



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Remuneração dos Executivos, ESG (*Environmental, Social and Governance*) e Desempenho de Empresas brasileiras Familiares e não Familiares

LARISSA DEGENHART

Universidade Federal de Santa Maria (UFSM)

YVELISE GIACOMELLO PICCININ

Universidade Federal de Santa Maria (UFSM)

JONAS ADRIEL DOS SANTOS GRODT

Universidade Federal de Santa Maria (UFSM)

Resumo

Este artigo objetivou analisar a relação da remuneração dos executivos com o desempenho econômico-financeiro, ESG (fatores ambientais, sociais e de governança) e a política de investimentos em empresas brasileiras familiares e não familiares listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A pesquisa caracteriza-se como quantitativa, descritiva e documental. O período de análise compreendeu 2015 a 2020, em uma amostra desbalanceada de 97 empresas, sendo 37 familiares e 60 não familiares. Os resultados revelaram que a remuneração variável de curto e longo prazo dos executivos apresenta relação com o desempenho e ESG. Por outro lado, esta remuneração não apresentou efeitos na política de investimentos das empresas analisadas. A remuneração variável de longo prazo se relacionou negativamente com o desempenho (ROA), ESG, score ambiental e social, contudo, este efeito é revertido (positivo) para as empresas não familiares. Estes resultados sugerem que nas empresas não familiares quanto maior é a remuneração variável de longo prazo dos diretores executivos, maior tende a ser o retorno sobre os ativos, desempenho geral ESG e de forma individual os aspectos ambientais e sociais. Conclui-se que a remuneração variável dos executivos pode ser considerada um meio para alinhar os interesses das partes interessadas em empresas familiares e não familiares e promover a Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Esta pesquisa contribui ao apresentar novos *insights* sobre os efeitos da remuneração dos executivos no desempenho, divulgação ESG e política de investimentos de empresas familiares e não familiares. Além disso, contribui por evidenciar que os efeitos da remuneração dos executivos no nível de divulgação ESG são incipientes na literatura nacional e, principalmente, no contexto de empresas familiares. Os resultados podem ser úteis para os gestores desenvolverem estratégias voltadas a incorporação de práticas ESG, visto que estas tendem a minimizar os conflitos de agência e beneficiar a empresa, meio ambiente e sociedade em geral.

Palavras-chave: Remuneração dos Executivos, Desempenho Econômico-Financeiro, ESG.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1 Introdução

A remuneração dos executivos e o desempenho das empresas geram discussões interessantes (Okafor & Ujah, 2020), sendo utilizada como mecanismo para alinhar interesses e mitigar problemas de agência (Murphy, 1999; Santos & Silva, 2019; Souza et al., 2017). A Teoria da Agência aborda a separação entre a função de administrar e a detenção da propriedade e, quando há divergências, ocasiona problemas e custos de agência entre o agente e o principal (Jensen & Meckling, 1976). Estes custos podem ser menores, a depender do tipo de empresa (familiares e não familiares) (Santos & Silva, 2019). Deste modo, o estudo da remuneração em empresas familiares e não familiares apresenta um campo promissor.

Para Saravanan et al. (2017), os executivos de empresas familiares, além de terem a missão de maximizar a riqueza dos acionistas, prezam pela sobrevivência da empresa no longo prazo. Estes gestores compreendem os valores da família e, por sua vez, passam essa imagem para a sociedade. A empresa familiar é baseada em emoções, nas quais o relacionamento e a lealdade ganham ênfase e possui questões singulares, uma vez que há uma influência natural entre os interesses familiares e comerciais (Saravanan et al., 2017). No que tange à média da remuneração de *CEOs* (*Chief Executive Officer*), Saravanan et al. (2017) perceberam que em empresas familiares esta é maior do que nas não familiares.

Com relação à remuneração do *CEO*, esta deve ser utilizada nas empresas a fim de mitigar os conflitos de agência (Aggarwal & Ghosh, 2015). Existem diversas formas de remunerar os *CEOs*: além da remuneração fixa e variável, há também aspectos longitudinais de curto e longo prazo (Ermel & Monte, 2018). Há remunerações ligadas ao desempenho do *CEO*, como aquelas atreladas ao cumprimento de metas ou de resultados (Murphy, 1999). Delimitar parte da remuneração a aspectos variáveis, como o desempenho, pode ser uma das maneiras para suavizar problemas de agência, ao dar congruência aos interesses de acionistas e *CEOs* (Aggarwal & Ghosh, 2015). Oferecer incentivos variáveis pode ensejar a realização de um comportamento mais ideal do *CEO* frente às questões almejadas por acionistas, além de possibilitar o monitoramento das decisões gerenciais tomadas (Aggarwal & Ghosh, 2015). Um pacote remuneratório alinhado e atrativo, no curto e no longo prazo, e de acordo com as práticas mercantis, além de estabelecer com clareza as metas de desempenho, tende a mitigar conflitos entre agente e principal (Silva & Chien, 2013).

A remuneração dos *CEOs* e seus efeitos no desempenho instigam a academia, as organizações e até mesmo a mídia e as partes interessadas (Liang et al., 2018). No contexto de empresas familiares e não familiares, os achados de Saravanan et al. (2017) evidenciaram que há um impacto positivo e significativo da remuneração média dos executivos no desempenho nesses dois tipos de organizações. No entanto, os resultados apresentam evidências que as empresas não familiares são mais sensíveis ao pagamento pelo desempenho ao serem comparadas às empresas familiares; e nas empresas familiares, confirmou-se a visão de que a remuneração dos gestores diminui conforme aumenta a propriedade familiar.

Os efeitos da remuneração no desempenho econômico-financeiro foram analisados por Aguiar e Pimentel (2017), Beuren et al. (2020), Chrisman et al. (2017), Konraht et al. (2018), Kuo et al. (2014), Oliveira e Silva Júnior (2021), Saravanan et al. (2017), Santos e Silva (2019) e Tsao et al. (2015). Verificou-se também efeitos no desempenho de mercado (Aguiar & Pimentel, 2017; Oliveira & Silva Júnior, 2021; Kuo et al., 2014; Saravanan et al., 2017; Tsao et al., 2015), desempenho de RSC ou ESG (Cavallaro et al., 2018; Ferrel et al., 2016; Iatridis, 2018; Joubert, 2019; Okafor & Ujah, 2020) e política de investimentos (Beuren et al., 2020; Chen et al., 2017; Tsao et al., 2015; Zhou et al., 2021). Destaca-se que não foram identificados estudos nacionais que buscassem compreender os efeitos da remuneração variável dos executivos de curto e longo prazo no desempenho ESG em empresas familiares e



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

não familiares, o que constitui uma lacuna teórica que motivou o desenvolvimento desta pesquisa. Desta forma, busca-se preencher essa lacuna na literatura nacional.

Evidências encontradas na literatura revelaram resultados contraditórios no que tange à relação entre a compensação financeira dos CEOs e o desempenho das empresas, como por exemplo, resultados positivos (Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020; Chrisman et al., 2017; Kuo et al., 2014; Okafor & Ujah, 2020; Saravanan et al., 2017; Santos & Silva, 2019; Souza et al., 2017), negativos (Beuren et al., 2020; Duffhues & Kabir, 2008; Oliveira & Silva Júnior, 2021), e sem significância (Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020; Konraht et al., 2018; Silva & Chien, 2013; Souza et al., 2017). A inexistência de um consenso sobre os efeitos da remuneração no desempenho (econômico-financeiro, de mercado, ESG e políticas de investimentos), atrelados aos conflitos de agência, possibilitam a realização de estudos abrangentes (De Wet, 2012; Leite & Hein, 2019) e motivam a realização desta pesquisa.

Nas empresas, a remuneração em suas diferentes perspectivas, tende a delimitar os pesos dos indicadores de resultados esperados e aspectos estratégicos estabelecidos para dirimir os problemas de agência (Tsao et al., 2015). Portanto, presume-se a ocorrência de diferentes resultados em empresas familiares em relação às não familiares, visto que as empresas familiares se caracterizam pelo enfoque em resultados de longo prazo (Santos & Silva, 2019), fatores não financeiros, como perpetuação, reputação da empresa e identidade familiar (Berrone et al., 2010), além de serem mais engajadas a questões socioambientais do que as empresas não familiares (Van Gils et al., 2014). Por fim, empresas familiares são mais dependentes de recursos em P&D (Tsao et al., 2015).

A partir do contexto supracitado, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação da remuneração dos executivos com o desempenho econômico-financeiro (curto prazo), ESG (fatores ambientais, sociais e de governança) e a política de investimentos (longo prazo) em empresas brasileiras familiares e não familiares? Esta pesquisa objetiva analisar a relação da remuneração dos executivos com o desempenho econômico-financeiro, ESG e a política de investimentos em empresas brasileiras familiares e não familiares.

Justifica-se a realização desta pesquisa uma vez que as pesquisas nacionais relacionadas à remuneração dos CEOs são menos representativas que as pesquisas internacionais (Santos & Silva, 2019). No contexto internacional há muitos estudos que verificaram a relação entre remuneração e desempenho em empresas familiares em comparação às não familiares e, desta forma, vislumbra-se uma oportunidade de pesquisa em outros cenários, como o das empresas familiares e não familiares do Brasil, aprofundando esta temática (Santos & Silva, 2019). Outra justificativa consiste em compreender, à luz da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), como os efeitos da remuneração variável do *CEO* (de curto e longo prazo) influenciam os desempenhos: econômico-financeiro; social, ambiental e de governança (ESG) e a política de investimentos das empresas familiares e não familiares.

O estudo contribui para a teoria ao investigar novos fatores (ESG) que possam ser influenciados por incentivos remuneratórios, auxiliando na consolidação dos resultados obtidos na literatura sob os preceitos da Teoria da Agência. Como contribuição prática, visa-se estimular mecanismos de governança corporativa, congruência remuneratória (em especial, a variável) dos executivos aos interesses do principal em empresas familiares e não familiares, atenuando os conflitos de agência existentes no desempenho econômico-financeiro, ESG e na política de investimentos. Socialmente, espera-se incentivar a adoção de incentivos que impactem a RSC das organizações e assim, beneficie o meio ambiente, sociedade e empresas.

2 Fundamentação Teórica e Hipóteses da Pesquisa

2.1 Remuneração dos executivos e desempenho



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

A literatura sobre a remuneração de executivos defende dois vieses. O primeiro explicita que as escolhas dos executivos buscarão maximizar seus próprios rendimentos e não os dos acionistas (Goergen & Renneboog, 2011). A segunda corrente argumenta que os CEOs podem ter um efeito positivo e relevante no valor da empresa. Tal afirmação se fundamenta no fato de que, em um mercado competitivo, pagar salários mais elevados pode atrair executivos empenhados no desempenho da firma (Edmans & Gabaix, 2016; Goergen & Renneboog, 2011). A Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) busca fundamentar estas correntes ao explicitar que os conflitos de agência advêm das divergências das decisões do agente (gerente) em relação às decisões que maximizam o bem-estar do principal (acionistas). Mesmo que incentivos ajudem a resolver problemas de agência, uma aversão aos riscos gerenciais compromete o alinhamento e a determinação dos incentivos. Logo, os gerentes podem optar por medidas que reduzam as incertezas do desempenho da empresa, aumentam a riqueza gerada e mantenham seus empregos (Chen et al., 2015).

Portanto, o *mix* e o nível de remuneração são incentivos importantes de alinhamento de interesses do executivo com as preferências dos acionistas (Beuren et al., 2020; Combs et al., 2010). Muitas das configurações de remuneração tendem a depender do desempenho do CEO ou do desempenho do ambiente no qual se insere e, da situação intertemporal para a concessão da remuneração, que pode ser um horizonte de curto ou longo prazo (Murphy, 1999). Os mecanismos adotados pelas empresas buscam motivar o desempenho das atribuições com maestria, visando melhorar o desempenho (Duffhues & Kabir, 2008). Entretanto, apesar de décadas de pesquisa, ainda existem questões em aberto, como o efeito da remuneração sobre o desempenho das organizações (Edmans et al., 2017).

Dentre os diversos tipos de compensação oferecidos pelas empresas, os executivos tendem a optar por um salário fixo, mesmo que este seja uma pequena parcela da remuneração total, pela aversão ao risco (Murphy, 1999). A remuneração fixa seria uma posição de conforto que, apesar de reduzir os conflitos de agência, não incentiva os gestores a melhorarem e se tornarem mais eficientes nas suas ações (Ermel & Monte, 2018). Por outro lado, a remuneração variável incentiva o CEO a buscar a melhoria dos resultados da empresa na hipótese desta remuneração depender do desempenho organizacional (Ermel & Monte, 2018) e de sincronizar os seus interesses aos dos proprietários (Nascimento et al., 2013).

A remuneração também subdivide-se em curto prazo e longo prazo. Os retornos de curto prazo consistem no salário-base somado a qualquer plano de bônus que tenha como sua origem o desempenho (Goergen & Renneboog, 2011). A remuneração de longo prazo inclui opções de compra de ações, além de planos suplementares de aposentadoria executiva e pagamento de indenizações (Goergen & Renneboog, 2011). Portanto, aspectos de remuneração atrelados ao desempenho devem ser analisados em diferentes períodos. Contudo, os resultados de pesquisas anteriores são conflitantes ao demonstrar relações positivas, negativas e até mesmo inexistentes entre a remuneração executiva e o desempenho econômico e financeiro das empresas. Além disso, não há unanimidade entre o alinhamento adequado entre os conflitos de agência e os planos de remuneração, sendo um campo importante para pesquisas (De Wet, 2012; Leite & Hein, 2019).

Aguiar e Pimentel (2017) analisaram os impactos da remuneração (média e a variável média de curto e longo prazo) no ROE, *price-to-book* e retorno total das ações em empresas brasileiras. Obtiveram resultados positivos nas relações propostas, à exceção da relação com o retorno total das ações. De Wet (2012) examinou esta relação em empresas da África do Sul e seus resultados forneceram evidências de que há relação positiva entre a remuneração dos executivos e as medidas de desempenho (ROA, ROE, valor econômico adicionado – EVA e valor de mercado adicionado). Leite e Hein (2019) analisaram a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho econômico e financeiro em empresas brasileiras. Além das



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

variáveis ROA e ROE, os autores utilizaram as variáveis de retorno sobre as vendas (ROS), Q de Tobin, *market-to-book* e lucro por ação. Os resultados demonstraram que a remuneração fixa possui relação negativa com o desempenho econômico e financeiro, enquanto a remuneração variável de curto prazo apresentou relação positiva e a remuneração variável de longo prazo apresentou relação positiva mas não significativa.

Alregab (2015) analisou os efeitos da remuneração executiva no desempenho organizacional no Reino Unido (ROA, ROE, lucro por ação e retorno sobre o capital – ROCE). Os resultados revelaram que a remuneração variável de curto prazo (bônus) se relaciona positivamente às medidas de curto prazo de desempenho, exercendo impacto negativo sobre o retorno total dos acionistas. Os ganhos salariais de longo prazo apresentaram influência positiva no desempenho de longo prazo. Beuren et al. (2020) analisaram a relação entre remuneração de curto e longo prazo com o desempenho medido pelo ROA e ROE. Os resultados demonstraram que a remuneração de curto prazo exerce influência no ROA, ao contrário da remuneração de longo prazo, além de perceber uma maior intensidade na relação em empresas não familiares. Saravanan et al. (2017), analisaram os impactos da remuneração dos executivos no desempenho de firmas Indianas (ROE e Q de Tobin) e também obtiveram impactos positivos em empresas familiares e em não familiares, sendo as últimas mais sensíveis ao pagamento por desempenho do que as contrapartes familiares.

Como as medidas de desempenho (ROA e ROE) utilizadas nesta pesquisa focam no curto prazo, espera-se a ocorrência de diferenças nos resultados entre empresas familiares e não familiares devido ao horizonte temporal. Empresas familiares induzem investimentos em projetos de longo prazo, pela busca da maximização do valor em períodos futuros (Anderson & Reeb, 2003). Empresas familiares e não familiares tendem a desempenhar comportamentos diferentes na relação analisada. Menores salários e desempenhos podem ser explicados por custos de agência reduzidos e pelas características das empresas familiares (controle centralizado na família e interesses além de retornos econômico-financeiros, como a tradição e objetivos não econômicos em horizontes de longo prazo) (Santos & Silva, 2019). Ainda, as empresas familiares brasileiras de capital aberto auferem lucro líquido em patamar menor que as contrapartes não familiares (Goes et al., 2017). Gestores de empresas familiares recebem remuneração, inclusive a variável, inferior às não familiares (Santos & Silva, 2019). Com base nos resultados e discussões apresentadas, as hipóteses incidem em:

H_{1a}: Existe relação positiva entre a remuneração variável de curto prazo dos executivos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

H_{1b}: Existe relação positiva entre a remuneração variável de longo prazo dos executivos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

A partir da visão de longo prazo, desempenho e menores incentivos remuneratórios para resultados de curto prazo, justifica-se, que o impacto das remunerações de curto e longo prazo em empresas familiares sejam menores, conforme os achados de Beuren et al. (2020).

2.2 Remuneração dos executivos e ESG

A partir da visão da Teoria da Agência, mais precisamente nos custos de agência, estabelece-se que os gestores, às custas dos acionistas, buscam obter benefícios não pecuniários por meio dos investimentos das empresas em atividades ESG (Gillan et al., 2021). No contexto do pilar de governança, denota-se que na ausência de uma governança corporativa eficaz, os executivos tendem a ter maiores salários e podem tomar decisões incongruentes, gerando custos de agência (Iatridis, 2018). Iatridis (2018) encontrou relação negativa entre a remuneração dos *CEOs* e a governança corporativa. No aspecto ambiental,



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

constata-se que os efeitos prejudiciais das emissões de carbono podem ser dirimidos por meio do pagamento de incentivos aos executivos (Cavallaro et al., 2018). Níveis maiores de remuneração podem impulsionar o comportamento dos *CEOs* a estar mais atrelado as empresas, *stakeholders* e atentos a responsabilidades sociais (Liu & Ziang, 2017).

Estudos que analisam a remuneração variável atrelada ao cumprimento de metas de desempenho ESG/RSC são escassos (Ferrel et al., 2016; Joubert, 2019; Okafor & Ujah, 2020). Contudo, constatou-se a existência de pesquisas que analisaram se a remuneração influencia (ou sofre influência) o desempenho em atividades ESG/RSC (Brooks & Oikonomou, 2018; Ferrel et al., 2016; Joubert, 2019; Karim et al., 2018; Okafor & Ujah, 2020). De acordo com Ferrel et al. (2016), remunerações elevadas sem relação com as metas de desempenho geram menores investimentos dos *CEOs* em atividades ESG/RSC. A existência de metas de RSC auxilia na alteração do comportamento de autosserviço dos *CEOs*, dado que estes buscam maior legitimidade, melhorar sua reputação, gerenciar de forma eficiente os riscos organizacionais e melhorar o valor da empresa no longo prazo (Joubert, 2019). Uma relação positiva e significativa foi obtida por Ferrel et al. (2016) ao analisar a sensibilidade dos pagamentos atrelados ao desempenho de uma empresa e suas pontuações ESG/RSC.

Uma vez que a remuneração fixa e incondicionada a métricas de desempenho será preferida no caso de não existir incentivos (Ermele & Monte, 2018), isto resulta no estabelecimento de regras de remuneração variável que poderiam contribuir como incentivo para investimento em ESG, enquanto, por outro lado, os *CEOs* deveriam ser penalizados quando se desviam dos resultados de desempenho esperados. Assim, atrelar a remuneração a métricas de desempenho de RSC pode melhorar a confiança dos acionistas e indicar a existência de menores problemas de agência (Cullinan et al., 2017; Liu & Ziang, 2017).

Okafor e Ujah (2020) analisaram a relação entre remuneração de *CEOs* (de curto e longo prazo) com investimentos em RSC em 1.301 empresas dos EUA e descobriram a existência de uma relação negativa. Além disso, analisaram um efeito moderador de uma cláusula contratual de bônus, que remunera o comportamento do executivo em relação à canalização de esforços na promoção de RSC e verificaram que esta reduz o comportamento negativo na relação com a remuneração de longo prazo, uma vez que *CEOs* costumam aprovar projetos de RSC com a cláusula, pois buscam maximizar sua riqueza de longo prazo.

As diferentes associações obtidas nos resultados podem ser justificadas pelos seguintes motivos: abordagem estatística e utilização de diversas variáveis para mensurar a remuneração dos *CEOs*; fatores institucionais de cada país, o tamanho da empresa; e diversidade nos mecanismos de remuneração (Joubert, 2019). Thorne et al. (2017) apoiam que alterações na composição e nos mecanismos de remuneração dos executivos podem ser usadas para influenciar um comportamento mais sensível às questões de RSC e que bônus de recompensas podem incentivar ações socialmente responsáveis.

Quanto aos efeitos da remuneração de *CEOs* no desempenho de RSC ou ESG, encontraram-se interações conflitantes, tendo efeitos positivos (Cavallaro et al., 2018; Ferrel et al., 2016; Joubert, 2019; Okafor & Ujah, 2020) e negativos (Iatridis, 2018). Além disso, estudos evidenciam a existência de diferenças nos resultados entre empresas familiares e não familiares (Campopiano & De Massis, 2015). Tal fato justifica-se, provavelmente, porque empresas familiares se preocupam com fatores não financeiros, como a reputação, perpetuidade, preservação da imagem positiva e da identidade familiar (Berrone et al., 2010), além de serem mais proativas a questões socioambientais do que as empresas não familiares (Van Gils et al., 2014). Gestores de empresas familiares possuem maior expectativa de irem além com o desempenho social, mesmo quando não existe um retorno financeiro claro, pois valorizam a recompensa sócio emocional que é gerada na família (López-González et al., 2019). Logo, a segunda hipótese de pesquisa estabelecida consiste em:



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

H_{2a}: Existe relação positiva entre a remuneração variável de curto prazo dos executivos e os fatores ambientais, sociais e de governança corporativa de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

H_{2b}: Existe relação positiva entre a remuneração variável de longo prazo dos executivos e os fatores ambientais, sociais e de governança corporativa de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

Deste modo, a relação entre bonificação variável conforme o desempenho ESG sugere uma visão de contratação ideal, na qual os conflitos de agência são mitigados e os resultados destes contratos parecem estar associados a classificações mais altas de ESG. Além disso, espera-se que o comportamento de empresas familiares seja distinto da atuação das suas contrapartes, visto que o contexto familiar tende a priorizar interesses associados aos legados da família e, portanto, podem vincular a compensação dos executivos ao cumprimento de metas e incentivando os executivos a investirem em atividades sustentáveis.

2.3 Remuneração dos executivos e política de investimentos

As empresas familiares apresentam duas características importantes: a estabilidade e a herança. A primeira denota que há uma tendência de continuidade na gestão, diferentemente do que ocorre em empresas não familiares. Já a herança delimita que o controle passa de geração em geração, ocorrendo a transferência e a continuidade dos legados. Essas características podem ajudar a reduzir a probabilidade de mudanças nas decisões estratégicas, tornando os projetos de inovação existentes menos propensos a serem obstruídos, mesmo que seus resultados não sejam promissores no curto prazo (Yoo & Sung, 2015).

Zhou et al. (2021) exploraram a remuneração dos executivos (salarial e patrimonial) atrelada à inovação em empresas chinesas e constataram que aumentos salariais impactam de maneira positiva os investimentos em P&D, enquanto um aumento na remuneração relacionada ao patrimônio líquido reduziu este investimento corporativo. Os autores vinculam estes resultados ao fato de que as atividades de inovação envolvem um maior custo, risco e levam mais tempo para obter um maior retorno. Como importantes tomadores de decisão, os executivos ponderam mais sobre o custo e benefício do investimento devido à natureza de sua aversão ao risco, o que tem um impacto na inovação empresarial (Zhou et al., 2021).

Beuren et al. (2020) constataram quanto às políticas de investimento, significância na variável de crescimento dos ativos fixos e remuneração variável de curto prazo, enquanto para P&D não houve significância estatística em relação a remuneração, expressando uma desarmonia no fato de que quanto mais se paga em remuneração variável de curto prazo, menor será o crescimento no imobilizado (ativos fixos). Nas empresas não familiares, a remuneração variável de curto prazo apresentou relação positiva e significativa nos investimentos em aquisição de ativo fixo. Na remuneração variável de longo prazo, não houve significância tanto para investimentos em P&D, como para crescimento no imobilizado.

Efeitos contrários em relação ao aspecto familiar foram obtidos por Tsao et al. (2015), visto que os resultados mostraram que a sensibilidade da remuneração do *CEO* ao investimento em P&D é maior para empresas familiares em comparação às suas contrapartes no contexto de Taiwan. A remuneração do *CEO* em empresas familiares baseia-se fortemente ao nível de investimento em P&D e em maiores taxas de crescimento em relação às não familiares, sugerindo comportamentos oportunistas dos gestores de empresas familiares, maior sensibilidade da remuneração atrelada à P&D, o que gera aumentos no valor da firma.

Aumentos na compensação gerencial estão positivamente correlacionados com aumentos no número de patentes de P&D (García-Manjón & Romero-Merino, 2012). Em



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

contraponto, formas de incentivos de capital têm um efeito negativo sobre o impacto do desempenho da inovação (Sun & Yang, 2019). Despesas com P&D são propulsores da inovação empresarial, o que contribui para as vantagens competitivas e o desenvolvimento econômico sustentável (Chen et al., 2015). No que tange aos problemas de agência, os gerentes trocam o valor corporativo de longo prazo pelos ganhos de curto prazo, o que acaba por ser determinante dos investimentos corporativos com P&D (Chen et al., 2015). Uma vez que as atividades de P&D possuem investimentos altos e arriscados, o quanto os executivos dedicam-se a essas atividades vai depender de como as companhias os motivam para alinharem seus interesses com as metas de longo prazo da empresa (Chen et al., 2017).

Devido às características das despesas, gerentes enfrentam um dilema nas estratégias de investimento em P&D. Um destes motivos é o fato de que estes investimentos são de longo prazo e os ganhos são incertos. Além disso, resultados de curto prazo pressionam para ganhos maiores e imediatos (Chen et al., 2015). Executivos estarem propensos ou não a realizarem alguns investimentos depende de diversos fatores, inclusive financeiros. Pressupõe-se adequação entre receitas futuras e despesas atuais, pois se as receitas de investimentos se estenderem a um prazo maior, pode ser que estes executivos não se encontrem mais nos cargos que ocupavam quando as receitas se realizarem (Beuren et al., 2020).

As práticas de remuneração de executivos motivam a maximização dos lucros de curto prazo em prejuízo dos benefícios de longo prazo, refletindo em um maior nível de conversão em resultados (Gong, 2011). Portanto, à medida que a remuneração dos executivos estiver atrelada e for variável a fatores de curto prazo, menor será a inclinação a realizarem investimentos em P&D e em ativos fixos, pois os desembolsos ocorrerão em um momento anterior aos ganhos, o que afeta negativamente a remuneração atual (Beuren et al., 2020).

Os objetivos dos executivos e a temporalidade impulsionam a preterição de investimentos de longo prazo, pois a alocação de recursos no curto prazo auxilia na maximização dos retornos atuais e, conseqüentemente, há um aumento na remuneração (Beuren et al., 2020). Acredita-se, também, que o efeito negativo da remuneração dos executivos diante da política de investimentos seja distinto em empresas familiares em comparação às não familiares, no que diz respeito à intensidade desta relação. Este argumento baseia-se na afirmação de que empresas familiares dependem mais de recursos em P&D, além de apresentarem uma tendência em priorizar investimentos de longo prazo de forma mais intensa do que as não-familiares (Tsao et al., 2015; Yoo & Sung, 2015).

Tal fato, possivelmente, deve-se ao motivo das empresas familiares apresentarem objetivos convergentes aos interesses da família, possuindo expectativas de perpetuidade, em razão do orgulho e da preservação do nome da família na sociedade, e da maximização de seu valor no longo prazo (Saravanan et al., 2017). Os efeitos da remuneração na política de investimentos também apresentaram resultados controversos, positivos (Chen et al., 2017; Tsao et al., 2015; Zhou et al., 2021), negativos (Beuren et al., 2020), e insignificantes (Beuren et al., 2020). Portanto, a terceira hipótese de pesquisa estabelecida consiste em:

H_{3a}: Existe relação negativa entre a remuneração variável de curto prazo dos executivos e a política de investimentos de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

H_{3b}: Existe relação negativa entre a remuneração variável de longo prazo dos executivos e a política de investimentos de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

A partir das delimitações, presume-se a ocorrência de diferenças em empresas familiares e não familiares, uma vez que as familiares buscam deixar um legado para a sociedade, podendo este ser representado por investimentos superiores (Flores Júnior & Grisci, 2012).

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

3 Procedimentos Metodológicos

O estudo caracteriza-se como descritivo, documental e quantitativo. A população do estudo compreendeu todas as empresas familiares e não familiares listadas na B3 em atividade no ano de 2021, sendo o período de análise entre os anos de 2015 a 2020. Justifica-se este período pois pesquisas anteriores utilizaram um recorte temporal semelhante para as temáticas propostas (Beuren et al., 2020; De Wet, 2012; Joubert, 2019). Para delimitar a amostra, realizaram-se algumas exclusões, tais como: empresas do setor financeiro; empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo; empresas que não apresentavam os dados completos para os cálculos das variáveis e empresas que não apresentavam as informações referentes ao ESG no período analisado. Optou-se pelo uso de uma amostra desbalanceada, em virtude da restrita adesão das companhias à divulgação ESG.

A amostra subdividiu-se em dois grupos: empresas familiares e não familiares. A classificação de uma empresa como familiar deu-se pelo atendimento das delimitações: membros da família (pessoas físicas) com posse de 20% ou mais das ações da empresa (La Porta et al., 1999); e/ou pela presença de dois ou mais membros da família na administração da companhia (Anderson & Reeb, 2003). Estes critérios também foram utilizados por estudos anteriores, o que justifica sua utilização nesta pesquisa (Beuren et al., 2020; Goes et al., 2017). Consultou-se na B3 o Formulário de Referência para realizar este enquadramento.

A identificação da participação da família delimitou-se pelo item 15 – Controle e Grupo Econômico, no subitem 15.1/2 – Posição Acionária. A participação familiar no Conselho de Administração das empresas delimitou-se pelo item 12 – Assembleia e Administração, nos subitens 12.5/6 – Composição e Experiência Profissional da Administração e do Conselho Fiscal e 12.9 – Relações Familiares. Alguns pontos carecem de atenção na realização da segregação entre empresas familiares e não familiares.

No Brasil, existem as ações ordinárias e as ações preferenciais (sem direito a voto), e ao se analisar a composição total do capital podem ocorrer variações de controle. Espera-se que uma família que possua 20% ou mais do total de ações garanta o percentual necessário para deter o controle da empresa e a sua gestão, pois grandes acionistas tendem a privilegiar estas funções. Ainda, não se pode afirmar que a *holding* detentora de capital é familiar ou não. Para extinguir tal aspecto, considerou-se também a administração corporativa, pois se esta for familiar, colocará membros da família para gerir sua controladora. Logo, tal limitação nessa consideração conjunta de avaliação acaba sendo dirimida (Beuren et al., 2020).

A amostra e o seu enquadramento (familiar ou não), evidencia-se na Tabela 1.

Tabela 1. Amostra final da pesquisa

Tipo/Ano	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Familiar	21	21	21	22	28	36
Não familiar	44	43	44	50	55	57
Total	65	64	65	72	83	93

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 2 é apresentado o constructo, composto pelas variáveis estudadas, sua operacionalização, os autores que utilizaram essas métricas e a fonte de obtenção das mesmas.

Tabela 2. Variáveis analisadas na pesquisa

Variável		Fórmula	Autores	Fonte
Variáveis dependentes				
Hipótese 1	Retorno sobre os Ativos (ROA)	<u>EBIT</u> Ativo Total	Duffhues e Kabir (2008); Tsao et al. (2015); Beuren et al. (2020)	Economática®
	Retorno sobre o Patrimônio	<u>Lucro Líquido</u> Patrimônio Líquido	De Wet (2012); Kuo et al. (2014); Cheng (2014);	

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

	Líquido (ROE)		Beuren et al. (2020)	
Hipótese 2	ESG (Score Geral)	É uma pontuação (0 a 100) geral da empresa com base nas informações autorrelatadas nos pilares ambiental, social e de governança corporativa.	Ferrel et al. (2016); Liu e Ziang (2017); Joubert (2019).	Thomson Reuters®
	ESG (Environmental) - Fatores Ambientais	Reflete o quão bem uma empresa usa as práticas de gestão para evitar riscos ambientais e capitalizar as oportunidades ambientais para gerar valor para os acionistas a longo prazo.	Cavallaro et al. (2018); Ferrel et al. (2016); Liu e Ziang (2017); Joubert (2019).	
	ESG (Social) – Fatores Sociais	Mede a capacidade de uma empresa em gerar confiança e fidelização de seus colaboradores, clientes e sociedade, por meio da utilização das melhores práticas de gestão.	Ferrel et al. (2016); Liu e Ziang (2017); Joubert (2019).	
	ESG (Governance) – Fatores de Governança	Mede os sistemas e processos de uma empresa, o que garante que seus conselheiros e executivos atuem no melhor interesse de seus acionistas de longo prazo.	Ferrel et al. (2016); Iatridis (2018); Liu e Ziang (2017); Joubert (2019).	
Hipótese 3	Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)	$\frac{\text{Investimentos em P\&D}}{\text{Ativo Total}}$	Tsao et al. (2015); Chen et al. (2016); Beuren et al. (2020); Zhou et al. (2021)	Notas explicativas, RA ou FR
	Crescimento do Ativo Fixo (CAF)	$\frac{\text{Ativo Imobilizado}_t - \text{Ativo Imobilizado}_{t-1} + \text{Depreciação}_t}{\text{Ativo Imobilizado}_{t-1}}$	Beuren et al. (2020)	Economática®
Variáveis independentes				
	Remuneração Variável de Curto Prazo (RVCP)	$\frac{\text{Remuneração Variável de CP}}{\text{Remuneração Total}}$	Beuren et al. (2020)	Formulário de Referência (FR)
	Dummy Remuneração Variável de Curto Prazo (D_RVCP)	Remuneração Variável de CP/Remuneração Total * Dummy Em que Dummy = 0 se empresa familiar; e 1 se empresa não familiar	Beuren et al. (2020)	
	Remuneração Variável de Longo Prazo (RVLP)	$\frac{\text{Remuneração Variável de LP}}{\text{Remuneração Total}}$	Beuren et al. (2020)	
	Dummy Remuneração Variável de Longo Prazo (D_RVLP)	Remuneração Variável de LP/Remuneração Total * Dummy Em que Dummy = 0 se empresa familiar; e 1 se empresa não familiar	Beuren et al. (2020)	
Variáveis de controle				
	Tamanho (TAM)	Log do Ativos Total	Kuo et al. (2014); Alregab (2015); Beuren et al. (2020)	Economática®
	Idade (IDA)	Número de anos de existência da empresa	Yoo e Sung (2015); Goes et al. (2017); Beuren et al. (2020)	FR
	Folga Financeira (FF)	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Beuren et al. (2020)	Economática®
	Crescimento das Vendas (CV)	$\frac{\text{Receita Líq. Vendas}_t - \text{Receita Líq. Vendas}_{t-1}}{\text{Receita Líq. Vendas}_{t-1}}$	Kato e Kubo (2006); Beuren et al. (2020)	
	Estrutura de Capital (EC)	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	Duffhues e Kabir (2008); Cheng (2014); Beuren et al. (2020)	

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Efeito fixo de setor	Classificação B3 (Economática [®]).	-	-
Efeito fixo de ano	Período de estudo: 2015 a 2020.	-	-

RA: Relatório da Administração. A RVCP é composta pelo somatório dos bônus, participação nos resultados, participação em reuniões, comissões e outros. A RVLP compreende os numerários de pós-emprego, cessão e ações. A remuneração total abrange, além da RVCP e da RVLP, a remuneração fixa. A remuneração fixa é composta por salários, benefícios, participação em comitês e outros.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ressalta-se que as variáveis remuneração variável de curto e longo prazo seguem as determinações da CVM, segundo instrução CVM n.º 480, de 2009, em seu item 13.2, letra d. Portanto, os parâmetros legais foram exclusivamente respeitados para o dimensionamento.

As equações de regressão estão de acordo com as informações da Tabela 2, sendo: as equações 1 e 2 atreladas à H_{1a} ; as equações 3 e 4 atreladas a Hipótese H_{1b} ; as equações 5 e 6 estão atreladas às hipóteses H_{2a} e H_{2b} ; as equações 7 e 8 vinculam-se à hipótese H_{3a} e as equações 9 e 10, atrelam-se à H_{3b} . Ressalta-se que nas equações 5 e 6, a variável dependente foi substituída pelos scores individuais do ESG. As equações, suas variáveis dependentes e independentes, além das variáveis de controle, são expressas, portanto, como:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1RVCP + \beta_2D_RVCP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1RVCP + \beta_2D_RVCP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (2)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1RVLP + \beta_2D_RVLP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (3)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1RVLP + \beta_2D_RVLP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (4)$$

$$ESG = \beta_0 + \beta_1RVCP + \beta_2D_RVCP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (5)$$

$$ESG = \beta_0 + \beta_1RVLP + \beta_2D_RVLP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (6)$$

$$P\&D = \beta_0 + \beta_1RVCP + \beta_2D_RVCP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (7)$$

$$CAF = \beta_0 + \beta_1RVCP + \beta_2D_RVCP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (8)$$

$$P\&D = \beta_0 + \beta_1RVLP + \beta_2D_RVLP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (9)$$

$$CAF = \beta_0 + \beta_1RVLP + \beta_2D_RVLP + \beta_3TAM + \beta_4IDA + \beta_5FF + \beta_6CV + \beta_7EC + \text{EfeitoFixoSetor} + \text{EfeitoFixoAno} + \varepsilon \quad (10)$$

Para realizar as análises dos dados, planilhas eletrônicas foram utilizadas para a sua tabulação, sendo, posteriormente, importadas para o *software* Stata[®] para tratamento estatístico. Inicialmente, realizou-se a *winsorização* a 1% nas variáveis para evitar os efeitos de *outliers*. Posteriormente, procedeu-se as estatísticas descritivas das variáveis e testes de médias (*t* de *Student*) para analisar a existência de diferenças entre o grupo de empresas familiares e não familiares. Na sequência, operacionalizaram-se os modelos de regressão robusta com controle fixo de ano e de setor, e foram observados os pressupostos de normalidade, multicolineariedade, autocorrelação e heterocedasticidade dos dados.

4 Análise e Interpretação dos Resultados

4.1 Análise descritiva

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

Tabela 3. Estatística descritiva

Variáveis	Estatística descritiva				Teste de média (<i>t</i> de <i>Student</i> ; bi-caudal)	
	Empresas familiares		Empresas não familiares		T	Sig.
	Média	DP	Média	DP		
ROA	0.061	0.052	0.077	0.065	-2.499	0.013**
ROE	0.015	0.407	0.089	0.244	-0.188	0.851
ESG	0.455	0.169	0.523	0.217	-3.334	0.001*
AMB	0.414	0.253	0.487	0.265	-2.774	0.006*
SOC	0.470	0.209	0.550	0.247	-3.401	0.001*

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

GOV	0.467	0.209	0.525	0.213	-2.586	0.010*
P&D	0.005	0.010	0.003	0.008	0.248	0.805
CAF	0.224	0.623	0.159	0.483	-0.530	0.596
RVCP	0.340	0.194	0.283	0.201	2.691	0.007*
RVLP	0.213	0.201	0.210	0.194	0.187	0.852
TAM	7.142	0.422	7.290	0.569	-2.828	0.005*
IDA	35	21	41	25	-2.357	0.019**
FF	2.077	1.259	1.647	0.793	3.514	0.000*
CV	0.098	0.247	0.076	0.230	0.240	0.811
EC	0.621	0.200	0.590	0.165	1.755	0.080***

Significância ao nível de *1%; **5%; ***10%. Fonte: Dados da pesquisa.

Denota-se, por meio dos resultados da Tabela 3, que grande parte das variáveis analisadas no estudo apresentam diferenças significativas em relação ao teste de médias entre empresas familiares e não familiares. No que tange ao desempenho econômico-financeiro, o ROA e ROE são considerados superiores em empresas não familiares quando comparados às empresas familiares. Este resultado corrobora com os achados de Beuren et al. (2020) e de acordo com os autores, este achado pode ter ocorrido em função do desempenho mensurado pelo ROA e ROE compreender o retorno das empresas no curto prazo, sendo este mais perceptível nas empresas não familiares. Este resultado pode ser explicado uma vez que as empresas familiares não priorizam o lucro imediato, além de ocorrerem em patamares inferiores, comparadas às não familiares, devido ao enfoque no longo prazo (Anderson & Reeb, 2003; Goes et al., 2017).

O desempenho ESG geral e nas dimensões ambiental, social e de governança também é maior nas empresas não familiares comparativamente às empresas familiares e, a partir do teste de média, esta diferença é significativamente confirmada. Este achado revela que as empresas não familiares investem mais recursos em atividades sociais e de governança e visam minimizar os impactos ambientais. Esse achado contrapõe os evidenciados pela literatura (Berrone et al., 2010; López-González et al., 2019; Van Gils et al., 2014).

Em relação às variáveis de políticas de investimentos, os resultados demonstram que os investimentos em P&D e CAF são maiores nas empresas familiares, contudo, as diferenças de médias não são significativas, o que revela que nas empresas analisadas (familiares e não familiares), tais investimentos são similares. Beuren et al. (2020) também constataram que os investimentos em P&D e CAF não possuem diferenças em empresas brasileiras familiares comparativamente às não familiares. Estes resultados divergem de Tsao et al. (2015) e Yoo e Sung (2015), pois segundo os quais investimentos superiores eram esperados em empresas familiares, uma vez que de acordo com Flores Júnior e Grisci (2012), estas buscam deixar um legado para a sociedade.

No que tange à remuneração paga aos executivos, apenas a remuneração variável de curto prazo apresentou diferenças significativas entre empresas familiares e não familiares. Esses resultados são congruentes com o evidenciado por Chen et al. (2015) no que concerne aos problemas de agência, ao abordarem que os gerentes trocam o valor corporativo de longo prazo pelos ganhos de curto prazo. No entanto, a remuneração variável de curto e longo prazo é superior nas empresas familiares. Resultados contrários foram obtidos por Beuren et al. (2020) e Santos e Silva (2019), visto que os autores constataram que a remuneração variável de curto e longo prazo é inferior em empresas familiares.

4.2 Resultados dos modelos de regressão

Nesta seção da análise dos dados, identificam-se os efeitos da remuneração variável dos executivos (curto e longo prazo) no desempenho econômico-financeiro, ESG e políticas de investimentos. Todos os modelos de regressão foram significativos a 1% (ANOVA), o que

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

permite a realização de inferências. Em relação aos pressupostos da regressão, a normalidade foi contrariada em todos os modelos, mas foi relaxada em função do número de observações. Em nenhum modelo foram observados problemas de multicolinearidade e autocorrelação, visto que se obteve uma média de VIF abaixo de 2 e valores de *Durbin Watson* próximos a 2. Foi constatado em todos os modelos problemas de heterocedasticidade, sendo estes corrigidos com a aplicação de regressão robusta.

Na Tabela 4, apresentam-se os resultados da RVCP e RVLP e o desempenho.

Tabela 4. Relação entre a remuneração variável de curto e longo prazo e o desempenho econômico-financeiro

Variáveis	ROA		ROE		ROA		ROE	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
RVCP	0.0386	0.039**	0.1359	0.141	-	-	-	-
D_RVCP	0.0173	0.311	0.1378	0.105	-	-	-	-
RVLP	-	-	-	-	-0.0603	0.009*	-0.2068	0.125
D_RVLP	-	-	-	-	0.0704	0.002*	0.2149	0.083***
TAM	-0.0013	0.858	0.0408	0.150	-0.0025	0.735	0.0309	0.262
IDA	-0.0003	0.010*	0.0001	0.783	-0.0003	0.001*	1.4806	0.998
FF	-0.0011	0.742	0.0067	0.636	-0.0008	0.807	0.0048	0.742
CV	0.0622	0.000*	0.3002	0.000*	0.0686	0.000*	0.3273	0.000*
EC	-0.0755	0.000*	-0.4354	0.001*	-0.0590	0.002*	-0.3830	0.004*
Constante	0.1066	0.051**	-0.1282	0.529	0.1234	0.024**	-0.0101	0.961
R ²	0.2612		0.2207		0.2609		0.2066	
ANOVA	0.0000*		0.0000*		0.0000*		0.0000*	
VIF médio	≤ 1.60		≤ 1.60		≤ 1,69		≤ 1,69	
<i>D. Watson</i>	0.9695		1.4366		0.9428		1.4216	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	436		436		436		436	

Significância ao nível de *1%; **5%; ***10%. Fonte: Dados da pesquisa.

A remuneração variável de curto prazo influencia positivamente e estatisticamente (ao nível de 5%) apenas o desempenho mensurado pelo ROA. Deste modo, quanto maior a remuneração variável de curto prazo paga aos executivos, maior tende a ser o ROA das empresas brasileiras pesquisadas. Analisando-se a variável D_RVCP, nota-se que este efeito não difere nas empresas familiares e não familiares, visto a não obtenção de significância estatística nesta variável. Beuren et al. (2020) também constataram um efeito positivo da RVCP no ROA, no entanto, este efeito foi potencializado nas empresas não familiares.

A remuneração variável de longo prazo também influenciou significativamente (1%) somente o desempenho medido ROA, contudo, esta relação foi negativa. Tais resultados sugerem que quanto maior é a RVLP (remuneração voltada aos numerários de pós-emprego, cessão e ações), menor tende a ser o retorno sobre os ativos. Logo, a remuneração variável de longo prazo não contribui positivamente para a maximização do desempenho.

Por meio da análise da variável D_RVLP, este efeito é maximizado e revertido (coeficiente positivo) quando ocorre em empresas não familiares, especialmente no desempenho ROA, visto que este apresentou significância ao nível de 1% e relação positiva com o ROA. Estes achados diferem dos encontrados por Beuren et al. (2020) para o contexto de empresas familiares e não familiares, pois não evidenciaram efeitos da RVLP no desempenho (ROA e ROE).

Os resultados da RVCP e o desempenho ESG são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5. Relação da remuneração variável de curto prazo com *Score* ESG, Ambiental, Social e de Governança

Variáveis	ESG		AMB		SOC		GOV	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

RVCP	-0.0917	0.072***	-0.0415	0.532	-0.1237	0.049**	-0.0883	0.197
D_RVCP	0.0289	0.577	-0.0460	0.491	-0.0266	0.659	0.1843	0.005*
TAM	0.1600	0.000*	0.2236	0.000*	0.1710	0.000*	0.0559	0.025**
IDA	0.0003	0.397	0.0001	0.697	0.0005	0.240	0.0000	0.881
FF	-0.0059	0.526	0.0077	0.516	-0.0098	0.401	-0.0055	0.642
CV	-0.0547	0.090***	-0.0851	0.047	-0.0376	0.339	-0.0380	0.419
EC	0.0837	0.141	0.1292	0.052	0.1186	0.086***	0.0089	0.902
Constante	-0.6632	0.000*	-1.2289	0.000*	-0.6864	0.000*	0.0912	0.608
R ²	0.2710		0.3110		0.2837		0.0999	
ANOVA	0.0000*		0.0000*		0.0000*		0.0000*	
VIF médio	≤ 1.60		≤ 1.60		≤ 1.60		≤ 1.60	
D. Watson	0.3448		0.3704		0.4200		0.4034	
EF de Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF de Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	436		436		436		436	

Significância ao nível de *1%; **5%; ***10%. Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados revelam que um maior pagamento aos executivos de remuneração variável de curto prazo influencia negativamente o desempenho geral ESG (significativo a 10%) e o *score* social (significativo a 5%). Portanto, quanto maior é o somatório dos bônus, participação nos resultados, participação em reuniões, comissões e outros tipos de remuneração que os executivos recebem, menor tende a ser os investimentos das empresas analisadas em questões ambientais, sociais e de governança (*score* geral ESG) e, especificamente, nas atividades sociais.

A variável D_RVCP, por não apresentar significância estatística, sugere que tal comportamento não difere entre empresas familiares e não familiares no que tange ao ESG, *score* ambiental, social e de governança. Mesmo a variável D_RVCP tendo apresentado significância estatística para o modelo de governança, as inferências não podem ser confirmadas, visto que a RVCP não apresentou efeitos no desempenho da governança.

Na Tabela 6 evidencia-se a relação da RVLP com o desempenho ESG.

Tabela 6. Relação da remuneração variável de longo prazo com *Score* ESG, Ambiental, Social e de Governança

Variáveis	ESG		AMB		SOC		GOV	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
RVLP	-0.1577	0.008*	-0.1861	0.012**	-0.1807	0.015**	-0.0727	0.346
D_RVLP	0.2317	0.000*	0.2367	0.001*	0.1926	0.013**	0.2502	0.002*
TAM	0.1645	0.000*	0.2336	0.000*	0.1832	0.000*	0.0428	0.075***
IDA	0.0003	0.314	0.0001	0.760	0.0005	0.208	0.0002	0.597
FF	-0.0023	0.797	0.0135	0.253	-0.0046	0.690	-0.0070	0.536
CV	-0.0556	0.083***	-0.0853	0.044**	-0.0437	0.265	-0.0321	0.491
EC	0.1064	0.068***	0.1612	0.016**	0.1324	0.059***	0.0311	0.681
Constante	-0.7516	0.000*	-1.3480	0.000*	-0.8362	0.000*	0.1346	0.423
R ²	0.2876		0.3216		0.2842		0.2052	
ANOVA	0.0000*		0.0000*		0.0000*		0.0000*	
VIF médio	≤ 1.69		≤ 1.69		≤ 1.69		≤ 1.69	
D. Watson	0.3320		0.3698		0.4055		0.3918	
EF Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	436		436		436		436	

Significância ao nível de *1%; **5%; ***10%. Fonte: Dados da pesquisa.

A remuneração variável de longo prazo influencia negativamente o *score* geral ESG (1%), *score* ambiental (5%) e o *score* social (5%). Estas evidências revelam que maiores incentivos proporcionados por meio da remuneração de longo prazo aos executivos contribuem para a redução dos investimentos em ações ESG, ambiental e social.

Contudo, quando analisada a variável D_RVLP, em três modelos (ESG - 1%, ambiental 1%, e social - 5%), apresenta relação significativa e estatisticamente positiva, o que

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

sugere que este fenômeno é maximizado e revertido (coeficiente positivo) quando ocorre nas empresas não familiares. Novamente, no modelo de governança, a variável D_RVLP apresentou-se significativa e positiva, no entanto, a RVLP não influenciou o *score* de governança, não podendo, assim, efetuar maiores inferências sobre esta relação e se há diferenças entre familiares e não familiares. Além disso, o efeito observado entre os tipos de empresas (familiar e não familiar) torna-se pouco relevante (Beuren et al., 2020) para o modelo de governança. Na Tabela 7 são apresentados os resultados da RVCP e RVLP nas políticas de investimentos.

Tabela 7. Relação da remuneração variável de curto e longo prazo com investimentos

Variáveis	P&D		CAF		P&D		CAF	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
RVCP	0.0027	0.368	0.0881	0.579	-	-	-	-
D_RVCP	-0.0036	0.231	-0.0179	0.901	-	-	-	-
RVLP	-	-	-	-	-0.0016	0.653	0.0363	0.851
D_RVLP	-	-	-	-	-0.0019	0.559	0.0220	0.908
TAM	-0.0032	0.001*	0.01726	0.748	-0.0028	0.002*	0.0129	0.810
IDA	0.00003	0.101	-0.0004	0.658	0.00002	0.141	-0.0005	0.616
FF	0.0001	0.861	0.0059	0.891	0.0001	0.758	0.0059	0.890
CV	-0.0001	0.938	0.6893	0.000*	-0.00004	0.976	0.6943	0.000*
EC	0.0012	0.575	0.0825	0.586	0.0014	0.532	0.0975	0.520
Constante	0.0260	0.001*	-0.2087	0.644	0.0248	0.002*	-0.1622	0.699
R ²	0.0816		0.2648		0.0819		0.2644	
ANOVA	0.0000*		0.0000*		0.0000*		0.0000*	
VIF médio	≤ 1.60		≤ 1.60		≤ 1,69		≤ 1,69	
D. Watson	0.2934		2.0241		0.2917		2.0263	
EF de Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
EF de Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
N. obs.	436		436		436		436	

Significância ao nível de *1%; **5%; ***10%. Fonte: Dados da pesquisa.

No que tange às políticas de investimentos (P&D e CAF) analisadas, as variáveis independentes remuneração variável de curto e longo prazo não apresentaram significância estatística em nenhum dos modelos, o que revela que estas remunerações não influenciam no grau de investimentos das empresas analisadas em pesquisa e desenvolvimento e no crescimento do ativo fixo. Beuren et al. (2020) também evidenciaram uma relação não significativa entre a remuneração variável de curto prazo e os investimentos em P&D.

Os resultados para as variáveis D_RVCP e D_RVLP, que visam diferenciar empresas familiares e não familiares, foram similares aos resultados das variáveis RVCP e RVLP, visto que não apresentaram significância estatística. A partir deste resultado, pode-se constatar que o comportamento da RVCP e RVLP na política de investimentos (P&D e CAF) não difere entre empresas familiares e não familiares. No geral, estes achados sugerem que a remuneração dos executivos (curto e longo prazo) não influencia na propensão de investimentos em P&D e CAF em ambos os grupos de empresas analisadas.

4.3 Discussão dos resultados

Os achados deste estudo, no que se refere ao desempenho econômico-financeiro, evidenciados na Tabela 4, denotam que a RVCP influenciou positivamente e significativamente apenas o ROA. Percebe-se que a elevação de incentivos de curto prazo atrai executivos mais comprometidos no exercício de suas atribuições, afetando positivamente o desempenho organizacional, em especial o ROA (Edmans & Gabaix, 2016; Goergen & Renneboog, 2011). Estes resultados corroboram com os de Alregab (2015), Beuren et al.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

(2020), De Wet (2012) e Leite e Hein (2019), ao evidenciar que a remuneração variável de curto prazo impacta positivamente o ROA. Entretanto, não foram constatados efeitos desta remuneração no ROE e diferenças significativas entre empresas familiares e não familiares.

Denota-se ainda, que para as empresas analisadas, os incentivos de curto prazo mitigam, ao menos em parte, os problemas de agência, alinhando os objetivos do principal e do agente (Jensen & Meckling, 1976), ressaltando a importância do nível e modo de remunerar executivos (Beuren et al., 2020; Combs et al., 2010), pois os incentivos estimulam a melhoria gerencial, a busca da eficiência e o aceite de alguns riscos (Ermel & Monte, 2018).

Como não se obteve significância na variável D_RVCP (que visa diferenciar empresas familiares e não familiares) no ROA e ROE, a H_{1a} não pode ser confirmada que existe relação positiva entre a remuneração variável de curto prazo dos executivos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares. Contudo, foram encontrados efeitos positivos da RVCP dos executivos no desempenho medido pelo ROA. No contexto brasileiro, Beuren et al. (2020) obteve diferenças substanciais da remuneração variável de curto prazo no desempenho de empresas não familiares, quando comparadas a familiares.

Ao se analisar a RVLP, expressa também na Tabela 4, percebe-se que esta influenciou negativamente e significativamente apenas o ROA, o que permite inferir que a remuneração variável de longo prazo não incentiva a sincronização dos interesses do agente e principal (Nascimento et al., 2013), o que acaba por comprometer o desempenho organizacional de curto prazo, medido pelo ROA (Ermel & Monte, 2018), ocasionando custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Tais resultados contradizem os efeitos positivos obtidos por Aguiar e Pimentel (2017), Alregab (2015) e De Wet (2012), além de se oporem aos achados de insignificância estatística constatada por Beuren et al. (2020).

Notou-se que a D_RVLP apresentou-se significativa e positiva para o ROA e ROE, o que indica que há diferenças entre empresas familiares e não familiares, corroborando com os achados de Beuren et al. (2020) e Saravanan et al. (2017), em que os efeitos das remunerações de longo prazo em empresas familiares são menores em relação às não familiares. Como foi negativo o sinal na relação entre RVLP e ROA e positivo e significativo na D_RVLP, a H_{1b} não pode ser confirmada que existe relação positiva entre a remuneração variável de longo prazo dos executivos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares. Contudo, ressalta-se que foram encontrados efeitos positivos e significativos da D_RVLP dos executivos no desempenho econômico-financeiro medido pelo ROA, o que indica que nas empresas não familiares os efeitos da RVLP no ROA são maximizados.

Quanto ao desempenho ESG geral e de seus pilares (ambiental, social e governança), os resultados revelaram que a RVCP influenciou negativamente e significativamente o *score* ESG geral e o *score* social. Estes resultados denotam possíveis problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976), pois os *CEOs* podem estar se envolvendo em atividades que priorizem interesses próprios em detrimento do principal e negligenciando atividades sustentáveis (Ferrel et al., 2016). Tal fato pode advir de um desalinhamento entre as metas de desempenho ESG e a remuneração estabelecida (Ferrel et al., 2016; Liu & Ziang, 2017).

A influência negativa da remuneração variável vai ao encontro dos achados de Ferrel et al. (2016) e se opõe aos resultados de Joubert (2019) e Okafor e Ujah (2020). Culliman et al. (2017) denotam que regras de remuneração variável, além de contribuírem para incentivar atitudes ESG, deveriam prever repreensões aos *CEOs* quando desfocam das metas esperadas. Os efeitos negativos também ressaltam que as mudanças nos mecanismos de remuneração dos executivos não estão sendo capazes de incentivar o comportamento mais sensível a questões sustentáveis, contrariando os indicativos de contratação ideal de Thorne et al. (2017).



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Quanto à D_RVCP, esta influenciou positivamente e significativamente o *score* governança, mas como a variável RVCP não apresentou significância com o modelo de governança, não podem ser realizadas inferências de diferenciação entre empresas familiares e não familiares. Apesar destes resultados, não se pode confirmar a H_{2a} de que existe relação positiva entre a remuneração variável de curto prazo dos executivos e os fatores ambientais, sociais e de governança corporativa de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

A RVLP influenciou negativamente e significativamente o *score* ESG geral, ambiental e social. Os incentivos salariais de longo prazo não estão sendo capazes de incentivar investimentos sustentáveis, contrariando as premissas de diversos estudos (Cavallaro et al., 2018; Gillan et al., 2021). Conforme a Teoria da Agência, presumimos a existência de maiores problemas de agência, uma vez que os objetivos dos *CEOs* estão indicando priorização de outras questões ao invés de atividades ESG e gerando decisões incongruentes (Cullinan et al., 2017; Iatridis, 2018). Gestores avessos a riscos e a existência de uma compensação fixa e incondicionada a métricas de desempenho será preferida, não havendo incentivos (Ermel & Monte, 2018). Estabelecer remunerações variáveis, em especial as de longo prazo, pode ser um estímulo para investimentos em ESG e para alteração do comportamento de autosserviço dos executivos (Jouber, 2019).

Ao analisar a D_RVLP, verifica-se que esta influenciou positivamente e significativamente o *score* ESG, ambiental, social e governança, mas como a variável RVLP não apresentou significância com o modelo de governança, não podem ser realizadas inferências de diferenciação entre empresas familiares e não familiares. No entanto, o sinal positivo da variável D_RVLP sugere que nas empresas não familiares, os efeitos da RVLP são positivos em todos os *scores* ESG, apresentando diferenças entre os grupos no que tange aos efeitos da remuneração de longo prazo no *score* ESG, ambiental, social e governança.

Tal resultado denota que em empresas não familiares a remuneração de longo prazo variável está sendo capaz de mitigar custos de agência e vincular atitudes mais comprometidas às questões de ESG e RSC do que nas empresas familiares (Berrone et al., 2010; Thorne et al., 2017). Este achado contraria a afirmação de Van Gils et al. (2014) e López-González et al. (2019), que expressavam que empresas familiares são mais proativas a questões socioambientais e, geralmente, buscam outros ideais que não os retornos financeiros, por valorizarem recompensas sócio emocionais.

Como os efeitos da RVLP no desempenho ESG foram negativos, não sustentando uma relação positiva conforme a literatura, e os efeitos da variável D_RVLP foram positivos (há diferenças entre empresas familiares e não familiares), a hipótese H_{2b} também não pode ser confirmada que existe relação positiva entre a remuneração variável de longo prazo dos executivos e os fatores ambientais, sociais e de governança de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

No que diz respeito às políticas de investimentos, a remuneração variável de curto prazo, RVCP, por falta de significância estatística não sustenta a relação negativa proposta na literatura com investimento em pesquisas e desenvolvimento e o crescimento do ativo fixo. Deste modo, não se pode confirmar a hipótese H_{3a} de que existe relação negativa entre a remuneração variável de curto prazo dos executivos e a política de investimentos de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares. Resultado parcialmente corroborado com Beuren (2020), que também não encontrou relação significativa com P&D.

Quanto à relação da RVLP e o investimento em pesquisas e desenvolvimento, assim como o crescimento do ativo fixo, não houve significância estatística. Estes achados convergem com os achados de Beuren et al. (2020), em que a remuneração de longo prazo



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

não exerceu influência na política de investimentos. Portanto, não se pode confirmar a hipótese H_{3b} de que existe relação negativa entre a remuneração variável de longo prazo dos executivos e a política de investimentos de empresas brasileiras, sendo esta diferente para empresas não familiares comparativamente a suas contrapartes familiares.

Os achados relacionados à política de investimentos diferenciam-se do obtido pela literatura (Chen et al., 2017; Tsao et al., 2015; Zhou et al., 2021), ao preconizar que a aversão ao risco de *CEOs* faz com que estes analisem melhor o retorno dos investimentos devido à sua natureza, impactando na inovação empresarial (Zhou et al., 2021). Contrariando os preceitos da literatura e os esperados neste estudo, a não influência obtida pode estar associada à ideia de que a remuneração variável de longo prazo não compensa a incerteza dos riscos face a um investimento desta natureza, e a remuneração variável de curto prazo pode não ser capaz de incentivar investimentos de prolongado horizonte temporal (Chen et al., 2015).

Em síntese, os achados deste estudo sustentam a ideia de que o alinhamento entre a contratação ideal e os objetivos organizacionais deve dimensionar as formas e mecanismos de remuneração, permitindo o engajamento entre o agente e o principal, conforme a Teoria da Agência. Para que o alinhamento da contratação ideal ocorra de maneira eficiente, os gestores precisam atentar à natureza das firmas, se familiar ou não familiar, a fim de estruturarem melhor seus esforços. Por fim, é importante considerar que outros fatores podem afetar as relações propostas e, deste modo, não devem ser negligenciados.

5 Considerações Finais

Os resultados sugerem que em relação à remuneração variável de curto prazo, esta influencia positivamente o ROA, negativamente o ESG geral e o *score* social, não apresentando diferenças no contexto familiar e não familiar e não impactando na política de investimentos. Conclui-se que retornos maiores e desempenho ESG e social inferiores são esperados ao se atribuir incentivos remuneratórios de curto prazo aos *CEOs*.

Os achados relacionados à remuneração variável de longo prazo, indicaram uma relação negativa para o ROA, ESG geral e para os pilares ambiental e social. Ao se analisar o contexto não familiar, o fenômeno é revertido (coeficiente positivo). Tais resultados aduzem que os mecanismos de longo prazo utilizados pelas empresas analisadas estão mitigando os lucros sobre o ativo total e sobre o desempenho sustentável das organizações. Com relação à política de investimentos, assim como nas práticas remuneratórias de curto prazo, não houve impactos significativos. Para tanto, os resultados expressam a relevância do alinhamento entre objetivos empresariais e os incentivos remuneratórios (curto e longo prazos), diminuindo conflitos e mitigando custos e problemas de agência.

Este estudo contribui para a teoria, uma vez que auxilia na busca pela consolidação da compreensão das relações entre remuneração variável (de curto e longo prazo) e desempenho econômico-financeiro e ESG e com a política de investimentos de empresas familiares e não familiares. Além disso, busca-se aprofundar os conhecimentos sob uma perspectiva ainda não explorada pela literatura nacional, ao se analisar os impactos deste tipo de remuneração, nos fatores ESG das empresas familiares e não familiares. Ratificações ou análises de novos fatores são essenciais para o aprofundamento da teoria e para ponderações sobre o contexto emergente brasileiro, o que amplia o conhecimento no tema e contribui para a consolidação dos achados encontrados na literatura à luz dos fundamentos da Teoria da Agência.

A pesquisa contribui para a prática das organizações ao abordar aspectos relacionados à política remuneratória dos *CEOs* e seus efeitos no desempenho econômico-financeiro; ESG; e, na política de investimentos, auxiliando gestores e demais partes interessadas nas práticas organizacionais. Outra contribuição desta pesquisa é apresentar que as empresas necessitam fortalecer aspectos de governança corporativa, e evidenciar a importância da adequada

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

congruência entre a remuneração (em especial, a variável) dos CEOs e os interesses dos acionistas no contexto familiar e não familiar, suavizando os conflitos de agência.

Contribui-se, ainda, para a prática organizacional, uma vez que os resultados podem indicar como ocorre a relação entre remuneração e desempenho nas empresas familiares e suas contrapartes não familiares ao serem comparadas. Como consequência, as organizações poderão utilizar esses achados ao elaborar práticas para o desenvolvimento de incentivos que busquem o desempenho nessas áreas. Como contribuição social, os achados desta pesquisa, principalmente os que tangem às questões ambientais, sociais e de governança, podem incentivar as empresas no que concerne ao investimento na área de RSC, visto que este conforme a literatura tende a minimizar os conflitos de agência nas organizações e beneficiar a sociedade e o meio ambiente.

Como limitações, aponta-se que, apesar do uso de uma amostra desbalanceada, o número de empresas que divulgam as pontuações ESG ainda é limitado, semelhante ao que acontece com os investimentos em P&D. Para estudos futuros, sugere-se o uso de outras métricas de desempenho, tanto de curto prazo, como indicadores de liquidez (corrente, seca, imediata e geral), quanto de longo prazo, como desempenho de mercado, mesurados pelo *Q* de *Tobin*, lucro por ação e retorno da ação. Recomenda-se, também, aplicar este estudo em outros países e para amostras de empresas estatais e não estatais, sendo apropriado também uma análise mais aprofundada dos componentes da remuneração variável, com intuito de buscar novas percepções sobre o tema.

Referências

- Aggarwal, R., & Ghosh, A. (2015). Director's remuneration and correlation on firm's performance: A study from Indian. *International Journal of Law and Management*.
- Aguiar, A. B. D., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 545-568.
- Alregab, H. A. (2015). *CEO pay: The role of performance governance and political connection* (Doctoral dissertation), University of Leicester, Leicester, England.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less?. *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113.
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24, 514-531.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.
- Campopiano, G., & De Massis, A. (2015). Corporate social responsibility reporting: A content analysis in family and non-family firms. *Journal Business Ethics*, 129(3), 511-534.
- Cavallaro, C. M., Pearce, J. M., & Sidortsov, R. (2018). Decarbonizing the boardroom? Aligning electric utility executive compensation with climate change incentives. *Energy Research & Social Science*, 37, 153-162.
- Chen, L. Y., Chen, Y. F., & Yang, S. Y. (2017). Managerial incentives and R&D investments: The moderating effect of the directors' and officers' liability insurance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 210-222.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Chen, Y. F., Lin, F. L., & Yang, S. Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia?. *Journal of Business Research*, 68(4), 845-850.
- Cheng, Q. (2014). Family firm research—A review. *Accounting Research*, 7(3), 149-163.
- Combs, J. G., Penney, C. R., Crook, T. R., & Short, J. C. (2010). The impact of family representation on CEO compensation. *Theory and Practice*, 34(6), 1125-1144.
- Chrisman, J. J., Devaraj, S., & Patel, P. C. (2017). The impact of incentive compensation on labor productivity in family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 30(2), 119-136.
- Cullinan, C. P., Mahoney, L., & Roush, P. B. (2017). Are CSR activities associated with shareholder voting in director elections and say-on-pay votes?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), 225-243.
- De Wet, J. V. (2012). Executive compensation and the EVA and MVA performance of South African listed companies. *Southern African Business Review*, 16(3), 57-80.
- Duffhues, P., & Kabir, R. (2008). Is the pay–performance relationship always positive?: Evidence Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 45-60.
- Edmans, A., & Gabaix, X. (2016). Executive compensation: A modern primer. *Journal of Economic Literature*, 54(4), 1232-87.
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, 1, 383-539.
- Ermel, M., & Monte, P. A. Do. (2018). Controle Acionário, Remuneração de Executivos e Desempenho Empresarial: Evidências para o Mercado Brasileiro. *Brazilian Review of Finance*, 16(3), 455-491.
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 585-606.
- Flores Jr., J. E., & Grisci, C. L. I. (2012). Dilemas de pais e filhos no processo sucessório de empresas familiares. *Revista de Administração*, 47(2), 325-337.
- García-Manjón, J. V., & Romero-Merino, M. E. (2012). Research, development, and firm growth. Empirical evidence from European. *Research Policy*, 41(6), 1084-1092.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 101889.
- Goes, T. H. M., Martins, H. H., & Machado Filho, C. A. P. (2017). Desempenho financeiro de empresas com características familiares: Análise de empresas brasileiras listadas na BM&F. *REGE-Revista de Gestão*, 24(3), 197-209.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068-1077.
- Gong, J. J. (2011). Examining shareholder value creation over CEO tenure: A approach to testing effectiveness of compensation. *Management Accounting Research*, 23(1), 1-28.
- Iatridis, G. E. (2018). Accounting discretion and executive cash compensation: An empirical investigation of corporate governance, credit ratings and firm value. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 29-49.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Joubert, H. (2019). How does CEO pay slice influence corporate social responsibility? US–Canadian versus Spanish–French listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 502-517.
- Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*, 40, 27-41.
- Konraht, J. M., Lunkes, R. J., Gasparetto, V., & Schnorrenberger, D. (2018). Remuneração variável, um estudo da relação com indicadores financeiros das companhias abertas brasileiras. *Revista Facultad de Ciencias Económicas*, 26(1), 209-224.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Kuo, H. C., Lin, D., Lien, D., Wang, L. H., & Yeh, L. J. (2014). Is there an inverse U-shaped relationship between pay and performance? *Journal Economics and Finance*, 28, 347-357.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Leite, M., & Hein, N. (2019). Relação entre remuneração dos executivos e o desempenho econômico e financeiro em empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(1), 17-36.
- Liang, Y., Moroney, R., & Rankin, M. (2018). Say-on-pay judgements: the two-strikes rule and the pay-performance link. *Accounting & Finance*, 60, 943-970.
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084.
- López-González, E., Martínez-Ferrero, J., & García-Meca, E. (2019). Corporate social responsibility in family firms. *Journal of Cleaner Production*, 211, 1044-1064.
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor Economics*, 3, 2485-2563.
- Nascimento, E. M., Barbosa Neto, J. E., da Cunha, J. V. A., & Dias, W. D. O. (2013). Teoria da Agência e Remuneração: influência do uso de stock options no desempenho das empresas brasileiras. *Revista Iberoamericana de Contabilidad Gestión*, 11(21), 1-16.
- Okafor, C. E., & Ujah, N. U. (2020). Executive compensation and corporate social responsibility: does a golden parachute matter?. *Managerial Finance*, 16(5), 575-598.
- Oliveira, I. G. S., & Silva Júnior, A. (2021). Executive Compensation and Performance of Companies in the Brazilian Capital Market: Evidence of Negative Relationship with Focus on the Interests of the Controlling Shareholder. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 18(1), 23-55.
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2020). Desempenho econômico e financeiro e remuneração de executivos em empresas brasileiras familiares e não familiares dos segmentos cíclico e não cíclico. *Revista Universo Contábil*, 15(4), 7-30.
- Saravanan, P., Srikanth, M., & Avabruth, S. M. (2017). Compensation of top brass, corporate governance and performance of the Indian family firms: an empirical study. *Social Responsibility Journal*, 13(3), 529-551.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Brazilian Review of Finance*, 11(4), 481-502.
- Souza, P. V. S., Cardoso, R. L., & da Cunha Vieira, S. S. (2017). Determinantes da remuneração dos executivos e sua relação com o desempenho financeiro das companhias. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 23, 4-28.
- Sun, H., & Yang, W. W. (2019). Executive incentives, innovation input and innovation performance based on executive “double dollar” capital regulating effect. *Science and Technology Management Research*, 39(10), 9-16.
- Thorne, L., Mahoney, L. S., Gregory, K., & Convery, S. (2017). A comparison of Canadian and US CSR strategic alliances, CSR reporting, and CSR performance: Insights into implicit–explicit CSR. *Journal of Business Ethics*, 143(1), 85-98.
- Tsao, S. M., Lin, C. H., & Chen, V. Y. (2015). Family ownership as a moderator between R&D investments and CEO compensation. *Journal of Business Research*, 68(3), 599-606.
- Van Gils, A., Dibrell, C., Neubaum, D. O., & Craig, J. B. (2014). Social issues in the family enterprise. *Family Business Review*, 27(3), 193-204.
- Yoo, T., & Sung, T. (2015). How outside directors facilitate corporate R&D investment? Evidence from large Korean firms. *Journal of Business Research*, 68(6), 1251-1260.
- Zhou, B., Li, Y. M., Sun, F. C., & Zhou, Z. G. (2021). Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation. *Emerging Markets Review*, 100798.