

Trabalho de Conclusão de Curso (2019)

REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL: ANÁLISE EM EMPRESAS LISTADAS NA B3.

Annandy Raquel Pereira da Silva¹, Ítalo Carlos Soares do Nascimento²

Resumo: O estudo da remuneração executiva e da sustentabilidade empresarial possibilita entender os conflitos decorrentes da Teoria da Agência, assim como da Teoria dos *Stakeholders* e a busca pelo valor no longo prazo. Neste sentido, esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial em companhias listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), no lapso temporal de 2015 a 2018. De natureza quantitativa, a pesquisa utilizou-se da estatística descritiva, com a indicação de máximos e mínimos, médias e desvios-padrão; teste de médias e da análise de correspondência múltipla (ACM). Como métrica da remuneração executiva, utilizou-se a remuneração total, coletada no Formulário de Referência (FR) de cada empresa no *website* da B3, e a sustentabilidade empresarial foi mensurada a partir da participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Com os resultados, notou-se uma média de 17,35% da remuneração executiva em empresas sustentáveis, superior à média das empresas não sustentáveis, que correspondeu a 16,77%, evidenciando que as empresas sustentáveis remuneraram melhor seus executivos, o que foi ratificado pelo teste de médias. Por meio da ACM, verificou-se uma associação positiva entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa. Em linhas gerais, os achados indicam que as companhias sustentáveis se preocupam com a geração de valor em longo prazo da firma, buscando diminuir os conflitos de agência por meio de maiores remunerações aos seus gestores, confirmando os prognósticos da Teoria da Agência e da Teoria dos *Stakeholders*.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Teoria da Agência. Remuneração Executiva. Teoria dos *Stakeholders*. Sustentabilidade Empresarial.

1 INTRODUÇÃO

Devido às constantes mudanças ocorridas no atual cenário globalizado, as empresas buscam práticas que sejam eficazes para tornarem-se competitivas e auferirem melhor desempenho. A utilização das boas práticas de Governança Corporativa (GC) faz com que a empresa se torne mais atraente para o mercado, obtenha melhor desempenho, além de criar possibilidades para que se previnam antes da ocorrência de problemas, ou de tentar minimizá-los (MAZZIONI et al., 2015). Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017) destacam a relevância da GC e da sustentabilidade empresarial, que conduzem a uma maior qualidade e perdurabilidade dos negócios, afetando positivamente a estrutura das empresas.

O estudo pela conciliação dos diversos interesses é refletido na Teoria da Agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), em virtude da separação entre propriedade e gestão, o agente por ter mais acesso às informações da firma, pode levá-lo a agir com

¹ Bacharelada em Ciências Contábeis pela UFERSA.

² Mestre em Administração e Controladoria pela UFC.

interesse próprio, gerando os denominados “conflitos de agência”. Um dos mecanismos de GC usado para solucionar esses conflitos é a política de remuneração ou de incentivos aos diretores, que objetiva estabelecer uma ligação entre a riqueza desses e a dos acionistas, assegurando o alinhamento de interesses; logo, as decisões por parte dos executivos tendem a ser coadunáveis com a geração de valor para a firma (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014).

A remuneração executiva é uma temática que passou a ter bastante enfoque a partir de escândalos contábeis, como o da Enron e o da WorldComm, em 2001, na Europa e nos EUA, respectivamente, que obtiveram grande repercussão na mídia, revelando falhas na GC das organizações (SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017; KRAUTER, 2013). Em 2009, através da Instrução Normativa CVM nº 480, tornou-se obrigatório que as companhias brasileiras de capital aberto evidenciassem todas as informações referentes às remunerações recebidas pelos seus executivos (VENTURA, 2013).

De acordo com Melo, Manhães e Macedo (2012), observa-se nos últimos anos uma tendência internacional dos investidores aplicarem seus recursos em empresas que se preocupam com o meio ambiente. A sustentabilidade empresarial é tida como um conjunto de atividades que relaciona a empresa com o ambiente, a economia e a sociedade, tomando como base o tripé de Elkington (2001). Ela proporciona uma melhor imagem da empresa, contribuindo com a captação de recursos financeiros e a tornando mais competitiva no mercado (GARCIA; ORSATO, 2013), e é habitualmente avaliada através de índices de sustentabilidade das diversas bolsas de valores do mundo, que no caso do Brasil, têm-se o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) (NASCIMENTO et al., 2018; FREQUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015).

Nesse contexto, cabe ressaltar que os estudos envolvendo remuneração executiva e sustentabilidade empresarial são relativamente recentes e a temática ainda é limitada (MASS; ROSENDAAL, 2016). Diante do exposto, emerge o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial em companhias listadas na B3?** Assim sendo, constitui objetivo deste estudo, analisar a relação entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial em companhias listadas na B3 S.A. Adicionalmente, verifica-se a associação entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa.

Logo, este trabalho analisou as 100 empresas com maior valor de mercado da B3 (anteriormente denominada de BM&FBOVESPA) no período de 2015 a 2018, com o intuito de verificar se a sustentabilidade empresarial se apresenta como fator relevante na remuneração executiva. Os dados referentes à remuneração executiva foram obtidos no Relatório de Referência (RF) de cada empresa, no *website* da B3 S.A, e em relação à sustentabilidade empresarial, foram coletadas informações da carteira do ISE.

Destarte, este trabalho justifica-se por explorar temática atual, relevante e ainda pouco estudada. Espera-se dessa forma, contribuir para o avanço na linha de pesquisa dos temas remuneração executiva e sustentabilidade empresarial, pouco explorada até então, de forma conjunta. Do ponto de vista de mercado, este trabalho traz sua contribuição prática, na medida em que pretende avaliar se as empresas que adotam práticas sustentáveis, também almejam o alinhamento de interesses dos diferentes *stakeholders* (neste caso, gestores e acionistas), por meio de maiores remunerações aos seus executivos. Dessa forma, essa pesquisa, complementando as já existentes, irá ajudar a estimular as empresas e gestores a promoverem a sustentabilidade empresarial, em razão de contribuir para melhoria de sua imagem no ambiente externo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa, Teoria da Agência e Remuneração Executiva

O início dos estudos sobre Governança Corporativa (GC) relaciona-se com o surgimento da Teoria da Agência, que retrata os problemas decorrentes da separação entre propriedade e gestão. Conforme explicitado por Jensen e Meckling (1976), ao firmarem

contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, o agente concorda em realizar tarefas para o principal, ao mesmo tempo em que este se compromete em remunerá-lo, onde ambas as partes devem ter como objetivo a maximização do valor da empresa. Nessa relação, ocorre a assimetria informacional, em virtude dessa delegação de autoridade, onde o agente acaba tendo mais acesso às informações do que o principal, o que pode levá-lo a agir com oportunismo em detrimento do seu interesse próprio, dessa forma surgindo diversos conflitos, denominados de “conflitos de agência” (JENSEN; MECKLING, 1976).

De acordo com Lima et al. (2015) os avanços iniciais da GC no Brasil ocorreram em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que se transformou em 1999, em Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), lançando nesse mesmo ano o Código das Melhores Práticas de GC, que buscava aprofundar os assuntos acerca da GC. Em 2000 a BM&FBOVESPA anunciou o mercado diferenciado de GC, que diverge do Mercado Tradicional de capitais por só negociar ações das empresas que possuem bons indicadores de GC (VENTURA, 2013). O mercado diferenciado é subdividido em três níveis: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), em nível crescente de sofisticação das práticas de GC, ou seja, quanto mais próximos do NM, melhores serão os mecanismos de GC, as exigências e a transparência que são exigidos por parte da B3 às empresas interessadas em participar deste mercado (LIMA et al., 2015).

De acordo com o IBGC (2015), Governança Corporativa (GC) se traduz em um sistema em que as empresas são monitoradas, dirigidas e incentivadas, e que envolve a relação entre os diversos interessados, como sócios, conselho de administração, direção, órgãos fiscalizatórios e de controle, entre outros. As boas práticas de GC objetivam alinhar interesses para potencializar o valor de longo prazo das organizações, tornando os recursos mais acessíveis e colaborando para a qualidade da gestão e durabilidade da organização.

A GC e a remuneração executiva são temas que tiveram bastante enfoque a partir de escândalos contábeis, como o da Enron e o da WorldCom, em 2001, na Europa e nos EUA, respectivamente, que obtiveram grande repercussão na mídia, revelando falhas na GC das organizações (KRAUTER, 2013). Para minimizar os conflitos de agência, a GC utiliza-se de mecanismos internos e externos. Dentre os internos, podem ser citados: conselho de administração; proteção dos acionistas minoritários; estrutura de propriedade e de controle; transparência das informações publicadas; e remuneração dos gestores (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014).

A remuneração dos diretores procura alinhar os interesses do agente e principal, minimizando os custos de agência incorridos pelas empresas (SOUZA; CARDOSO; VIEIRA, 2017). Dentre as suas modalidades estão: participação acionária, participação nos lucros e resultados, remuneração em dinheiro ou outras formas, como bônus e comissões; a remuneração de diretores objetiva a motivação destes, para que persigam o aumento de valor da empresa, propiciando informações fidedignas aos acionistas (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014). Nessa acepção, Jensen e Murphy (1990) apontam a remuneração executiva como mecanismo capaz de influenciar os gestores na busca pela maximização da riqueza dos acionistas, e como consequência redução dos conflitos de agência.

Em 2009, através da instituição da Instrução Normativa CVM nº 480, tornou-se obrigatório que as companhias brasileiras de capital aberto evidenciassem sua estrutura de remuneração, exigindo a elaboração de um Formulário de Referência, que contenha todas as informações referentes às remunerações recebidas pelos executivos das companhias (VENTURA, 2013). Essa instrução garantiu uma melhor transparência dessas informações relativas à remuneração executiva, visto que, a falta de transparência pode ocasionar dúvidas aos investidores, já que esse ponto é visto como incentivo ao bom desempenho diante dos interesses da empresa (BENINI et al., 2017). Mesmo com a obrigação de divulgar, as informações disponíveis ainda são insuficientes, pois muitas empresas não disponibilizam ou não detalham corretamente (SILVA; CHIEN, 2013).

A remuneração pode ser fixa ou variável. A fixa é aquela paga periodicamente pelo trabalho exercido, definida entre o funcionário e a empresa. Já a variável é recebida em virtude do alcance de metas previamente acordada entre o funcionário e a empresa (KRAUTER, 2013). A legislação brasileira deixa a cargo da assembleia geral dos sócios a

responsabilidade de fixar a remuneração dos administradores, incluindo o conselho de administração e a diretoria executiva (BRANDÃO et al., 2019).

2.2 Teoria dos *Stakeholders* e Sustentabilidade Empresarial

Para a compreensão da sustentabilidade empresarial, parte-se, inicialmente, da interpretação da Teoria dos *Stakeholders*. Segundo Jensen (2001), os diretores devem basear suas decisões levando em consideração todos os interessados da firma. Sob a ótica dessa teoria, os diversos interessados na empresa fazem pressões sobre a corporação para satisfazer suas necessidades, em que direitos e deveres devem fluir nos dois sentidos (FREQUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015). De acordo com Freeman e McVea (2001), os gestores buscam entender as preocupações dos *stakeholders*, para com isso, obter apoio destes, que é necessário para conseguir sucesso no longo prazo.

Nessa perspectiva, as organizações podem atingir a sustentabilidade se observarem três dimensões: a econômica, a social e a ambiental, formando o *Triple Bottom Line* - o Tripé da Sustentabilidade (ELKINGTON, 2001). A dimensão econômica pressupõe que as empresas sejam economicamente viáveis, e que propiciem condições de trabalho dignas aos seus funcionários, respeitando as diversidades culturais, observando assim a dimensão social, e a dimensão ambiental exige respeito ao meio ambiente e uma gestão eficiente de seus recursos (MIECOANSKI; PALAVECINI, 2017).

Para Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017), o avanço da sustentabilidade empresarial está relacionado às mudanças ocorridas no mercado de capitais, e que alguns fatos históricos contribuíram para essa evolução, como o acidente nuclear de Chernobyl, em 1986. Após acontecimentos como este, foi elaborado o Relatório de Brundtland, no ano de 1988, que lançou alguns conceitos sobre sustentabilidade; Escândalos repercutidos mundialmente, como a derrocada de grupos econômicos (Enron, Union Carbide e WorldCom), ocasionaram por parte dos investidores desconfiância da integridade dos resultados financeiros (GUIMARÃES; PEIXOTO; CARVALHO, 2017).

Nesta perspectiva, Nossa, Rodrigues e Nossa (2017), argumentam que o surgimento do conceito de sustentabilidade está relacionado ao conceito de desenvolvimento sustentável, que surgiu de um cenário preocupante em virtude dos impactos produtivos das ações humanas no meio ambiente e da escassez dos recursos naturais. Para Freguete, Nossa e Funchal (2015), a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tem vínculo direto com a sustentabilidade de longo prazo das empresas, pois as empresas que se envolvem socialmente, têm resultados positivos no longo prazo, como, uma boa *performance*, relação mais fiel com as partes interessadas e a redução de alguns tipos de riscos.

Mesmo havendo dificuldade em ter uma definição única, o mercado encontrou formas de anunciar práticas de sustentabilidade empresarial, vinculando essa relação entre sustentabilidade e reputação das empresas (NOSSA; RODRIGUES; NOSSA, 2017). Diante do exposto, índices foram surgindo, como o *FTSE4Good* da bolsa de Londres, em 2001; o *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI) da Bolsa de Nova York (EUA), em 1999; e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), da bolsa de São Paulo, no Brasil, em 2005 (NASCIMENTO et al., 2018).

O ISE é um índice que mede o retorno total de uma carteira de ações de empresas comprometidas com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial. As ações selecionadas são as mais negociadas na B3 referente a termos de liquidez. Para integrar o ISE, as ações devem atender, conjuntamente, aos seguintes critérios: (i) ser uma das ações com maior índice de negociabilidade, apurados nos doze meses anteriores ao início do processo de reavaliação; (ii) ter sido negociada em pelo menos 50% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores ao início do processo de reavaliação; e (iii) atender aos critérios de sustentabilidade referendados pelo Conselho do ISE (ISE, 2018).

O objetivo do ISE é proporcionar um ambiente de investimentos sustentável que proporcione ao acionista segurança no longo prazo (GUIMARÃES; PEIXOTO; CARVALHO, 2017). Para participar do ISE, as empresas tem que atenderem ao pré-requisito de liquidez, em ser emissora de uma das 200 ações mais líquidas da Bovespa, que é um critério básico

para que os fundos sejam capazes de replicar o índice, e assim negociar ações destas empresas (GARCIA; ORSATO, 2013). O ISE mede o retorno médio de uma carteira composta por até 40 empresas comprometidas com a sustentabilidade empresarial (MELO; MANHÃES; MACEDO, 2012).

A metodologia de avaliação é um questionário com as seguintes dimensões: natureza do produto; geral; governança corporativa; social; econômico-financeira; ambiental; e mudanças climáticas; onde, cada uma dessas dimensões possui os seus critérios específicos de avaliação, de forma que o ISE seja mais do que um indicador de retorno financeiro, isto é, seja capaz de traduzir uma gestão sustentável (ISE, 2018). Conforme Garcia e Orsato (2013), nas respostas desses questionários, as empresas devem adotar a filosofia da sustentabilidade, um processo de médio e longo prazo, que inicialmente envolve custos de realocação de recursos e que pode afetar negativamente o desempenho financeiro da empresa em curto prazo.

2.3 Estudos empíricos anteriores correlatos ao tema

É notório o interesse nos últimos anos pela discussão do assunto remuneração executiva, declarados em pesquisas no âmbito nacional e internacional. Estudos que tratam da temática sustentabilidade empresarial também têm sido exteriorizados, no intuito de alcançar melhores resultados econômicos e sociais para todos os envolvidos com a empresa. Dessa forma, nesta seção serão abordados os principais estudos sobre os constructos remuneração executiva e sustentabilidade empresarial, além de evidenciar pesquisas que relacionaram as temáticas.

Quadro 1 – Estudos empíricos sobre remuneração executiva e sustentabilidade empresarial

Autor (ano)	Objetivos	Resultados
Melo, Manhães e Macedo (2012)	Analisar se o comportamento socioambiental responsável de empresas participantes do ISE é capaz de gerar impactos financeiros.	Os resultados mostraram que não há diferenças entre os Índices do ISE, do Ibovespa, do IBrX, do IBrX-50 e do IGC no período estudado.
Garcia e Orsato (2013)	Avaliar se a participação no ISE da BM&FBOVESPA aumenta o valor da empresa.	Não há correlação entre a participação no ISE impactar no valor das ações.
Krauter (2013)	Investigar a relação entre a remuneração executiva e o desempenho financeiro das empresas brasileiras.	Há relação significativa entre remuneração financeira e desempenho financeiro e entre remuneração não financeira e desempenho financeiro.
Lameira et al. (2013)	Testar a relação entre a empresa participar do ISE com indicadores de qualidade de sua gestão.	As melhores práticas de sustentabilidade estão associadas a melhores desempenhos, maiores valores e menores riscos.
Todeschini e Mello (2013)	Verificar se as empresas do setor de energia elétrica, participantes do ISE, possuem desempenho melhor do que as empresas do mesmo setor que não participam do ISE.	Os resultados mostram que participar do ISE pode ter contribuído para o melhor desempenho financeiro das empresas, no entanto, as informações sobre sustentabilidade divulgadas pelas mesmas ainda deixam a desejar.

Ventura (2013)	Mostrar o impacto das características das empresas e dos indicadores de desempenho no tocante à remuneração executiva, confrontando, também, com os níveis de Governança Corporativa.	O tamanho da empresa mostrou relação com a remuneração executiva. O valor por ação e o retorno do patrimônio líquido foram relevantes na remuneração executiva. Em contraponto, a remuneração independe do nível de Governança Corporativa.
Martins Filho et al. (2015)	Verificar o impacto no valor das ações das empresas, diante da entrada ou saída destas das carteiras do ISE.	Houve impacto positivo nos preços das ações de algumas empresas em virtude da entrada e saída do ISE, em todas as edições, quando analisadas de forma individual, por setor e por carteira.
Mass e Rosendaal (2016)	Investigar se as empresas utilizam metas de sustentabilidade na remuneração dos executivos, quais são as características dessas metas e se elas diferem entre continentes e setores.	As empresas australianas e canadenses adotam metas de sustentabilidade para remunerar seus executivos, respectivamente 56% e 55%. As empresas dos países escandinavos ganham relativamente menos. A França e a Alemanha também adotam metas, onde apenas 20% das empresas fazem. Holanda, Noruega e EUA incluem metas menores que a média.
Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017)	Identificar a influência da sustentabilidade empresarial na compensação dos gestores das empresas brasileiras não financeiras da BM&FBOVESPA.	As empresas mais sustentáveis tendem a conceder maiores remunerações aos seus gestores, corroborando a Teoria dos Stakeholders.
Flammer, Hong e Minor (2019)	Examinar a eficácia e as implicações da integração de critérios de desempenho ambiental e social na remuneração executiva.	Os resultados indicaram que a adoção de sistemas de incentivos e remunerações a executivos leva a um aumento do valor da empresa no longo prazo e aumento da responsabilidade social corporativa.

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

É perceptível uma escassez na literatura tanto nacional quanto internacional sobre esses dois temas de forma integrada. Há poucos estudos empíricos sobre remuneração e sustentabilidade, juntos, o que justifica a presente pesquisa, mostrando seu diferencial perante os demais autores.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa realizada, tem como objetivo analisar a relação entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial em companhias listadas na B3 S.A, é classificada quanto aos seguintes aspectos: (i) pela forma de abordagem do problema, (ii) de acordo com seus objetivos e (iii) com base nos procedimentos técnicos utilizados.

Com relação à forma de abordagem do problema, caracteriza-se como quantitativa, com abordagem empírico-analítica, adotando-se o emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta como na análise de dados, buscando encontrar relação entre as características de governança corporativa, sustentabilidade empresarial e remuneração

executiva (SAMPIERE; COLLADO; LUCIO, 2005). Quanto aos objetivos, a presente pesquisa se classifica como descritiva, por analisar características de determinado grupo de empresas e por estabelecer correlações entre duas variáveis: sustentabilidade empresarial e remuneração executiva (FORTE, 2004). Quanto aos procedimentos técnicos adotados, trata-se de pesquisa documental, pois foram utilizados dados secundários extraídos do banco de dados Economática® e do Formulário de Referência das empresas, disponibilizados no *website* da B3, e também de informações contidas no ISE (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Os dados referem-se aos exercícios sociais de 2015 a 2018, e foram coletados em 2019.

A população-alvo do estudo reúne as 100 companhias abertas com maior valor de mercado listadas na B3, no período de 2015 a 2018, resultando em uma amostra final de 92 empresas, após oito serem excluídas por não conter dados suficientes para as análises, de acordo com dados extraídos da base Economática®. Foi analisado o conteúdo do Formulário de Referência (FR) das empresas, disponibilizado no *website* da B3, de onde foram extraídos os dados sobre a remuneração executiva, além de informações contidas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Com o intuito de atender ao objetivo proposto, a amostra foi dividida em dois grupos: (i) empresas sustentáveis – com base na participação no ISE; e (ii) empresas não sustentáveis – as que não participam do índice em análise (CARVALHAL; TAVARES, 2013; GUIMARÃES; PEIXOTO; CARVALHO, 2017). A variável dependente (sustentabilidade empresarial) é dicotômica (*dummy*), na qual foi atribuído 0 (zero) para as empresas não sustentáveis – as que não possuem participação no ISE – e 1 (um) para as empresas sustentáveis – as que possuem participação no ISE. Concluída esta etapa, e de posse dos dados relativos aos dois constructos teóricos confrontados nesta pesquisa, foi desenvolvido o tratamento quantitativo dos dados, utilizando-se das seguintes técnicas: estatística descritiva, teste de médias e análise de correspondência múltipla (ACM).

O Quadro 2 traz a variável independente, sua métrica, a fonte de coleta dos dados e a base teórica que dá suporte à utilização das medidas como representativas do constructo remuneração executiva.

Quadro 2 – Variável Independente – Remuneração Executiva

Variável	Métrica	Fonte	Fundamentação
Remuneração Total (RT)	Remuneração fixa + variável dos executivos	Formulário de Referência	Brandão et al. (2019), Correia, Amaral e Louvet (2014), Krauter (2013).

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Como demanda para atender ao objetivo da pesquisa, o Quadro 3 evidencia a variável dependente, sua métrica, a fonte de coleta dos dados e a base teórica que dá suporte à utilização da medida como representativa do constructo sustentabilidade empresarial.

Quadro 3 – Variável Dependente – Sustentabilidade Empresarial

Variável	Métrica	Fonte	Fundamentação
Sustentabilidade Empresarial	<i>Dummy</i> 0 e 1 se as empresas estão listadas no ISE da B3	ISE	Nascimento et al. (2018), Freguete, Nossa e Funchal (2015), Lameira et al. (2013).

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

No estudo foram ainda incrementadas algumas medidas de controle para neutralizar efeitos que também possam impactar a análise, conforme Quadro 4.

Quadro 4 – Variáveis de Controle

Variável	Métrica	Fonte	Fundamentação
Tamanho	LN (Ativo Total)	Economática®	Brandão (2019), Nascimento et al. (2018), Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017).
Endividamento	Exigível/Ativo Total	Economática®	Nascimento et al. (2018), Souza, Cardoso e Vieira (2017), Mazzioni et al. (2015).
Participação no Novo Mercado	<i>Dummy</i> 1 para empresas listadas no Novo Mercado e 0 para as que estão listadas nos outros níveis e no mercado tradicional.	Formulário de Referência (FR)	Nascimento et al. (2018), Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017), Silva e Chien (2013).
Presença de Comitê de Sustentabilidade	<i>Dummy</i> 1 para empresas que possuem Comitê de Sustentabilidade e 0 para as que não possuem Comitê de Sustentabilidade.	Formulário de Referência (FR)	Nascimento et al. (2018), Bomfim, Teixeira e Monte (2015), Michelin e Parbonetti (2012).

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Como forma de complementar os resultados, para investigar a associação entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa, foi empregue a técnica de Análise de Correspondência Múltipla (ACM). Fávero et al. (2009, p. 272) expõem que a Análise de Correspondência “é uma técnica que exhibe as associações entre um conjunto de variáveis categóricas não métricas em um mapa perceptual, permitindo, dessa forma, um exame visual de qualquer padrão ou estrutura nos dados”.

Na ACM, as associações entre as variáveis são inferidas de acordo com as suas respectivas posições no mapa perceptual e a análise desse mapa ocorre através do exame das relações de proximidade geométrica das categorias das variáveis (FÁVERO et al., 2009). Pelo fato da ACM utilizar variáveis não-métricas, os dados de remuneração executiva foram transformados em elementos não-métricos por agrupamento. Tal transformação foi efetuada conforme as medidas quartílicas e os grupos foram formados a partir da consideração do ponto de corte de cada quartil, classificados em baixo, médio-baixo, médio-alto e alto, conforme o Quadro 5.

Quadro 5 - Caracterização de variáveis não-métricas para a ACM

Quartil	Intervalos	Categorização
1º	Valor mínimo ao 24º percentil	Baixo
2º	25º percentil ao 49º percentil	Médio-baixo
3º	50º percentil ao 74º percentil	Médio-alto
4º	75º percentil ao valor máximo	Alto

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

A sustentabilidade empresarial é caracterizada em dois grupos: empresas sustentáveis e empresas não sustentáveis. A governança corporativa, por sua vez, é

analisada pelos segmentos de listagem da B3: Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Para a operacionalização da ACM, deve-se inicialmente realizar o Teste Qui-Quadrado para averiguar a dependência entre as variáveis, porquanto a relação de dependência consiste em um requisito indispensável para a operacionalização do teste. Dessa forma, deverá ser rejeitada a hipótese nula do teste, de que não existe associação entre as variáveis, para que a técnica seja aplicada. Posteriormente, aplica-se o teste ACM propriamente dito, buscando averiguar a associação entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa nas empresas da amostra.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Para o alcance dos objetivos, inicialmente, na Tabela 1, expõe-se a distribuição dos dois grupos considerados na pesquisa, por setor de atuação, conforme a classificação setorial da B3.

Tabela 1 – Distribuição da amostra do estudo, por setor de atuação

Setor de atuação	Grupo 1 - Sustentáveis	Grupo 2 - Não sustentáveis	Total
Bens industriais	14	10	24
Consumo cíclico	14	66	80
Consumo não cíclico	7	29	36
Financeiro	23	41	64
Materiais básicos	14	22	36
Petróleo, Gás e Biocombust.	0	16	16
Saúde	4	24	28
Tecnologia da informação	0	4	4
Telecomunicações	8	0	8
Utilidade pública	19	53	72
Total	103	265	368

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

A partir da Tabela 1, observa-se que 103 empresas são pertencentes ao Grupo 1 – Empresas sustentáveis, enquanto 265 pertencem ao Grupo 2 – Empresas não sustentáveis. Verifica-se também que o setor financeiro reúne 23 empresas no Grupo 1, sendo o segmento com o maior número de empresas sustentáveis, seguido do setor utilidade pública, com 19. Esses achados corroboram alguns estudos, como o de Tonolli, Rover e Ferreira (2017) ao concluíram que o setor utilidade pública é o mais representativo das empresas participantes do ISE, seguido do setor financeiro. Já Nascimento et al. (2018) e Lima et al. (2015), em seus respectivos estudos, identificaram o setor utilidade pública como mais sustentável, seguido do setor consumo cíclico.

Dessa forma, observa-se que o setor de utilidade pública sempre se encontra entre os mais sustentáveis. De acordo com Todeschini e Mello (2013) as empresas do setor utilidade pública causam impactos socioambientais significativos, e por isso, a grande parte buscam praticar ações de sustentabilidade empresarial, sendo uma delas participar do ISE, e com isso, atinge melhor desempenho empresarial em relação às empresas não participantes do ISE. Esse setor também apresenta maior divulgação quanto aos seus investimentos ambientais, conforme destaca Cavalcanti et al. (2009).

Para atingir o objetivo geral da pesquisa, que consiste em analisar a relação entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial em companhias listadas na B3 S.A, primeiramente procedeu-se a estatística descritiva das variáveis analisadas, por grupo empresarial: remuneração executiva, tamanho, endividamento, governança corporativa e comitê de sustentabilidade (Tabela 2).

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis

Variável		Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coeficiente de Variação
Remuneração Executiva	Sustentáveis	17,3538	1,2418	15,2624	20,5409	1,542
	Não Sustentáveis	16,7724	0,9114	13,8497	19,9031	0,830
Tamanho	Sustentáveis	17,5369	1,6727	14,9161	21,2238	2,798
	Não Sustentáveis	16,3817	1,2880	13,6576	20,6181	1,659
Endividamento	Sustentáveis	15,7513	0,834	13,4562	18,3005	0,747
	Não Sustentáveis	15,1284	1,302	12,4336	17,3055	1,655
GC	Sustentáveis	0,92	0,269	0	1	0,072
	Não Sustentáveis	0,86	0,343	0	1	0,118
COMSUST	Sustentáveis	0,33	0,473	0	1	0,223
	Não Sustentáveis	0,09	0,293	0	1	0,86

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Para a variável remuneração executiva, na Tabela 2, verifica-se, em média, a maior remuneração entre empresas sustentáveis (17,35%). Os achados corroboram estudos internacionais e nacionais, quando confirma que há relação positiva entre as variáveis sustentabilidade empresarial e remuneração executiva (FLAMMER; HONG; MINOR, 2019; GUIMARÃES; PEIXOTO; CARVAHO, 2017), inferindo-se que as empresas sustentáveis concedem maiores remunerações aos seus gestores.

Observou-se também a presença de maior tamanho entre as empresas sustentáveis (17,53%), resultado encontrado também por outros autores (NASCIMENTO et al., 2018; BONFIM; TEIXEIRA; MONTE, 2015; NUNES et al., 2010). Estudiosos encontraram relação positiva entre remuneração executiva e a variável tamanho da empresa (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014; SILVA; CHIEN, 2013; CONYON; HE, 2011). Benini et al. (2017) complementa ainda que, as empresas de maior tamanho têm maior tendência a divulgar informações econômicas e socioambientais do que as organizações de menor porte.

Quanto à estrutura de capital, percebe-se maior endividamento entre as empresas sustentáveis, corroborando o estudo de Tonolli, Rover e Ferreira (2017), que de acordo com seus achados, as empresas participantes do ISE apresentem maior endividamento. No entanto, esse resultado diverge do encontrado por Nascimento et al. (2018), ao afirmarem de acordo com sua pesquisa que as empresas sustentáveis apresentam menor endividamento, comparadas às empresas não sustentáveis.

Em relação à participação nos níveis diferenciados de governança corporativa, verifica-se a maior média do grupo de empresas sustentáveis. Neste sentido, Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017) sugerem que a remuneração dos diretores é justificada por meio dos instrumentos de governança corporativa. Por fim, quanto a presença de Comitê de Sustentabilidade nas companhias, constata-se maior média no grupo de empresas sustentáveis. Este resultado alinha-se aos achados de Bonfim, Teixeira e Monte (2015), em que a variável comitê de sustentabilidade apresenta-se estatisticamente relacionada positivamente com a divulgação de informações por parte das companhias.

Dessa forma, verifica-se que as empresas sustentáveis remuneram melhor seus diretores, são maiores, mais endividadas que as empresas não sustentáveis, possuem maior governança corporativa e possuem comitê de sustentabilidade. Vale salientar que, para a variável remuneração executiva, a dispersão de dados, indicada pelo coeficiente de variação, é maior nas empresas sustentáveis, indicando que a variação da remuneração executiva é maior nesse grupo de empresas.

Para analisar diferenças significativas entre as variáveis das empresas sustentáveis e das não sustentáveis, aplicou-se o teste entre médias para amostras independentes de Mann-Whitney (Tabela 3). Através dos testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, certificou-se que quase nenhuma das variáveis apresentou distribuição normal, já que o p-valor dos testes foi inferior a 0,05, justificando-se, assim, a utilização do teste não paramétrico.

Tabela 3 – Teste não paramétrico de Mann-Whitney

Remuneração Executiva	Nº de empresas	Mann-Whitney	Wilcoxon W	Asymp. Sig. (2-tailed)
Grupo 1 – Empresas Sustentáveis	103			
Grupo 2 – Empresas Não Sustent.	265	17.340,0	22.296,0	0,000 (*)

(*) Significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Com base nos resultados exibidos na Tabela 3, nota-se que há diferenças significativas entre as empresas sustentáveis e as empresas não sustentáveis quanto à variável remuneração executiva, ou seja, os resultados sugerem que nas empresas sustentáveis ocorre uma maior remuneração executiva. Esse resultado corrobora os achados da literatura nacional e internacional, como o estudo de Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017), ao evidenciar que as empresas sustentáveis remuneram melhor seus diretores, e o de Flammer, Hong e Minor (2019), que enfatizam que empresas que adotam sistemas de incentivos e remunerações aos seus executivos, aumentam seu valor no longo prazo e sua responsabilidade social corporativa.

Para atingir o objetivo de verificar a associação entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa, foi empregue a técnica de Análise de Correspondência Múltipla (ACM). Para tanto, foi necessário categorizar tais variáveis. A remuneração executiva foi categorizada em quatro classes, construídas a partir dos quartis: Baixo, Médio-baixo, Médio-alto e Alto. A sustentabilidade empresarial foi caracterizada em dois grupos: empresas sustentáveis e empresas não sustentáveis. A governança corporativa, por sua vez, foi analisada pelos segmentos de listagem da B3: Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Após a realização desse procedimento, realizaram-se os testes de Qui-quadrado para inferir acerca da relação entre as variáveis utilizadas na pesquisa, atestando a viabilidade da aplicação e execução da ACM. A Tabela 4 apresenta os resultados do teste Qui-quadrado realizado para cada análise de correspondência.

Tabela 4 – Teste Qui-quadrado

Correspondência	Teste Qui-Quadrado	
	Estatística	Sig.
Remuneração x Sustentabilidade	18,161	0,000*
GC x Sustentabilidade	12,005	0,007*

(*) Significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Nota-se, a partir da Tabela 4, que os resultados indicam significância estatística a um nível inferior a 1%. Desse modo, há indícios que levam a rejeição da hipótese nula de independência das variáveis, indicando a viabilidade de execução da ACM. A Tabela 5 mostra o cruzamento da quantidade de observações referentes à remuneração executiva e à sustentabilidade empresarial, objeto deste estudo.

Tabela 5 – Tabela cruzada entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial

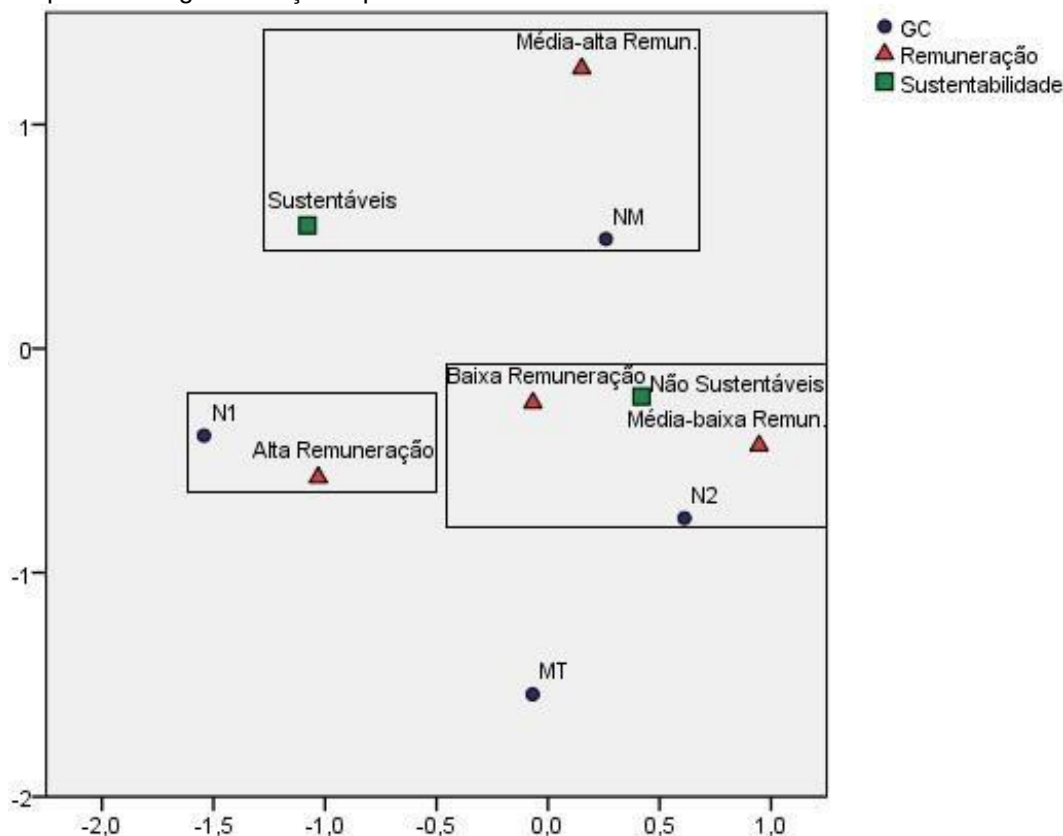
Remuneração Executiva	Sustentabilidade Empresarial		Total
	Não Sustentáveis	Sustentáveis	
Baixa	68	24	92
Média-baixa	80	12	92
Média-alta	62	30	92
Alta	55	37	92
Total	265	103	368

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Nota-se que das 103 empresas sustentáveis, a maioria está concentrada nos grupos alta e média-alta remuneração, 37 e 30, respectivamente. Já as empresas não sustentáveis, das 265, mais da metade estão concentradas na baixa e média-baixa remuneração.

A ACM possibilita a verificação de similaridades e diferenças entre as categorias analisadas bem como a construção do mapa perceptual, o qual propicia a visualização das relações entre as duas características em análise. Dessa forma, apresenta-se na Figura 1, o resultado da análise de correspondência, por meio do mapa perceptual entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa.

Figura 1 – Mapa perceptual da associação entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa.



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

No mapa da Figura 1, verifica-se que as empresas com baixa e média-baixa remuneração estão associadas ao grupo daquelas não sustentáveis e que pertencem ao segmento Nível 2 da B3. Por sua vez, as empresas com média-alta remuneração estão associadas ao segmento Novo Mercado da B3, e referem-se às empresas sustentáveis. Por fim, as empresas com alta remuneração não apontaram associação com nenhum dos grupos empresariais, porém, são pertencentes ao segmento Nível 1 da B3.

Em linhas gerais, os dados sugerem uma associação positiva entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa. Há de se destacar, ainda, que segundo alguns estudos, empresas que melhor remuneram seus executivos possuem melhor governança (TONOLLI; ROVER; FERREIRA, 2017; SILVA; CHIEN, 2013), medida pela variável NM, que avalia se as empresas estão ou não listadas no Novo Mercado da B3 (Benini et al., 2017; GUIMARÃES; PEIXOTO; CARVALHO, 2017).

Esses achados corroboram ainda os estudos de Correia, Amaral e Louvet (2014) e Pinto e Leal (2013), ao apontarem que a remuneração executiva pode ser justificada através de instrumentos de governança corporativa. A associação positiva entre remuneração executiva e sustentabilidade empresarial também foi encontrada no estudo de Guimarães,

Peixoto e Carvalho (2017) ao atestar que as empresas envolvidas na sustentabilidade tendem a conceder maiores remunerações aos seus gestores.

Desta forma, pode-se afirmar que os achados do presente estudo indicam que as companhias sustentáveis se preocupam com a geração de valor em longo prazo da firma, buscando diminuir os conflitos de agência através de maiores remunerações aos seus gestores, confirmando os prognósticos da Teoria da Agência e da Teoria dos *Stakeholders*.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa é justificada através da Teoria da Agência, que infere que os diretores podem agir com interesse privado, ocasionando conflitos, os quais podem ser mitigados por meio diversos incentivos, dentre os quais, maiores remunerações aos mesmos; fundamenta-se também pela Teoria dos *Stakeholders*, que defende que a empresa necessita atender aos interesses dos diversos usuários, para alcançar o valor em longo prazo. Desta forma, o objetivo geral deste artigo foi analisar a relação entre a remuneração executiva e a sustentabilidade empresarial em companhias listadas na B3 S.A, no período de 2015 a 2018. Por meio da análise descritiva, verificou-se que as empresas sustentáveis – as que participam do ISE – remuneram melhor seus diretores, evidenciando uma média de remuneração executiva de 17,35%, superior à média das empresas não sustentáveis, corroborando estudos empíricos nacionais e internacionais. Ainda por meio da análise descritiva, notou-se que os setores financeiro e utilidade pública são os que possuem maior número de empresas sustentáveis, respectivamente.

Em linhas gerais, os resultados do teste de diferenças entre médias revelaram que há diferenças significativas entre as empresas sustentáveis e as empresas não sustentáveis no que tange à variável remuneração executiva, ou seja, os resultados sugerem que nas empresas sustentáveis ocorre uma maior remuneração executiva. Esse resultado corrobora os achados da literatura nacional, como o estudo de Guimarães, Peixoto e Carvalho (2017) ao evidenciar que as empresas sustentáveis remuneram melhor seus diretores, corrobora também achados internacionais, pois através dessa relação positiva entre remuneração executiva e sustentabilidade empresarial, há um aumento do valor da empresa e da responsabilidade social corporativa (FLAMMER; HONG; MINOR, 2019).

Através da Análise de Correspondência Múltipla (ACM), foi confirmada a associação positiva entre remuneração executiva, sustentabilidade empresarial e governança corporativa. Logo, pode-se afirmar que a adoção de melhores práticas de governança contribui para o bem-estar dos *stakeholders*, e, conseqüentemente, contribui para uma maior preocupação com as políticas de sustentabilidade empresarial.

Dessa forma, os objetivos propostos nesta pesquisa foram atingidos, haja vista que trazem implicações para a compreensão da remuneração executiva e para a sustentabilidade empresarial no mercado de capitais brasileiro. Desta maneira, pela ótica da Teoria dos *Stakeholders*, este estudo, especialmente para o caso das empresas brasileiras, sinaliza que as empresas se preocupam com os interesses de todos os *stakeholders*.

Ressalte-se que a correlação entre os dois temas – remuneração executiva e sustentabilidade empresarial – foi vista tanto sob o enfoque teórico quanto sob o empírico, na medida em que, ao se confrontar as empresas sustentáveis com as empresas não sustentáveis, identificaram-se diferenças significantes no tocante à remuneração executiva, revelando-se assim que as empresas sustentáveis têm maior probabilidade de remunerar melhor seus diretores.

Apesar disso, o estudo apresenta algumas limitações, como a amostra reduzida, ao se utilizar somente as 100 empresas de maior valor de mercado, em um período de 4 anos; portanto, sugere-se para futuras pesquisas aumentar a amostra para todas as empresas listadas na B3 e aumentar o lapso temporal, além de utilizar outros testes estatísticos, como também outros índices ou *rankings* de sustentabilidade para ampliar a amostra de empresas

sustentáveis, para além das participantes do ISE; ainda, pode-se avaliar se existe relação entre a sustentabilidade empresarial com outros mecanismos internos de governança corporativa, como o conselho de administração, proteção dos acionistas minoritários, estrutura de propriedade e de controle, e transparência das informações publicadas.

REFERÊNCIAS

BENINI, D. R.; BIANCHI, M.; MACHADO, D. G.; MENEZES, G. R. Governança corporativa e remuneração dos executivos: um estudo das empresas que compõem o Índice Brasil 100 da BM&FBOVESPA. **Revista Espacios**, v. 38, n. 34, p. 27-37, 2017.

BOMFIM, E. T.; TEIXEIRA, W. S.; MONTE, P. A. Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 6-28, jan./abr. 2015.

BRANDÃO, I. F.; VASCONCELOS, A. C.; 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 – USP**, São Paulo, v. 30, n. 79, p. 28-41, jan./abr. 2019.

CARVALHAL, A.; TAVARES, E. Does social responsibility enhance firm value and return in Brazil? **Corporate Ownership & Control**, v. 10, n. 2, p. 253-258, 2013.

CAVALCANTI, G. H.; ALMEIDA, K. K. N.; ALMEIDA, S. R.; LIMEIRA, M. P. Divulgação de informações contábeis ambientais das empresas brasileiras do setor de utilidade pública: um estudo sobre o grau de aderência às normas brasileiras de contabilidade. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, p. 104-118, jul./dez. 2009.

CONYION, M.; HE, L. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1158-1175, sep. 2011.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v. 7, n. 1, p. 2-37, jan./abr. 2014.

ELKINGTON, J. **Canibais com garfo e faca**. Makron Books, 2001.

FÁVERO, L. P. L. *et al.* **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. São Paulo: Campus, 2009.

FLAMMER, C.; HONG, B.; MINOR, D. Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes. **Strategic Management Journal**, v. 40, n. 7, p. 1097-1122, jul. 2019.

FORTE, S. H. A. C. **Manual de elaboração de tese, dissertação e monografia**. Fortaleza: Universidade de Fortaleza, 2004.

FREGUETE, L. M.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 232-248, mar./abr. 2015.

FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. A Stakeholder Approach to Strategic Management. **Darden Business School**, University of Virginia, Working Paper n. 01-02. 2011.

GARCIA, A. S.; ORSATO, R. J. Índices de sustentabilidade empresarial: porque participar?. In: Encontro da ANPAD, 37, 2013, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: EnANPAD, 2013.

GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M.; CARVALHO, L. Sustentabilidade empresarial e governança corporativa: uma análise da relação do ISE da BM&FBovespa com a compensação dos gestores de empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 11, n. 2, p. 134-149, abr./jun. 2017.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo. IBGC, 2015.

ISE. **Índice de Sustentabilidade Empresarial**, 2018. Disponível em: <http://isebvmf.com.br>. Acesso em 07 fev. 2019.

JENSEN, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 7, n. 3, p. 259-273, jul./set. 2013.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; QUELHAS, O. L. G.; PEREIRA, R. G. Sustainability, value, performance and risk in the Brazilian capital markets. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 15, n. 46, p. 76-90, 2013.

LIMA, L. S.; DOMINGOS, S. R. M.; VASCONCELOS, A. C.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Reputação e qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 14, n. 2, p. 8-43, abr./jun. 2015.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M.; Governança Corporativa e Desempenho Econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão**, São Paulo, v. 22, n.2, p. 187-204, abr./jun. 2015.

MARTINS FILHO, O.; PASQUINI, E. S.; DOMINGOS, L. C.; TAMBOSI FILHO, E.; SANTOS, M. O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o impacto no valor das ações: um estudo de evento. **Revista Uniabeu**, Belford Roxo v. 8, n. 9, p. 176-192, mai./ago. 2015.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. N. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MASS, K.; ROSENDAAL, S. Sustainability targets in executive remuneration: targets, time frame, country and sector specification. **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 6, p. 390-401, sep. 2016.

MAZZIONI, S.; PRIGOL, V.; MOURA, G. D.; KLANN, R. C. Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 12, n. 27, p. 61-86, set./out. 2015.

MELO, R. A.; MANHÃES, J. V. P.; MACEDO, M. A. S. Desempenho do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da bolsa de valores de São Paulo sob a ótica do índice de sharpe. **Revista Economia & Gestão**, v. 12, n. 28, p. 75-104, jan./abr. 2012.

MICHELON, G.; PARBONETTI, A. The effect of corporate governance on sustainability disclosure. **Journal of Management Governance**, v. 16, n. 3, p. 477-509, 2012.

MIECOANSKI, F. R.; PALAVECINI, A. C. Rentabilidade e sustentabilidade empresarial dos bancos que negociam ações na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 7, n. 3, p. 76-85, set./dez. 2017.

NASCIMENTO, I. C. S.; PESSOA, A. F. P.; SANTOS, A. R. S.; VASCONCELOS, A. C. Participação Feminina no Conselho de Administração e a Sustentabilidade Empresarial. In: Encontro da ANPAD, 2018, Curitiba. **Anais eletrônicos...** Curitiba: EnANPAD, 2018.

NOSSA, V.; RODRIGUES, V. R. S.; NOSSA, S. N. O que se tem pesquisado sobre Sustentabilidade e sua Evidenciação?. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 11, n. 5, p. 87-105, 2017.

NUNES, J. G.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; GALDI, F. C. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&FBovespa de sustentabilidade empresarial. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328-340, out./dez. 2010.

PINTO, M. B., LEAL, R. P. C. Ownership Concentration, Top Management and Board Compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

SAMPIERE, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2013.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SOUZA, P. V. S.; CARDOSO, R. L.; VIEIRA, S. S. C. Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. **Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 23, n. Especial, p. 4-28, dez. 2017.

TODESCHINI, C.; MELLO, G. R. Rentabilidade e sustentabilidade empresarial das empresas do setor de energia. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 5, n. 3, p. 33-46, set./dez. 2013.

TONOLLI, B. B.; ROVER, S.; FERREIRA, D. D. M. Influência dos investimentos ambientais e dos indicadores econômico-financeiros na seleção de empresas para compor o índice de sustentabilidade empresarial – ISE. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 16, n. 48, p. 69-85, maio./ago. 2017.

VENTURA, A. F. A. **Remuneração Executiva, Governança Corporativa E Desempenho: uma análise nas empresas listadas na bm&fbovespa**. 2013. 72 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa, 2013.