da Informação Contábil no Índice 'Market to Book Value' de Empresas Brasileiras Listadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 2, p. 61-78, 2019. <http://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.%Yv%vn%i.41757>

DAWKINS, C.; FRAAS, J. W. Coming clean: The impact of environmental performance and visibility on corporate climate change Disclosure. **Journal of Business Ethics**, v. 100, n. 2, p. 303-322, 2011. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0681-0>

DEB, P.; DAVID, P.; O'BRIEN, J.. When is cash good or bad for firm performance?. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 436-454, 2017. <https://doi.org/10.1002/smj.2486>

DEGENHART, L.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Desempenho de Mercado e a Distribuição de Dividendos em Empresas Pertencentes ao BRICS. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 3, p. 39-59, 2021. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i3.51257>

DERCHI, G. B.; ZONI, L.; DOSSI, A. Corporate social responsibility performance, incentives, and learning effects. **Journal of Business Ethics**, v. 173, n. 3, p. 617-641, 2021. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04556-8>

DI GIULI, A.; KOSTOVETSKY, L. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. **Journal of Financial Economics**, v. 111, n. 1, p. 158-180, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>

DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, p. 147-160, 1983. <https://doi.org/10.2307/2095101>

DINCER, H., et al. The financial implications of corporate social responsibility in the banking sector. **Managerial Issues in Finance and Banking**, p. 197-207, 2014. https://doi.org/10.1007/978-3-319-01387-9_16

DORFLEITNER, G.; KREUZER, C.; SPARRER, C. ESG controversies and controversial ESG: about silent saints and small sinners. **Journal of Asset Management**, v. 21, n. 5, p. 393-412, 2020. <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00178-x>

- DUQUE-GRISALES, E.; AGUILERA-CARACUEL, J. Environmental, social and governance (ESG) *scores* and financial performance of Multilatinas: moderating effects of geographic international diversification and financial slack. **Journal of Business Ethics**, v. 168, p. 315-334, 2021. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. **Management Science**, v. 60, n. 11, p. 2835-2857, 2014. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- ESTEBAN-SANCHEZ, P.; DE LA CUESTA-GONZALEZ, M.; PAREDES-GAZQUEZ, J. D. Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry. **Journal of Cleaner Production**, v. 162, p. 1102-1110, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.127>
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- FATEMI, A.; GLAUM, M.; KAISER, S. ESG performance and firm value: The moderating role of Disclosure. **Global Finance Journal**, v. 38, p. 45-64, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- FERRELL, A.; LIANG, H.; RENNEBOOG, L. Socially responsible firms. **Journal of Financial Economics**, v. 122, n. 3, p. 585-606, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003>
- FEHRE, K.; WEBER, F. Challenging corporate commitment to CSR: Do CEOs keep talking about corporate social responsibility (CSR) issues in times of the global financial crisis?. **Management Research Review**, v. 39, n. 11, p. 1410-1430, 2016. <https://doi.org/10.1108/MRR-03-2015-0063>
- FIASCHI, D.; GIULIANI, E.; NIERI, F. Overcoming the liability of origin by doing no-harm: Emerging country firms' social irresponsibility as they go global. **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 546-563, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.09.001>
- FREEMAN, R. E. **Strategic Management: A stakeholder's approach**. Cambridge university press, 2010.
- FREEMAN, R. E.; PHILLIPS, R. A. *Stakeholders* theory: A libertarian defense. **Business Ethics Quarterly**, v. 12, n. 3, p. 331-349, 2002. <https://doi.org/10.2307/3858020>
- FRIEDMAN, M. A theoretical framework for monetary analysis. **Journal of Political Economy**, v. 78, n. 2, p. 193-238, 1970. <https://doi.org/abs/10.1086/259623>

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 4, p. 210-233, 2015. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

FRYNAS, J. G.; YAMAHAKI, C. Corporate social responsibility: Review and roadmap of theoretical perspectives. **Business Ethics: A European Review**, v. 25, n. 3, p. 258-285, 2016. <https://doi.org/10.1111/beer.12115>

GAO, L.; ZHANG, J. H. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 108-127, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>

GARCIA, A. S.; SILVA, W. M.; ORSATO, R. J. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. **Journal of Cleaner Production**, v. 150, p. 135-147, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2017.

GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, p. 101889, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>

GILLAN, S. L., et al. Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation. **Unpublished Working Paper**, v. 10, 2010.

HAN, J. J.; KIM, H. J.; YU, J. Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. **Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility**, v. 1, n. 1, p. 61-76, 2016. <https://doi.org/10.1186/s41180-016-0002-3>

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995. <https://doi.org/10.2307/2235027>

HART, O.; HOLMSTRÖM, B. **The Theory of Contracts**. In: Advances in economic theory: Fifth world congress, 1987.

HASAN, M. M.; HABIB, A. Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 13, n. 1, p. 20-36, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.01.002>

HEINZEN, C.; SELL, F. F.; SILVA, T. P. Influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**, n. Esp. 9, p. 39-54, 2016. <https://doi.org/2734/273449349004>

HOLMSTROM, B.; MILGROM, P. Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. **Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 7, p. 24, 1991.

HSU, P.; LIANG, H.; MATOS, P. Leviathan Inc. and corporate environmental engagement. **Management Science**, p. 1-25, 2021. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4064>

- HUI, K. W.; MATSUNAGA, S. R. Are CEOs and CFOs rewarded for Disclosure quality?. **The Accounting Review**, v. 90, n. 3, p. 1013-1047, 2015. <https://doi.org/10.2308/accr-50885>
- HUMPHREY, J. E.; LEE, D. D.; SHEN, Y. The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. **Australian Journal of Management**, v. 37, n. 2, p. 135-151, 2012. <https://doi.org/10.1177/0312896211410081>
- IGLESIAS, T. M. G.; SILVA, T. D.; JESUKA, D.; PEIXOTO, F. M. Reflexos da Governança Corporativa sobre a *Pay-Performance Sensitivity*: uma nova perspectiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 23, n. 1, p. eRAMF220088, 2022. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF220088>
- ILIEV, P.; ROTH, L. Do Directors Drive Corporate Sustainability?. **Available at SSRN 3575501**, p. 1-48, 2021. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3575501>
- JACINTHO, V.; KROENKE, A. Indicadores econômico-financeiros de empresas brasileiras: uma comparação entre setores. **Revista Ambiente Contábil**, v. 13, n. 1, p. 90- 113, 2021. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2021v13n1ID19365>
- JALLAI, A. G. **Ethical standards for tax planning by corporations**. Ethics and Taxation: Springer, Singapore, p. 207-231, 2020. https://doi.org/10.1007/978-981-15-0089-3_9
- JASNI, N. S. et al. Business strategy for environmental social governance practices: evidence from telecommunication companies in Malaysia. **Social Responsibility Journal**, v. 16, n. 2, p. 271-289, 2019. <https://doi.org/10.1108/SRJ-03-2017-00472019>.
- JAVEED, S. A.; LEFEN, L. 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**, v. 11, n. 1, p. 248, 2019. <https://doi.org/10.3390/su11010248>
- JEFFREY, S.; ROSENBERG, S.; MCCABE, B. Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation. **Social Responsibility Journal**, v.15, n. 3, p. 395-408, 2019. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0255>
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990. <https://doi.org/10.1086/261677>
- JENSEN, M. Value maximization, *stakeholders* theory, and the corporate objective function. **European Financial Management**, v. 7, n. 3, p. 297-317, 2001. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>
- JOST, J. P.; KROENKE, A.; HEIN, N.; HEIN, A. K. Relação entre Desempenho Sustentável e Desempenho de Mercado. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 20, n. 2, p. 183-208, 2021. <https://doi.org/10.18593/race.27352>

JOUBER, H. How does CEO pay slice influence corporate social responsibility? US–Canadian versus Spanish–French listed firms. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 26, n. 2, p. 502-517, 2019. <https://doi.org/10.1002/csr.1728>

KANAPATHIPPILLAI, S.; MIHRET, D.; JOHL, S. Remuneration committees and attribution Disclosures on remuneration decisions: Australian evidence. **Journal of Business Ethics**, v. 158, n. 4, p. 1063-1082, 2019. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3736-7>

KUZEY, C.; UYAR, A. Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. **Journal of Cleaner Production**, v. 143, p. 27-39, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.12.153>

LANDIER, A.; THESMAR, D. Earnings expectations during the COVID-19 crisis. **The Review of Asset Pricing Studies**, v. 10, n. 4, p. 598-617, 2020. <https://doi.org/10.1093/rapstu/raaa016>

LEE, K.; CIN, B. C.; LEE, E. Y. Environmental responsibility and firm performance: the application of an environmental, social and governance model. **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 1, p. 40-53, 2016. <https://doi.org/10.1002/bse.1855>

LIANG, H.; RENNEBOOG, L. Corporate donations and shareholder value. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 33, n. 2, p. 278-316, 2017. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grx024>

LI, Y., et al. The impact of environmental, social and governance Disclosure on firm value: The role of CEO power. **The British Accounting Review**, v. 50, n. 1, p. 60-75, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>

LI, D. et al. Effects of corporate environmental responsibility on financial performance: The moderating role of government regulation and organizational slack. **Journal of Cleaner Production**, v. 166, p. 1323-1334, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.08.129>

LI, F.; LI, T.; MINOR, D. CEO power, corporate social responsibility, and firm value: A test of agency theory. **International Journal of Managerial Finance**, v. 12, n. 5, p. 611-628, 2016. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2015-0116>

LIN, W. L., et al. Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. **Social Responsibility Journal**, v. 16, n. 7, p. 957-982, 2020. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2018-0259>

LIU, M. et al. Does family involvement explain why corporate social responsibility affects earnings management?. **Journal of Business Research**, v. 75, p. 8-16, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.001>

LÖÖF, H.; SAHAMKHADAM, M.; STEPHAN, A. 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**, p. 102499, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102499>

LUBIS, M. F. F.; ROKHIM, R. The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure and Competitive Advantage on Companies Performance as an Implementation of

Sustainable Economic Growth in Indonesia for Period of 2015-2019. In: **IOP Conference Series: Earth and Environmental Science**. IOP Publishing, 2021. p. 012059. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/940/1/012059>

MAAS, K. Do corporate social performance targets in executive compensation contribute to corporate social performance?. **Journal of Business Ethics**, v. 148, n. 3, p. 573-585, 2018. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2975-8>

MACHADO, D. G.; BEUREN, I. M. Política de remuneração de executivos: um estudo em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas. **Gestão & Regionalidade**, v. 31, n. 92, p. 4-24, 2015. <https://doi.org/10.13037/gr.vol31n92.2088>

MALIK, M. S.; MAKHDOOM, D. D. Does corporate governance beget firm performance in fortune global 500 companies?. Corporate Governance: The International **Journal of Business in Society**, v. 16, n. 4, p. 747-764, 2016. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156>

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de Pesquisa**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MCMULLEN, D. A. Audit committee performance: an investigation of the consequences associated with audit committees. **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, v. 15, n. 1, p. 87-103, 1996. <https://doi.org/10.2308/aud.2004.23.1.69>

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. **Academy of Management Review**, v. 26, n. 1, p. 117-127, 2001. <https://doi.org/10.5465/amr.2001.4011987>

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. S.; WRIGHT, P. M. Corporate social responsibility: Strategic implications. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 1, p. 1-18, 2006. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x>

MERCHANT, K. A.; VAN DER STEDE, W. A. **Management Control Systems**. Harmadik ed. Harlow: Pearson, 2012.

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MOHAMMAD, W. M. W.; WASIUZZAMAN, S. Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. **Cleaner Environmental Systems**, v. 2, p. 1-11, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>

MURPHY, D.; MCGRATH, D. ESG reporting—class actions, deterrence, and avoidance. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 4, n. 2, p. 216-235, 2013. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-Apr-2012-0016>

MURPHY, K. J. Executive compensation. **Handbook of Labor Economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)

MURPHY, K. J. Executive compensation: Where we are, and how we got there. In CONSTANTINIDES, M.; HARRIS, R. M.; STULZ, D. M. (Eds.), **Handbook of the Economics of Finance**. Amsterdam: Elsevier, v. 2, p. 211-356, 2013. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00004-5>

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-222, 1984. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

NEKHILI, M. et al. Corporate social responsibility Disclosure and market value: family versus nonfamily firms. **Journal of Business Research**, v. 77, p. 41-52, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>

NOLLET, J.; FILIS, G.; MITROKOSTAS, E. Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. **Economic Modelling**, v. 52, p. 400-407, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>

OH, W. Y.; CHANG, Y. K.; KIM, T. Y. Complementary or substitutive effects? Corporate governance and corporate social responsibility. In: **Academy of Management Proceedings**. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management, 2016. p. 14068. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2016.14068abstract>

PARK, S. Corporate social responsibility, visibility, reputation and financial performance: empirical analysis on the moderating and mediating variables from Korea. **Social Responsibility Journal**, v. 13 n. 4, p. 856-871, 2017. <https://doi.org/10.1108/SRJ-01-2017-0012>

PATTEN, D. M. Exposure, legitimacy, and social Disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 10, n. 4, p. 297-308, 1991. [https://doi.org/10.1016/0278-4254\(91\)90003-3](https://doi.org/10.1016/0278-4254(91)90003-3)

PATTEN, D. M. Intra-industry environmental Disclosure s in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory. **Accounting, Organizations and Society**, v. 17, n. 5, p. 471-475, 1992. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90042-Q](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90042-Q)

PENROSE, E. T. **The Theory of the Growth of the Firm**. 4. th. Edition. Wiley, New York, 1959.

PILLAI, R.; AL-MALKAWI, H. A. N. On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 394-410, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>

PORTER, M.; SERAFEIM, G.; KRAMER, M. Where ESG fails. **Institutional Investor**, v. 16, n. 2, 2019. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2404-4>

PRASAD, B.; JUNNI, P. Understanding top management team conflict, environmental uncertainty and firm innovativeness: Empirical evidence from India. **International Journal of Conflict Management**, v. 28, n. 1, p. 122-143, 2017. <https://doi.org/10.1108/IJCMA-02-2016-000>

QIU, Y.; SHAUKAT, A.; THARYAN, R. Environmental and social Disclosure s: Link with corporate financial performance. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 1, p. 102-116, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>

RADHOUANE, I. et al. Is voluntary external assurance relevant for the valuation of environmental reporting by firms in environmentally sensitive industries?. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 11, n. 1, p. 65-98, 2020. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2018-0158>

RAHMAN, R. A.; ALSAYEGH, M. F. Determinants of Corporate Environment, Social and Governance (ESG) Reporting among Asian Firms. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 1-13, 2021. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040167>

RAMELLI, S.; WAGNER, A. F. Feverish stock price reactions to COVID-19. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 9, n. 3, p. 622-655, 2020. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>

REN, S. et al. Can mandatory environmental information Disclosure achieve a win-win for a firm's environmental and economic performance?. **Journal of Cleaner Production**, v. 250, p. 119530, 2020. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119530>

RUF, B. M. et al. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder's theory perspective. **Journal of Business Ethics**, v. 32, n. 2, p. 143-156, 2001. <https://doi.org/10.1023/A:1010786912118>

RUSSO, M.V.; FOUTS, P. A. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3, p. 534-559, 1997. <https://doi.org/10.5465/257052>

SAMER AGI, S. **Paixão pela vitória: profissional e pessoal**. 4. ed. São Paulo: Juspodvm, 2022.

SAYGILI, E.; ARSLAN, S.; BIRKAN, A. O. ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul. **Borsa Istanbul Review**, v. 1, p. 1-9, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.001>

SCHRAMADE, W. Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 6, n. 2, p. 95-111, 2016. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1176425>

SERAFEIM, G. Public sentiment and the price of corporate sustainability. **Financial Analysts Journal**, v. 76, n. 2, p. 26-46, 2020. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1723390>

SERVAES, H.; TAMAYO, A. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. **Management Science**, v. 59, n. 5, p. 1045-1061, 2013. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>

SHAKIL, M. H. Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. **Resources Policy**, v. 72, p. 102144, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>

SHAKIL, M. H. et al. Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. **Management of Environmental Quality: An International Journal**, v. 30, n. 6, p. 1331-1344, 2019. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2018-0155>

SINGH, S. et al. Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. **British Journal of Management**, v. 29, n. 1, p. 171-190, 2018. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>

SMITH JR, C. W.; WATTS, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. **Journal of Financial Economics**, v. 32, n. 3, p. 263-292, 1992. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)

SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES (SSE). **Sustainable stock exchanges initiative: Model guidance on reporting ESG information to investors**, 2015. Disponível em: www.sseinitiative.org/wp-content/uploads/2015/09/SSE-Model-Guidance-on-Reporting-ESG.pdf. Acesso em: 17 mar. 2022.

SYMEOU, P. C.; ZYGLIDOPOULOS, S.; GARDBERG, N. A. Corporate environmental performance: Revisiting the role of organizational slack. **Journal of Business Research**, v. 96, p. 169-182, 2019. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.11.019>

TABESH, P.; VERA, D.; KELLER, R. T. Unabsorbed slack resource deployment and exploratory and exploitative innovation: How much does CEO expertise matter?. **Journal of Business Research**, v. 94, p. 65-80, 2019. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.023>

TAKAHASHI, H.; YAMADA, K. When the Japanese stock market meets COVID-19: Impact of ownership, China and US exposure, and ESG channels. **International Review of Financial Analysis**, v. 74, p. 101670, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101670>

TAUFIK, M.; WILLIAM, T. Does BOC's Characteristics Moderate The Effect of Corporate Social Responsibility on Performance?. **Journal of Applied Accounting and Taxation**, v. 6, n. 2, p. 137-146, 2021. <https://doi.org/10.30871/jaat.v6i2.3236>

VANACKER, T.; COLLEWAERT, V.; ZAHRA, S. A. Slack resources, firm performance, and the institutional context: evidence from privately held European firms. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 6, p. 1305-1326, 2017. <https://doi.org/10.1002/smj.2583>

VALCANOVER, V. M. **Famílias e diversidade de gênero: um estudo do desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira**. 2019. 98 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, RS, 2019.

VELTE, P. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. **Journal of Global Responsibility**, v. 8, n. 2, p. 169-178, 2017. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

VELTE, P. Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. **Management Research Review**, v. 43, n. 5, p. 497-520, 2020. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>

VEPRAUSKAITĖ, E.; ADAMS, M. Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?. **The British Accounting Review**, v. 45, n. 3, p. 229-241, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.06.004>

WANG, H. et al. The curvilinear relationship between corporate social performance and corporate financial performance: Evidence from the international construction industry. **Journal of Cleaner Production**, v. 137, p. 1313-1322, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.07.184>

YANG, Y.; JIANG, Y.; CHEN, X. Does buyers' financial slack promote or inhibit suppliers' circular economy performance?. **Industrial Marketing Management**, v. 99, p. 111-122, 2021. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2021.10.004>

WERNERFELT, B. A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, v. 2, n. 5, p. 171-180, 1984.