

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA

BIANCA FELIZ OKAMOTO

**ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO E
DESEMPENHO ESG**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
curso de Economia da Faculdade de Economia,
Administração, Contabilidade e Atuária da
Universidade de São Paulo para obtenção do grau
de Bacharel em Economia

Orientador: Prof. Dr. Ariaster Baumgratz Chimelli

São Paulo

2022

BIANCA FELIZ OKAMOTO

**ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO E
DESEMPENHO ESG**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
curso de Economia da Faculdade de Economia,
Administração, Contabilidade e Atuária da
Universidade de São Paulo para obtenção do grau
de Bacharel em Economia

Orientador: Prof. Dr. Ariaster Baumgratz Chimelli

São Paulo

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

OKAMOTO, Bianca

Estudo sobre a relação do desempenho financeiro e desempenho ESG –
São Paulo, 2022.

38 páginas

Área de concentração: Economia

Orientador: Prof. Dr. Ariaster Baumgratz Chimelli

Tese de Graduação – Curso de Economia da Faculdade de Economia,
Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo

1. Desempenho ESG. 2. Assimetria informacional 3. Teoria Agente-Principal
4. Desempenho financeiro.

RESUMO

ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO DO DESEMPENHO FINANCEIRO E DESEMPENHO *ESG*

Por mais que a importância da temática do *ESG* dentro do meio organizacional deva ser ressaltada, autores debatem se realmente existe uma correlação direta entre o desempenho econômico-financeiro e a implementação dessas práticas. O presente trabalho procura realizar um estudo da relação de conceitos inerentes à microeconomia, como teoria do Agente-Principal, teoria dos *stakeholders* e *shareholders*, assimetria informacional, seleção adversa e *moral hazard*, com o desempenho de empresas aderentes às práticas e métodos de *ESG*. Por meio da revisão de literatura acerca desses conceitos fundamentais, torna-se possível o desenvolvimento de um estudo preciso que considere as particularidades inerentes a esse contexto. A implementação desses métodos dentro das organizações, conforme a literatura demonstra, tem como objetivo em mitigar esses problemas, colocando-se, portanto, como uma solução para estes e, dessa maneira, gerar um melhor desempenho para a firma em questão.

Descritores: Desempenho *ESG*. Assimetria informacional. Teoria Agente-Principal. Desempenho financeiro.

JEL: Q56, G11, D82

ABSTRACT

STUDY ON THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL PERFORMANCE AND ESG PERFORMANCE

Despite the importance of the *ESG* theme within the organizational environment should be emphasized, authors debate whether there really is a direct correlation between economic-financial and social performance and the implementation of these practices. The present work seeks to carry out a study of the relationship of concepts inherent to microeconomics, such as agency theory, stakeholder and shareholder theory, information asymmetry, adverse selection and moral hazard, with the performance of companies adhering to *ESG* practices and methods. By means of a literature review about these fundamental concepts, it becomes possible to develop a precise study that considers the particularities inherent to this context. The implementation of these methods within organizations, as the literature demonstrates, has the objective of mitigating these problems, placing itself, therefore, as a solution for them and, in this way, generating a better performance for the company in question.

Key words: Performance *ESG*. Informational asymmetry. Principal-Agent Theory. Financial performance.

JEL: Q56, G11, D82

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1– Tipologia de <i>Stakeholders</i> baseada em três atributos.....	7
Figura 2 – Ciclo da seleção adversa	16
Figura 3 – Componentes do <i>ESG</i>	18
Figura 4– Índice Google Trends de interesse ao longo do tempo: <i>ESG x ODS</i>	19

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Aplicações do Modelo Agente - Principal	11
Tabela 2– Comparação das perspectivas de <i>ESG</i> e Agenda 2030.....	20
Tabela 3 - Modelos de remuneração variável mais utilizados no Brasil.....	28

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	1
2.	REVISÃO DA LITERATURA	5
2.1.	TEORIA DOS SHAREHOLDERS	5
2.2.	TEORIA DOS STAKEHOLDERS.....	6
2.3.	INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA	9
2.3.1.	TEORIA DO AGENTE-PRINCIPAL.....	11
2.3.2.	MORAL HAZARD	13
2.3.3.	SELEÇÃO ADVERSA.....	15
2.4.	ESG	17
3.	ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E ESG.....	21
4.	CONCLUSÃO	32
	REFERÊNCIAS	34

1. INTRODUÇÃO

O contexto climático mundial, o cuidado com o aquecimento global e boas práticas de governança eclodiram, em termos de importância, a partir dos anos 70 e vem, desde então, ganhando cada vez mais destaque, seja no âmbito empresarial, acadêmico ou dentro das pautas governamentais. Com o passar dos anos, iniciativas públicas e privadas vêm procurando desenvolver novas metodologias que procuram causar mudanças nos paradigmas vigentes na sociedade, de forma a maximizar seus valores e garantir bem-estar social. Além disso, o aumento da população mundial e o modelo de consumo atual tem levado à necessidade e urgência de novas medidas para a resolução de questões importantes, que caso mal resolvidas podem se colocar como uma forte barreira ao desenvolvimento econômico e social no mundo (CALLENS e TYTECA, 1999).

As organizações, de maneira geral, procuram desenvolver relatórios ambientais e de responsabilidade social, que incluem *KPIs*¹ que tratem sobre esses parâmetros, a fim de avaliar a adequação de suas operações e atividades a esses aspectos. No entanto, essa prática não é uniforme, verificam-se diferentes métricas de análises e métodos, que dificultam a realização de uma comparação adequada entre os mesmos índices para diferentes empresas ou setores industriais. O monitoramento atual do processo produtivo de uma determinada empresa tem grande valor em contribuir para o desenvolvimento de um modelo sólido, que permita a compreensão e dimensionamento dos problemas, propor ações para sua mitigação, e, ainda, ser capaz de agregar valor ao processo, produto final e organização como um todo (TAHARA et al., 2005).

Segundo a Bloomberg (2021) investimentos ligados a ESG aumentou nos últimos anos, a medida que aumentou preocupações ligado a esse tema. Assim, a Bloomberg mostrou que em 2020 o mercado de *ESG ETF*² aumentou 318% e uma analise feita pela Bloomberg (2021) mostou que a projeção é que os ativos ligados ESG alcance US\$ 53 trilhões até 2025, o que representa um terço dos ativos totais sobre gestão (BLOOMBERG, 2021). Desse modo, atrelar as atividades e operações

¹ Sigla em inglês para “Key Performance Indicator”. Essa sigla pode ser traduzida para Indicador Chave de Desempenho.

² ETF é a sigla em inglês para Exchange Traded Fund.

de uma determinada organização às boas práticas e métodos do *ESG*³ tem sido algo cada vez mais frequente no meio organizacional, pois essas características têm recebido maior atenção de investidores e *stakeholders*, ou seja, as empresas aderentes ao *ESG* tendem a se destacar em relação às demais. No entanto, a ausência de métodos definidos de monitoramento e controle, entre outras questões, geram situações que acabam sendo prejudiciais para a empresa. *Moral hazard*, seleção adversa, problema do Agente-Principal e informações assimétricas são alguns problemas recorrentes em organizações, independente do setor em que estas atuam. Cabe a seus administradores procurarem alternativas válidas para mitigação dessas questões na implementação de práticas de *ESG*.

Sendo assim, neste trabalho procura-se realizar um estudo acerca da relação de como práticas de *ESG* nas empresas, influenciadas por problemas relacionados à teoria do Agente-Principal e assimetria informacional, impacta o desempenho econômico-financeiro de uma determinada organização.

Apesar do conceito *ESG* ser bastante antigo, esse assunto somente ganhou relevância nas últimas décadas. Como resultado desse explosivo interesse, os *shareholders* começaram a se preocupar e orientar as ações das organizações frente as práticas socioambientais. É possível notar uma relação entre as práticas *ESG* adotadas pelas empresas e o campo da microeconomia sobre informação assimétrica. Desse modo, esse estudo tem como objetivo, por meio de uma pesquisa exploratória, utilizar a teoria da informação assimétrica para conduzir a revisão da literatura empírica a respeito do desempenho das empresas que aderem às boas práticas socioambientais e governança corporativa.

Para a concretização desse objetivo geral, foram definidos objetivos específicos que conduzem a execução desse trabalho para a concretização de seu propósito, sendo eles: compreender as relações entre as questões de assimetria informacional dentro do âmbito da sustentabilidade corporativa, estudar mecanismos utilizados para superar o problema do Agente-Principal, comparar o desempenho econômico-financeiro das empresas que adotem boas práticas de *ESG* em relação às demais organizações do mercado.

³ Sigla em inglês “Environmental, Social and Governance”.

Tendo em vista complexidade da relação entre assimetria informacional e as práticas ligadas à *ESG*, a hipótese central desse trabalho consiste no fato de que empresas que adotam práticas de *ESG* apresentam melhor desempenho econômico-financeiro se comparada às demais no mercado. Isso seria explicado pela ideia de que ao implementarem ações e metodologias inerentes às práticas ligada a sustentabilidade, questões sociais e governança corporativa, as organizações seriam capazes de alcançar melhores resultados, pois dessa forma mitigariam situações que afetam seu desempenho financeiro, como processos decorrentes de danos ambientais e acesso a mercados que demandam bens e serviços com baixo impacto ambiental. Dentro dessa hipótese a informação assimétrica é importante no que diz respeito à verificação e monitoramento de práticas *ESG*. Ou seja, informação assimétrica é útil para entendermos se o que as empresas reportam de fato correspondem à realidade no momento de compararmos índices de performance.

A pesquisa se baseia em uma revisão crítica da literatura de artigos acadêmicos, tanto qualitativos quanto quantitativos, inseridos dentro do debate de sustentabilidade corporativa. Desse modo, busca-se através de uma pesquisa exploratória investigar a relação entre performance financeira ligada à *ESG* das empresas. Essa investigação irá focar em evidenciar os principais problemas encontrados, em relação a assimetria de informação, dentro da sustentabilidade corporativa, trazendo à luz conceitos da microeconomia.

O trabalho foi realizado ao longo do segundo semestre de 2022 do curso de Economia na Universidade de São Paulo. Após a introdução do problema e apresentação do escopo da pesquisa, o tema é estudado mais profundamente a partir dos objetivos propostos. O trabalho está estruturado em quatro seções principais. No capítulo 1, parte inicial do trabalho, em que se faz a definição de sua proposta, a partir de uma introdução a respeito do tema de pesquisa, objetivos principais e secundários, hipóteses, estrutura e metodologia. O capítulo 2 contém uma revisão da literatura, considerando os conceitos e definições mais importantes inerentes a realização deste trabalho. Esta seção é importante para dar o suporte teórico da pesquisa e destacar os pontos mais relevantes dentro do tema de *ESG* e os conceitos de microeconomia. Por meio desse estudo, a autora traz a base teórica necessária a respeito de temas como Teoria do Agente-Principal, assimetria informacional, Teoria dos *Stakeholders*, Teoria dos *Shareholders*, seleção adversa, *moral hazard* e *ESG*. Em posse desse

conhecimento, torna-se possível a concretização dos objetivos do trabalho e a realização da etapa seguinte. No capítulo 3 são destacadas as relações entre os conceitos teóricos definidos anteriormente no Capítulo 2 com a implementação de práticas de *ESG* dentro das empresas, trazendo casos reais relevantes à literatura estudada. Por fim, no capítulo 4 foi apresentado a conclusão do trabalho. Nesta seção mostra que com base na literatura estudada, as evidências empíricas apresentadas nos estudos acadêmicos sobre relação entre as práticas de *ESG* e performance financeiro-econômico é de difícil correlacionamento. Uma possível explicação para esse resultado é a dificuldade de se medir e monitorar práticas *ESG* em decorrência de problemas de assimetria de informação.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Nesta seção de revisão de literatura, são definidos os conceitos mais importantes que fornecem a base teórica para o desenvolvimento deste trabalho. Sendo assim, serão discutidos temas tais como: teoria dos *shareholders*, teoria dos *stakeholders*, informação assimétrica, teoria do Agente-Principal, *moral hazard*, seleção adversa e *ESG*.

2.1. TEORIA DOS SHAREHOLDERS

A teoria dos *shareholders* passou a ser debatida a partir da argumentação de Milton Friedman, em 1970, na qual o autor passou a defender que a única responsabilidade social que as empresas deveriam apresentar é a maximização dos lucros de seus acionistas, desde que dentro de um contexto legal e ético. A partir dessa maximização dos lucros do acionista, aumentaria o bem-estar da sociedade. Relaciona-se com a ideia de que executivos tendem a acreditar que a estratégia do negócio deve considerar a opinião e necessidades de seus acionistas e proprietários, uma vez que estes são os mais interessados no negócio. Desde então, passou a ser dominante em estudos econômicos e na análise econômica, ligada às teorias econômicas neoclássicas da firma, entre elas teoria da agência, da propriedade e do nexo de contratos (FRIEDMAN, 1970).

Escândalos corporativos nos anos 2000 e a crise financeira de 2008 foram episódios que fizeram com que essa teoria passasse a ser questionada como modelo corporativo de governança predominante. Alguns autores, como Prata (2022), apontam que a própria crise de 2008 foi uma expressão clara da falha desses modelos de governança corporativa da época, pela inexistência de mecanismos de controle adequados a fim de evitar situações similares.

Diante desse contexto, houve uma mudança da visão adotada na teoria dos acionistas que passaram a considerar a ideia de maximização do valor da empresa que não necessariamente se restringe aos lucros da companhia. Nesse novo modelo, o enriquecimento do acionista acompanharia uma melhoria na performance econômica do sistema como um todo. Se a satisfação de interesses sociais (como *ESG* e responsabilidade social) contribui para a maximização do valor do acionista,

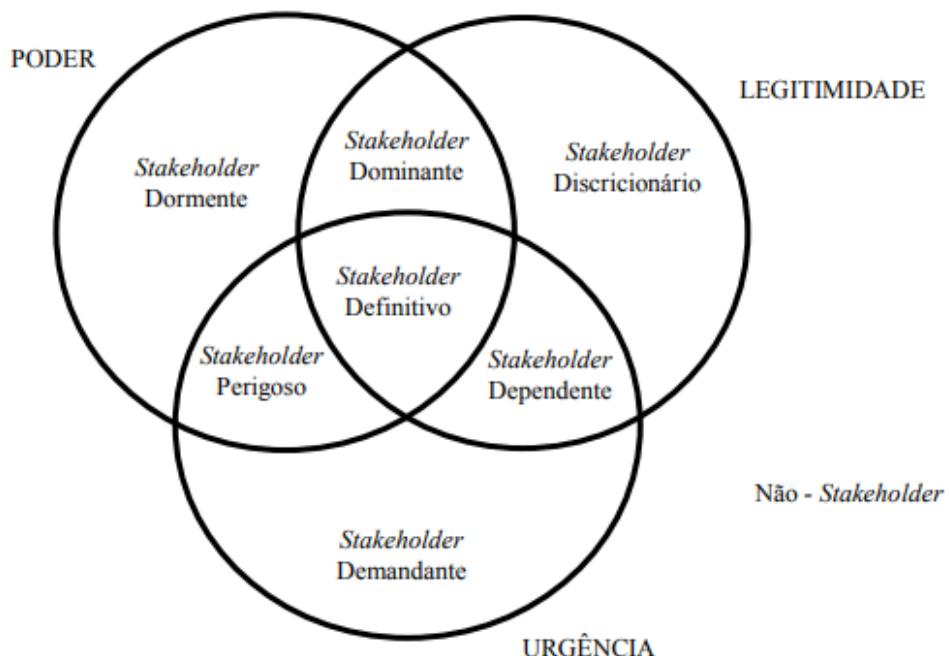
portanto tais interesses também devem ser buscados pela organização, indo de acordo com a proposição de Jensen (2002) da maximização “iluminada” do valor do acionista (*enlightened value maximization*). Essa teoria elaborada pelo autor defende que as empresas só vão maximizar seu valor se forem levadas em consideração os interesses dos *stakeholders*.

2.2. TEORIA DOS STAKEHOLDERS

Antes de definir essa teoria, é importante entender o termo *stakeholder*. Freeman (1984), um dos primeiros estudiosos a usar esse termo, define *stakeholder* como qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pela realização dos objetivos da empresa. Assim, a teoria dos *stakeholders* considera não só os interesses dos acionistas, mas também de todos os grupos de interesse relacionados com a empresa. Essa teoria apresenta uma abordagem administrativa, que procura trazer uma ênfase no relacionamento entre as diferentes partes relacionadas com a empresa e na promoção de seus diferentes interesses, visando o sucesso financeiro e sustentável do negócio a longo prazo (BORBA, 2005).

Segundo Mitchell et al. (1997), os *stakeholders* podem ser classificados em função de atributos, como poder, legitimidade e urgência. Logo, a importância dada pelos administradores a cada um destes grupos seria influenciada e dependente da ocorrência dessas características, sejam elas isoladas ou em conjunto com determinado grupo de interesses. Dessa maneira, Mitchell et al. (1997) desenvolveram essa tipologia de definição de cada grupo, representada esquematicamente na Figura 1.

Figura 1– Tipologia de Stakeholders baseada em três atributos



Fonte: Mitchell et al. (1997).

Dentro de uma organização, de acordo com a teoria dos *stakeholders*, os executivos devem executar processos de modo a satisfazer os grupos de interesse da empresa. A esses agentes cabe a tarefa de gerenciar e alinhar os relacionamentos e interesses desses grupos bastante distintos entre si, como acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidades, entre outros, visando garantir o desempenho positivo da companhia no longo prazo (BORBA, 2005).

Sendo assim, Clarkson (1995) define o propósito principal, econômico e social de uma organização como a criação e distribuição do valor gerado pela companhia para todos os seus *stakeholders*, sem favorecer um grupo específico. Deve-se ressaltar que tanto riqueza quanto valor não devem ser definidos apenas em termos econômicos ou financeiros, como preço de ação, dividendos ou lucros, tendo uma definição mais ampla, que leva em consideração outros aspectos.

Donaldson e Preston (1995) relacionam essa teoria com a teoria de agência, concepção na qual os administradores seriam os agentes dos *stakeholders*, sendo que esses se diferenciam em termos do nível de interesse sobre a empresa, gerando um estado de constante desequilíbrio. Logo, passa a ser tarefa da administração

manter esse equilíbrio, balanceando as diversas reivindicações dos *stakeholders*, de forma a garantir o bem-estar da organização.

A maximização do valor de mercado da empresa a longo prazo só passa a ser possível se os administradores levarem em conta todos os componentes e grupos de interesse envolvidos, afirma Jensen (2002). Os administradores, uma classe privilegiada de *stakeholders*⁴, devem identificar os demais grupos e coordenar suas ações, de forma a satisfazer tais interesses, dentro de um conjunto de valores coerentes e consistentes. Assim, a ação dos administradores deve evitar comportamentos oportunistas e prejudiciais à organização e demais *stakeholders*.

No entanto, autores, como Jensen (2002), trazem à luz críticas com relação à teoria dos *stakeholders*. O autor defende que a ideia de equilíbrio entre os interesses dos diversos grupos não é tida como uma concorrente da teoria neoclássica, na qual o objetivo das companhias é maximizar seu valor, por não fornecer uma especificação do propósito da corporação. Portanto, diante da ausência de uma missão definida com clareza, as organizações que adotem essa teoria tendem a acabar passando por situações de confusão gerencial, conflitos, ineficiência e, eventualmente, o fracasso em termos corporativos.

Outra crítica da teoria dos *stakeholders* mostra a dificuldade de priorizar e atender os interesses de todos os *stakeholder*. Os autores Freeman e Mcvea (2000) evidenciam a complexidade de identificar e hierarquizar o grau de importância dos *stakeholders*. Como cada grupo teria interesses e objetivos diferentes, sem a definição de um critério justo para orientar a decisão. Desse modo, a dificuldade em satisfazer todos interesses distintos entre os *stakeholders* acarretará uma situação de conflito.

Jensen (2002) e Sternberg (1999) também corroboram com tal visão e destacam que a falta de governança corporativa, sem objetivos e prioridades claros, evidenciaria a fragilidade da teoria dos *stakeholders*, pois a teoria não estabelece diretrizes para a identificação dos públicos envolvidos de modo a adequar os benefícios e interesses conflituosos dos *stakeholders*. Percebe-se que a falta de governança e a assimetria de informação pode levar a executivos das empresas tentarem apenas expandir sua influência dentro da organização, não alocando os recursos de forma eficiente e sem tentar atender os diferentes grupos de *stakeholders*.

⁴ Segundo Borba (2005) os administradores são considerados uma classe privilegiada dos *stakeholders*, pois são responsáveis por identificar os demais grupos e contam com grande influência dentro da empresas.

Outra questão que aparece como crítica à essa teoria está relacionada com ao compromisso social das empresas. Segundo essa visão é defendido que as empresas não são responsáveis por todos os grupos que estejam relacionados com a atividade da empresa. Sternberg (1999) considera o fato de que as operações de uma organização tem a capacidade de afetar um determinado grupo não implica na responsabilização direta da empresa por tal grupo. Para a autora, membros da sociedade poderiam interromper sua cooperação com a empresa em qualquer momento, porém estes não têm a autoridade necessária para obrigar a organização a ser responsável por eles, sendo a responsabilidade social caracterizada como uma intimidação feita pela sociedade às companhias.

Borba (2005) observa como crítica à teoria do *stakeholder*, por meio de Jensen (2002) e Sternberg (1999), que a empresa ao tentar conciliar os diferentes interesses dos *stakeholder* não conseguiria gerar valor. Sternberg (1999) defende que apenas serão gerados benefícios para sociedade se for verificada uma maximização do valor da empresa para os investidores, pois caso contrário não se verificará qualquer tipo de investimento e, consequentemente, nenhuma riqueza ou benefício serão gerados. Jensen (2002), portanto, afirma que esta teoria indica a destruição de valor da empresa e redução do bem-estar social, apesar de procurar conciliar a ideia de maximização do valor e o alinhamento dos interesses dos *stakeholders* em seu conceito de *enlightened value maximization*.

Ligado à teoria do Agente-Principal, surge outra crítica à teoria dos *stakeholders*. Os executivos, por pensarem apenas no sucesso e retorno de curto prazo, não atuariam de acordo com os interesses do principal, no caso os *stakeholders*. Assim, na prática a teoria dos *stakeholders* ficaria comprometida, decorrente do problema do Agente- Principal.

2.3. INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA

A assimetria informacional pode ser definida como uma situação na qual uma das partes envolvidas na transação não possui todas as informações necessárias para conferir se os termos do contrato que está sendo proposto são mutuamente aceitáveis, benéficos e serão implementados. Nesse fenômeno, as partes envolvidas passam a ter que despeser recursos para que uma das partes seja capaz de

monitorar a outra, aumentando o custo total da relação, orientada por meio de um contrato, seja ele formal ou informal (MILGRON e ROBERTS, 1992).

A assimetria de informação é considerada uma ineficiência de mercado. Quando uma transação envolve incertezas e são conhecidas por todas as partes envolvidas na transação, essa situação não é considerada ineficiência de mercado. Todavia, quando uma das partes possui mais informações que a outra parte, então é possível afirmar que uma das partes possui informação privilegiada, ou seja, existe a assimetria de informação, consequentemente tem-se caracterizado uma ineficiência de mercado.

Verifica-se que os contratos são meios eficientes de minimizar as assimetrias de informação. Assim, provisões podem ser adicionadas aos contratos como meio de contornar as ineficiências de mercado. Pode-se verificar a existência de custos *ex-ante* isto é, anteriores ao seu estabelecimento, referentes à negociação, preparação e monitoração de um acordo, assim como podem ocorrer *ex-post*, devido a alterações e adaptações realizadas após a execução do contrato. Nascimento e Reginato (2008) destacam a existência de quatro momentos críticos que demandam atenção: problemas na criação, controle, desempenho e conclusão.

Dentro dos modelos de assimetria de informação existe o modelo de Agente-Principal. Nesse modelo o Principal seria a parte que propõe o contrato e o Agente a parte que decide aceita ou não o contrato.

Com base no livro do Nicholson e Snyder (2007) sobre “Teoria Microeconomia: Princípios Básicos e Extensões” existem dois modelos principais de informação assimétrica: *Moral Hazard* e Seleção Adversa. Sobre o modelo de *Moral Hazard*, também conhecido como “*hidden-action*”, as ações do Agente afetam o Principal, mas este não observa as ações diretamente. Já sobre o segundo modelo o Agente tem informações privadas antes de assinar o contrato com o Principal. Esse modelo também é conhecido como “*hidden-type*”. Esses dois modelos serão analisados mais detalhadamente e relacionados com o tema do presente trabalho nos próximos tópicos.

Conforme apresentado na Tablea 1, Nicholson e Snyder (2007) destaca algumas aplicações dos modelos de assimetria informacional. Vale destacar que uma parte que é considerada o Principal em uma situação pode ser apontada como Agente

em outra transação, por exemplo o Gerente é visto como Principal em uma situação com seus subordinados, mas é visto como Agente diante dos acionistas da firma.

Tabela 1 - Aplicações do Modelo Agente - Principal

Agente com informação privada			
Principal	Agente	<i>Hidden Type</i>	<i>Hidden Action</i>
Acionistas	Gerente	Abilidade do gerente	Esforço
Gerente	Empregado	Habilidade do trabalho	Esforço
Seguro Saude	Comprador do Seguro	Valor do seguro	Cuidado para evitar quebra da empresa
Estudante	Professor	Conhecimento sobre a matéria	Preparação

Fonte: Nicholson e Snyder (2007).

2.3.1. TEORIA DO AGENTE-PRINCIPAL

Escândalos de má gestão em empresas multinacionais levaram à elaboração do relatório do *Cadbury Committee*⁵ em 1992, no Reino Unido, a respeito das causas desses eventos atrelados à gestão oportunista de empresas. Os estudos de Jensen e Meckling (1976) se colocam como uma base explicativa para a Teoria do Agente-Principal.

A Teoria do Agente-Principal consiste na existência do conflito de interesse entre duas partes. Esse problema surge quando os interesses das partes não estão alinhados e o Agente atua em benefício próprio, com o intuito de maximizar a sua utilidade. Nessa teoria, uma das partes (o Principal) delega para a outra parte (o Agente) suas tarefas. O Agente, por sua vez, é recompensado por atuar em favor dos interesses do Principal. Quando o Agente atua em benefício próprio o Principal perde

⁵ O relatório Cadbury foi emitido pelo comitê “Financial Aspects of Corporate Governance” e lançou o código de melhores práticas que as empresas deveriam cumprir.

utilidade. Normalmente esse problemas acontecem devido a informação privilegiada do Agente que o Principal tem dificuldade de observar (SAPPINGTON, 1991).

O alicerce central da teoria é o pressuposto de que é impossível a maximização da função utilidade caso esta não seja sua própria, afinal o comportamento é baseado no conjunto de objetivos e preferências inerentes a cada indivíduo. Quando o Agente não é capaz de gerenciar os recursos de propriedade do Principal, com o objetivo da maximização da função utilidade deste, surge o problema do Agente-Principal, oriundo da incongruência do comportamento do Agente com as expectativas do Principal. Além da natureza humana utilitarista e racional, a inexistência de um contrato bem delineado favorece a ocorrência desse tipo de conflito (LACRUZ, 2020).

Essa teoria favorece a análise da qualidade do serviço de um Agente contratado, ao fornecer uma relação entre seu desempenho e os mecanismos de governança aplicados em um contrato. A Teoria do Agente-Principal considera a impossibilidade de desenho de contratos ótimos, em função da assimetria informacional, elevados custos de observação e mensuração dos esforços. (BRANDÃO e SARAIVA, 2007)

Sztajn e Zylbersztajn (2005) destacam que por meio desse modelo teórico a ação oportunista dos Agentes é favorecida, decorrente de um não alinhamento dos interesses entre as partes e assimetria de informação entre os Agentes. No entanto, os autores destacam a possibilidade de definição de melhores contratos, a partir da alocação eficiente do risco ou de mecanismos contratuais como aumento de custo para quebra de contratos, ainda que isso seja limitado devido à racionalidade limitada dos Agentes e a disponibilidade de informações.

Nessas situações, ressalta Martins (2018), duas lógicas de ação distintas devem ser consideradas, de acordo com o momento do processo. O controle *a priori* se dá por meio da conformidade com as regras, leis e contratos estabelecidos, ao passo que o controle *a posteriori* envolve incentivos, benefícios, multas e penalizações ao Agente.

Um processo decisório pode ser dividido em quatro etapas, de acordo com Fama e Jensen (1983): iniciação, ratificação, implementação e monitoramento. As etapas de iniciação e implementação são processos que devem ser combinados na função gerenciamento da decisão, ao passo que as etapas de ratificação e monitoramento devem ser combinadas na função gerenciamento do controle, tendo

em vista que esses conjuntos tendem a ser desempenhados pelos mesmos grupos de indivíduos. Para os autores, um sistema eficiente requer a separação entre essas etapas de gerenciamento da decisão e o gerenciamento do controle, pois permite a redução ou controle dos problemas do Agente-Principal.

Dentro do processo decisório, inserido em uma organização, Jensen e Meckling (1995) debatem sobre a necessidade de sua descentralização, considerando os conhecimentos específicos e gerais. Em casos em que o conhecimento é importante e influencia o processo decisório, passa a ser interessante combinar a autoridade da decisão com os conhecimentos, seja através da transferência dos direitos de decisão ou dos conhecimentos em si. Obviamente, existem casos em que não é possível esta transferência de conhecimentos específicos, portanto nesses a maioria dos direitos de decisão devem ser delegadas àqueles que possuem tais conhecimentos, além da necessidade de implementar sistemas de controle para reduzir eventuais problemas de Agência.

Sendo assim, passa a ser de fundamental importância o desenvolvimento de um sistema de controle, que garanta ao mesmo tempo a mensuração e avaliação do desempenho, acompanhada de recompensas e punições. Auditorias, sistemas de monitoramento (formais ou informais), restrições orçamentárias, políticas de remuneração e sistemas de incentivo, restrições contratuais são alguns dos mecanismos utilizados com objetivo de reduzir os problemas de Agência. Dessa forma, alcança-se uma maior eficiência organizacional, porém com a incorrência de custos de Agência, isto é, gastos com monitoramento do Principal sobre as atividades dos Agentes (JENSEN e MECKLING, 1995).

2.3.2. MORAL HAZARD

O risco moral, ou *moral hazard*, é um problema pós-contratual, em que uma das partes passa a agir de forma oportunista após a assinatura do contrato, pelo fato de que a outra parte não pode observar adequadamente seu comportamento oportunista. Kotowitz (1987) o define como as ações dos agentes econômicos, que buscam maximizar suas próprias utilidades em detrimento dos outros, em episódios em que eles arcaram com todas as consequências ou não desfrutaram de todos os benefícios de suas ações, em função da incerteza ou contrato incompletos que

contemplem as responsabilidades por danos causados ou benefícios do Agente responsável.

Esse problema pode ocorrer em quaisquer tipos de situações em que se observe o não alinhamento dos interesses entre o Principal e o Agente, em ações cuja observação e monitoramento são difíceis, facilitando o oportunismo. Arrow (1985) compara o risco moral com ações ocultas (*hidden actions*), situações em que as ações dos Agentes são escondidas do Principal, dada a incapacidade de observação e falta de informação para a definição de contratos eficientes.

O risco moral se coloca como presente em diferentes tipos de casos, tendo em vista ser comum em relacionamentos em que uma das partes tenha mais informações que a outra ou que seus interesses não estejam alinhados. Apesar disso, documentar sua existência não é fácil, dado o maior nível de informações que o Agente possui em relação ao investigador, dificultando a verificação da ocorrência do *moral hazard* (NASCIMENTO e REGINATO, 2008).

No mercado de seguros é uma situação recorrente, uma vez que o um indivíduo ou empresa que adquire um seguro poderá tomar mais risco do que o previsto pela seguradora. A seguradora, nesse caso considerado o principal, tem como interesse que o individuo evite acidentes. Todavia, as ações do Agente (individuo que contratou o seguro) não é observado e o monitoramento de suas ações é muito custoso, que o torna inviável. Logo, o Agente pode agir de tal maneira que aumente o risco de ocorrência de um acidente ou dano, gerando o risco moral, o que aumenta a probabilidade do evento que é o fato gerador para o pagamento (PINDYCK e RUBINFELD, 2006).

A ocorrência do risco moral também relaciona-se com a ausência de um sistema de incentivos eficiente nos contratos e é muito mais frequente em contratos de informação assimétrica que não contemplam tais incentivos. Logo, para Kreps (1990), a solução para o *moral hazard* partiria da estruturação da transação de tal maneira que o agente toma ações que beneficie a si mesmo, visando obter tais incentivos e bonificações. Essas ações iriam de encontro com as preferências do principal, de forma a linhar os interesses entre ambas as partes. Assim, mecanismo de incentivo é uma poderosa ferramenta para alinhar os interesses do Agente-Principal, de forma que o administrador visando na maximização da sua própria

utilidade, poderia mostrar um melhor desempenho que reduzisse o problema do Agente-Principal (ROBERTS, 2005).

2.3.3. SELEÇÃO ADVERSA

A seleção adversa é derivada do custo de acesso à informação e surge na seleção de um produto a ser demandado que ocorre de maneira ineficiente, ou adversa, por causa da assimetria informacional entre os ofertantes e demandantes. As decisões de troca de um indivíduo informado dependem das suas informações privadas, de tal maneira que elas afetam adversamente os participantes não informados de um determinado mercado (NASCIMENTO e REGINATO, 2008).

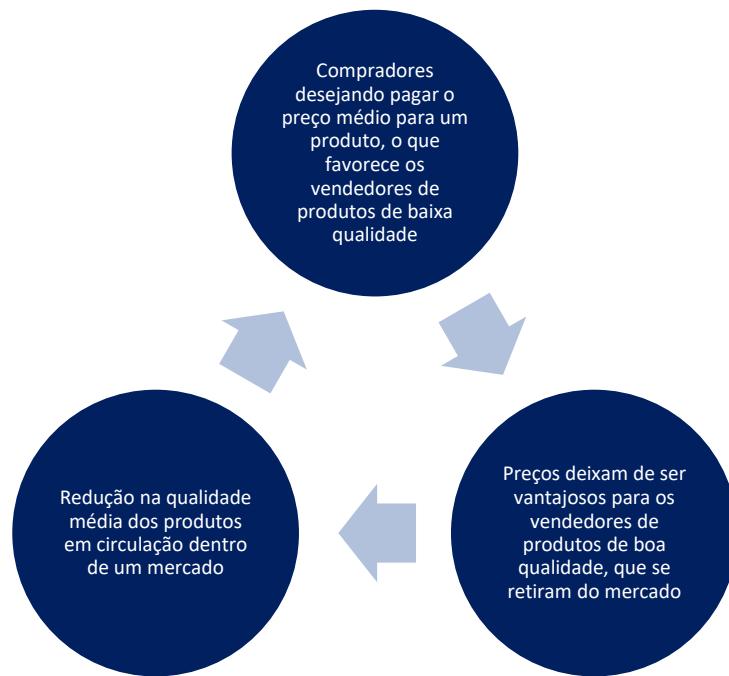
Nessas situações em que as informações são ocultadas ou não compartilhadas por uma parte do negócio, pode-se dizer que o mercado apresenta uma concorrência imperfeita, falha, ou seja, o mercado somente será eficiente se ele for capaz de traduzir todas as informações disponíveis e reagir adequadamente à medida que novas informações sejam disponibilizadas (ARAÚJO e AMARAL, 2008).

Para ilustrar essa situação, Akerlof (1970) desenvolveu um modelo para o mercado de carros usados nos EUA, em que define os carros como bons ou ruins (“limões”). No mercado de carros usados, existe uma assimetria de informação no que se refere à qualidade dos veículos, uma vez que o vendedor possui mais informações a respeito de suas características que eventuais compradores, que passam suspeitar do motivo pelo qual o vendedor está se desfazendo de tal bem.

Os compradores não são capazes de diferenciar claramente um carro bom de um ruim e, por razões óbvias, esses veículos devem possuir preços diferenciados entre si, como forma de recompensar aqueles que possuem carros melhores. No entanto, pela suspeita dos consumidores, a barganha será orientada pelo preço médio dos carros usados disponíveis no mercado (NÓBREGA e JURUBEBA, 2020). Logo, diante da relutância dos proprietários dos veículos bons em vendê-los por um valor menor que o estimado, os “limões” passam a ser a maioria dos veículos disponibilizados no mercado de usados, configurando o problema de seleção adversa. As expectativas dos compradores se alterarão à medida que eles percebam que o mercado é composto de carros de média ou baixa qualidade, acarretando uma queda do preço e uma diminuição na oferta (AKERLOF, 1970).

Nóbrega e Jurubeba (2020) destacam que essa situação pode levar até ao desaparecimento total desse mercado, à medida que a baixa qualidade pode fazer com que não se encontrem mais compradores interessados. Por outro lado, os portadores de veículos de qualidade seguirão aprisionados com seus bens. A Figura 2 traz uma representação do ciclo observado em situações de seleção adversa.

Figura 2 – Ciclo da seleção adversa



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Assim, fica evidente que a principal diferença econômica entre *moral hazard* e seleção adversa consiste no fato de que no modelo “*hidden type*” (*moral hazard*) o Agente possui informação privilegiada antes de assinar o contrato, enquanto que no modelo “*hidden action*” (seleção adversa) o Agente obtém a informação privilegiada depois do contrato (NICHOLSON e SNYNDER, 2007).

2.4. ESG

Na década de 90, momento em que as empresas passaram a enxergar benefícios concretos de práticas que vão além do exigido pelas legislações socioambientais, é firmado o conceito de desenvolvimento sustentável, definido pela Comissão de Brundtland: o dever das empresas atenderem às necessidades lucrativas do presente, sem comprometer a capacidade das gerações futuras em atenderem suas próprias (REDECKER e TRINDADE, 2021).

Elkington (2001) desenvolveu o conceito de *Triple Bottom Line* (tripé da sustentabilidade). O primeiro pilar é o aspecto econômico, princípio bastante destacado dentro das organizações, que visam o lucro e o capital (físico, financeiro, humano e intelectual). O segundo pilar ambiental, mais destacado no tripé, direciona as ações econômicas e sociais, colocando-se a frente dos demais, dada a urgência da necessidade de tomada de ações que visem a impactar positivamente o meio ambiente. Nesse pilar, procura-se compreender a forma como a capacidade de suporte dos ecossistemas varia e se adapta de acordo com o número e comportamento dos atores econômicos que operam dentro deles. Por fim, há o pilar social, relacionado com o conceito de capital social, como uma medida capacidade das pessoas trabalharem em conjunto, em grupos ou organizações, em torno de um objetivo em comum.

O termo *ESG* (*Environmental, Social and Governance*) é mais recente, tendo sido cunhado dentro do Pacto Global da Organização das Nações Unidas. Nessa nova visão, a gestão das empresas é orientada por uma perspectiva que vai além dos interesses dos acionistas, de forma integrada com a noção de interdependência entre as partes que constituem a sociedade, englobando todo o corpo social, de forma a impactar o gerenciamento de riscos e prevenção de episódios que possam afetar o valor das ações para os *shareholders* (ONU, 2004).

Figura 3 – Componentes do ESG



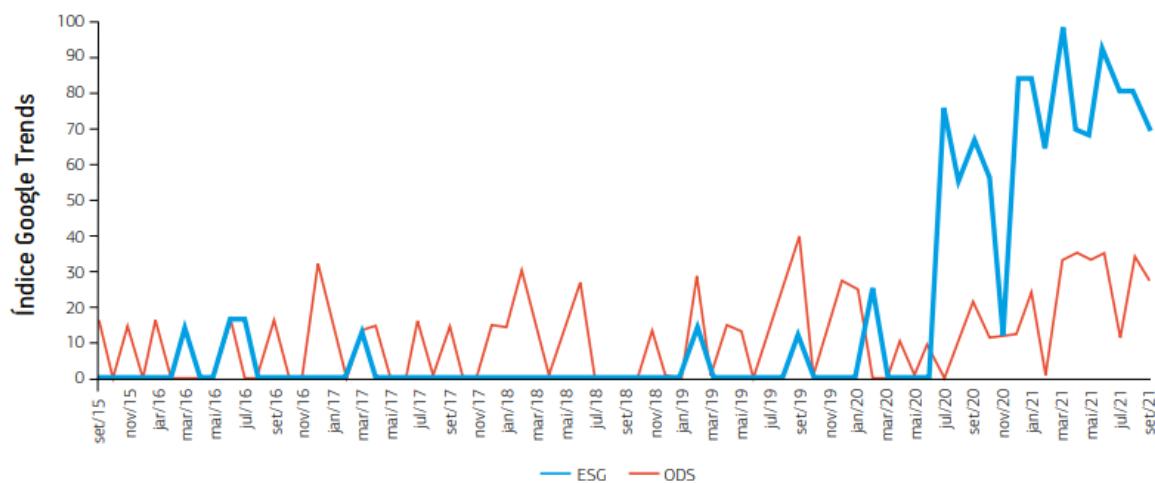
Fonte: Stance (2021).

Environmental (E) corresponde à forma com que a empresa se relaciona com o contexto do meio ambiente no qual ela faz parte, considerando sua dependência com recursos naturais e preocupação com impactos ambientais, dentro de uma perspectiva sustentável. *Social* (S) se relaciona com a incorporação da ética, dentro das práticas sociais de uma empresa, como procedimento condutor de suas atividades com todos seus *stakeholders*, considerando relações trabalhistas, direitos humanos, entre outros atributos. *Governance* (G) é um conjunto de regras, padrões, procedimentos éticos e legais, que conduzem o comportamento de uma organização dentro de um mercado, assim como as atitudes de seus funcionários, com o intuito em aumentar a confiabilidade das empresas e reduzir a propensão a atividades antiéticas ou corruptivas (REDECKER e TRINDADE, 2021).

O aumento do interesse a respeito do ESG é recente, como se pode observar no Gráfico 1, que explicita as buscas a respeito dos termos *ESG* e Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), dentro do âmbito das finanças. Até 2020, havia pouco interesse na temática de *ESG*, recebendo maior atenção apenas nos momentos em que as buscas a respeito de ODS também cresceram. No entanto, com

a pandemia do Covid-19, a sociedade passou a revisar suas ações e metodologias, dando maior ênfase a essa temática, o que resulta no maior interesse nas buscas do Google Trends pelo termo *ESG*, que dispararam a partir de maio de 2020, superando o interesse em *ODS*. É no mínimo curiosa essa situação, tendo em vista que o *ODS* é um referencial-chave para a teoria de *ESG*.

Figura 4– Índice Google Trends de interesse ao longo do tempo: *ESG* x *ODS*



Fonte: Belinsky (2021).

Esse maior interesse no *ESG* pode ser também verificado pelo número de empresas, que possuem métricas para a medição de suas práticas e emitem relatórios ambientais, sociais e de governança. No início da década de 90, menos de 20 empresas emitiram relatórios com informações referentes ao *ESG*, número que saltou para mais de 9 mil no ano de 2016 (AMEL-ZADEH e SERAFIM, 2017).

Para que a implementação das práticas *ESG* seja realmente efetiva, é necessário que haja um alinhamento entre elas e o conceito amplo de sustentabilidade. Atualmente, a Agenda 2030 e os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável instaurados são as definições mais atualizadas acerca da temática da sustentabilidade. Ainda que *ESG* e Agenda 2030 tratem do mesmo assunto e orientação em torno do avanço rumo ao desenvolvimento sustentável, existem diferenças que afetam a possibilidade de alcançar os objetivos necessários para que o bem-estar e segurança das gerações presentes e futuras sejam garantidos. Ou seja, somente a partir do momento em que gestores e investidores passarem a compreender que a implantação do *ESG* não se traduz automaticamente em desenvolvimento sustentável que um futuro melhor poderá ser criado. A Agenda 2030

traz objetivos mais ambiciosos e de caráter mais amplo, sem renunciar aos princípios de integração e interdependência entre os temas tratados. A Tabela 2 traz uma comparação da perspectiva básica de *ESG* em relação a Agenda 2030, no que se refere à avaliação da sustentabilidade empresarial.

Tabela 2– Comparação das perspectivas de *ESG* e Agenda 2030

ESG “BÁSICO”	AGENDA 2030	CONTRASTE
Inspiradas pela visão do desenvolvimento sustentável.	Inspiração coincidente.	
Relacionadas a um mesmo conjunto de temas econômicos, sociais e ambientais.	Temática coincidente.	
Abordagem <i>triple-bottom line</i> : pessoas, planeta e resultados financeiros.	Abordagem 5P: pessoas, planeta, prosperidade, paz e parcerias.	Agenda 2030 é mais ampla: incorpora o bem comum e o contexto institucional.
Voltada à competitividade e perpetuidade das empresas e à sua capacidade de gerar valor apropriável por acionistas e investidores: “Se dar bem, fazendo o bem”.	Voltada ao bem comum: “Criar uma sociedade próspera e sustentável para todos, não deixando ninguém para trás”.	ESG tem como centro os interesses dos acionistas e investidores: a inclusão social surge como um benefício colateral, mas não parte essencial da perspectiva.
Prioriza temas com base na materialidade para a empresa.	Tem por princípio a integração e interdependência entre temas.	Temas importantes, mas que não se encaixem no <i>business case</i> da sustentabilidade, podem ficar fora da perspectiva ESG.
Enfoca a governança corporativa pela perspectiva dos acionistas e de outros <i>stakeholders</i> .	Enfoca a governança corporativa pela perspectiva social ampla, mirando o interesse público.	A Agenda 2030 amplia as expectativas sobre a governança corporativa, demandando atenção também aos interesses da sociedade como um todo, representados pelos ODS.
Metas e métricas estabelecidas com base no entendimento de atores do mercado quanto às implicações que as demandas por sustentabilidade terão sobre os interesses das empresas e de seus investidores.	Metas estabelecidas por meio de negociações multilaterais em nível global, para serem atingidas em nível de país.	A Agenda 2030 e os ODS dizem respeito a mudanças de grande alcance, em nível de país, enquanto a perspectiva ESG considera o nível da empresa.
Preocupação com a magnitude das externalidades (impactos positivos e negativos gerados pela atividade da empresa) depende das expectativas de acionistas e <i>stakeholders</i> e da capacidade da empresa.	A magnitude das metas é definida pela escala dos desafios globais a serem superados.	A ambição da perspectiva ESG tende a ficar aquém do necessário para enfrentar os desafios globais, tanto em termos de escala (magnitude) quanto de tempo (ritmo).
Ritmo definido pela paciência/expectativas dos acionistas e <i>stakeholders</i> .	Ritmo definido pela urgência de superar desafios globais.	

Fonte: Belisnky (2021).

3. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E ESG

Com as perspectivas de um aumento da população mundial, crescimento da economia global e aumento do uso de recursos e seus impactos ambientais, está cada vez mais evidente que manter os negócios como de costume não é uma opção para um futuro sustentável (BOCKEN et al., 2014). Assim, o alinhamento das empresas com as metas de sustentabilidade dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU e as medidas adotadas são de extrema importância para um futuro mais sustentável. Van Bellen (2008) define sustentabilidade como uma nova maneira da sociedade relacionar-se com o meio ambiente, garantindo sua preservação.

O setor privado desempenha um importante papel para o cumprimento das metas da ONU. Diante desse cenário, as empresas estão cada vez mais considerando fatores ligados às ações *ESG* (*Environmental, Social and Governance*). Assim, a preocupação em adotar posturas ambientalmente sustentáveis, socialmente corretas e economicamente viáveis tem estado cada vez mais presente nas definições estratégicas das empresas (HART, 2006; SACHS, 2008; PRAHALAD, 2010). Nesse sentido, as métricas de desempenho ESG vêm sendo cada vez mais utilizadas por estudiosos que entendem serem estas medidas essenciais para a criação de valor e na sustentabilidade das organizações no longo prazo (ALEXANDRINO, 2020).

Como consequência do cenário relatado acima, o debate acerca da relação entre empresas que são preocupadas com *ESG* e uma performance financeira tem ganhado espaço no debate acadêmico. Verifica-se, portanto, uma mudança de postura das empresas em se preocuparem mais com práticas socioambientais, tendo em vista que a sociedade está passando por um período de transição da história industrial, na qual os executivos começam a perceber que os investimentos em *ESG* se constituem como uma oportunidade econômica e competitiva, ao invés de serem colocados como um custo desnecessário ou ameaça (PORTER e VAN DER LINDE, 1995).

Autores como Brockett e Rezaee (2012) destacam que o sucesso financeiro das organizações se relaciona diretamente com as questões atreladas à sustentabilidade, pontuando que a transparência na divulgação das informações de caráter não financeiros e financeiros trazem benefícios, inclusive no que se refere ao desempenho econômico-financeiro da entidade. Através de uma medição adequada

do processo de sustentabilidade e integrando-o com relatórios corporativos, os gestores podem obter *KPIs* relevantes que auxiliem na condução do processo gerencial.

Considerando o aumento de importância que *ESG* teve nas corporações, passa a ser fundamental analisar a relação entre o problema do Agente-Principal e a preocupação de sustentabilidade das empresas. Essa teoria identifica a existência de informação assimétrica entre os investidores (Principal) e os executivos das empresas (Agentes), bem como possíveis ineficiências de mercado e mecanismos para mitigação destas situações.

A teoria dos *shareholders*, a qual está associada à teoria clássica de finanças de maximização do lucro da empresa, defende que investimentos em práticas ligadas à *ESG* gera custo para as organizações, impactando negativamente na performance financeira. Diante de um menor retorno financeiro, a empresa se tornaria menos atraente para os investidores. Os autores Barnett (2007), Simpson e Kohers (2002) defendem a visão de que um maior investimento em atividades socioambientais gera mais custos, e assim desvantagem competitiva, prejudicando a performance financeira das organizações.

As empresas seriam vistas como “caixas pretas” que visam apenas a maximização do lucro, de acordo com a teoria dos *shareholders*. Segundo Hendrik Kimmerle (2019), a teoria neoclássica da firma está relacionada com a Teoria do Agente-Principal, por meio dessa visão que considera as empresas como “caixa pretas” em que os investidores têm como informação acerca dos objetivos das empresas apenas o seu intuito de maximização do lucro, de modo que teria uma assimetria de informação entre os investidores e os administradores das empresas.

Estudos recentes mostraram as limitações dessa teoria da maximização do valor do acionista, uma dessas críticas consiste no fato dessa teoria desconsiderar os interesses dos shareholder ou ainda deveres éticos e moral dos executivos. Assim, as empresas que se preocuparem com a sustentabilidade passariam a se diferenciar da indústria como um todo, com os autores Jensen & Meckling (1976) afirmando que:

Várias tentativas importantes foram feitas nos últimos anos para construir uma teoria da firma, substituindo outros modelos de maximização de lucro ou valor, com cada uma dessas tentativas motivadas pela convicção de que a

última é inadequada para explicar o comportamento gerencial em grandes corporações (JENSEN e MECKLING, 1976, p.3, tradução da autora).

O seguinte exemplo é pródigo em mostrar a teoria dos *stakeholders*. O recente caso da Shell mostra como as pressões da sociedade e governo estão levando as empresas a investirem em práticas sustentáveis. Nesse evento, que ocorreu no início de 2021, a justiça da Holanda, atendendo a pedidos de uma organização não governamental, determinou que a Shell terá como meta a diminuição de suas emissões de gases de efeito estufa em 45% até 2030 (comparado com 2019). Essa nova meta foi mais agressiva do que a empresa pretendia. Desse modo, nota-se que não só acionistas, mas também outros agentes da sociedade estão influenciando as empresas a adotar práticas mais sustentáveis.

Assim como na seleção adversa, a assimetria de informação se encontra antes do acordo entre as partes, no caso que se considera o Principal o investidor e o Agente os executivos da empresa. A informação assimétrica está na escolha das empresas que o investidor escolherá para investir. No mercado financeiro as informações que os investidores detêm para escolher onde alocar seus recursos são muito importantes, pois irão determinar as previsões de retorno que o ativo vai gerar. A informação sobre a preocupação das empresas sobre *ESG* tem ganhado muita relevância na escolha dos ativos que se pretende investir. Assim, saber se a empresa tem metas de sustentabilidade, de inclusão social e de boas práticas de governança, são algumas das características que os investidores analisam para a escolha do ativo. Para melhor analisar essas características, os *ratings* de sustentabilidade como o MSCI tentam oferecer uma métrica para análise de *ESG*. Pompella e Constantino (2022) mostram que o aumento de importância de *ESG* desencadeou o desenvolvimento de índices, *ratings* e indicadores ligados a *ESG* que permitam aos investidores tomarem decisões com mais fundamentos.

Todavia, as métricas de *ESG* divulgadas pelas empresas podem ter informações equivocadas. Segundo Kimmerle (2019), as cotas negociadas na bolsa de empresas sustentáveis podem estar sendo sobrevalorizadas, dada a assimetria informacional verificada nesse contexto, gerando o problema da seleção adversa. Assim, fica evidente que devido a assimetria de informação ocorre uma falha de mercado, de modo que ações de uma empresa pode não corresponder com o seu

valor real. Outros autores também corroboram com essa visão, como se pode verificar abaixo:

Tal corrida e pressa em torno do ESG pode gerar espaço para atitudes especulativas que podem minar a robustez do sistema financeiro e alavancar tentativas de “más finanças”, nas quais a tentação para tomar vantagem das assimetrias informacionais pode levar ao desenvolvimento de produtos relacionados ao ESG para ludibriar investidores conscientes, mesmo que tais produtos não estejam necessariamente baseados na conformidade com as práticas de ESG e nem corroborados por evidências robustas e informações (POMPELLA e CONSTANTINO, 2022, p. 480, tradução da autora).

Esse problema sobre as métricas de ESG utilizadas evidenciam a necessidade de órgão regulador que monitore as métricas ligadas à ESG utilizadas na tomada de decisão dos investimentos. Apesar dos indicadores de performance financeira das empresas estarem amplamente desenvolvidos e padronizados, os indicadores de desempenho ESG ainda são preliminares. O estudo do Bilio et al. (2020) conclui que existem poucas métricas ligadas à ESG que sejam comuns entre as agências de *rating* e essa heterogeneidade leva as principais agências de *rating* a atribuir classificações com pesos e medidas distintos para as empresas. Desse modo, a utilização ESG score pode ser difícil de utilização para os investidores na avaliação das empresas. Apesar da crítica sobre a utilização dos *rating* ESG, eles tem sido importantes para a estratégia de investimento. Em Fevereiro de 2022, ESMA⁶ publicou “*Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*” a qual lista os principais desafios ao analisar riscos associados à ESG. Nesse relatório ESMA alerta os investidores sobre os dados ligados a ESG e afirmam:

As lacunas de dados não podem ser totalmente preenchidas por dados ESG ou por provedores de classificação cujas metodologias, limitações e suposições precisam ficar mais transparente. No geral, lacunas de dados, baixa qualidade e falta de transparência pode levar a deturpações e a uma má alocação/precificação incorreta de investimentos (ESMA, 2022, página 19, tradução da autora).

⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA) é uma autoridade independente da União Européia que tem como objetivo garantir a estabilidade do sistema financeiro da União Européia.

Esse problema demonstrado pelo estudo anterior mostra um dos desafios dos investidores, os quais ao se basear nos *ratings* ligados a *ESG* na escolha dos ativos, pode favorecer ocorrência do problema do Agente-Principal. SAHIN, et al (2022) corrobora com essa visão e realiza um estudo sobre a ausência de informação publicadas pelas empresas relacionados a *ESG*, de forma a impactar os *ESG ratings* das empresas. Borba (2005) contribui com a visão anterior e contribui afirmando que a maioria dos estudos que investigaram a relação entre desempenho financeiro e socioambiental tiveram problemas quanto aos indicadores ligados à performance sustentável.

Estudos sobre possíveis conexões entre valores de desempenho social e financeiro terem seus méritos, a maioria deles não inclui indicadores confiáveis no que tange à determinação da variável independente, ou seja, sobre os indicadores relacionados à administração dos *stakeholders* ou ao desempenho social corporativo. (...) Nesta mesma linha, Wood (1995) citado por Freeman e McVea (2000, p. 198) afirma que tal causalidade é complexa pois a relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro é ambígua, já que não existe uma medida abrangente de desempenho social corporativo. (BORBA, 2005, p. 28)

A partir do trecho acima, o autor demonstra um dos problemas de estudos que tentam justificar a teoria do *stakeholder*. Pompella e Constantino (2022) colaboram com essa visão e afirmam que a falta de transparência e de regulação torna estridente a comparação entre relatórios financeiros tradicionais, fortemente regulados, confiáveis e comparáveis, enquanto os relatórios *ESG* ainda se posicionam em uma zona cinzenta. Retomando o problema do Agente-Principal, fica evidente nesse caso que o Principal, os investidores, não possuem informação sólida suficiente para basear sua tomada de decisão na escolha das empresas para investir.

A assimetria informacional se coloca como um fator que acaba favorecendo a prática do *greenwashing*. O conceito é um neologismo, formado da união de duas palavras: *green* (verde) + *washing* (lavagem), que indica a ideia do que ocorre em algumas situações, quando empresas que se afirmam sustentáveis, com práticas em que ocorre como uma “lavagem” das informações, de forma a ocultar ou persuadir o consumidor a acreditar que a empresa adota práticas sustentáveis. Como cada vez mais a sustentabilidade é algo buscado por consumidores e investidores, as

organizações com o objetivo de passar a imagem de uma de uma empresa responsável em termos de sustenáveis é cada vez mais comum (SOUZA, 2017).

No entanto, essas práticas de *greenwashing* acabam enfraquecendo e tirando a legitimidade do paradigma da sustentabilidade ambiental, ao passo que essas medidas socioambientais passam a ter um significado meramente simbólico e não representem de fato ações concretas. Dessa forma, pode-se verificar a ocorrência de seleção adversa nesse âmbito, uma vez que empresas que não desenvolvem práticas sustentáveis acabam se colocando como equivalentes às aderentes e seus *stakeholders* não possuem informações necessárias para comprovar a veridicidade desses fatos (VOS, 2014).

Com isso, as empresas ambientalmente responsáveis acabam sendo equiparadas às demais, não tendo uma maximização de seu valor percebido pelos *stakeholders*. Além disso, as empresas *ESG* acabam sendo desestimuladas a investirem na causa sustentável, uma vez que isso representa custos extras ao seu processo organizacional, por verificarem que não são recompensadas em termos de percepção de valor, dada essa equiparação com empresas que praticam o *greenwashing* (SOUZA, 2017). É possível perceber uma similaridade entre esse caso e o caso dos “limões”, o qual foi apresentado no capítulo anterior. Em ambos os casos, as empresas preocupadas com práticas *ESG* são igualadas com empresas que praticam o *greenwashing*, analogamente os carros com qualidade melhores são nivelados com os carros com qualidade ruim (“limões”).

Para a implementação de uma agenda *ESG* assertiva e evitar a prática do *greenwashing*, Krausz (2021) destacou alguns fatores que a empresa deve se atentar. É fundamental que relatórios anuais de responsabilidade social e ambiental sejam divulgados anualmente, de forma a ser transparente com os *stakeholders*, demonstrando as reais práticas desenvolvidas pela empresa. Dentro do Conselho de Administração da empresa, é imprescindível a participação de um membro externo ao negócio, que não seja um executivo, sócio, funcionário ou outro grupo de interesse, para que este não tenha uma visão enviesada ou parcial.

Além disso, é necessária a publicação não só de demonstrações financeiras como também de relatórios que mostram as prática, metas e indicadores ligados a *ESG* das operações das empresas, dentro dos modelos definidos pelas normas do país em que a organização está inserida, assim como pareceres de uma auditoria

externa independente, com o intuito de deixar claro a transparência no processo. O marketing deve estar alinhado com a política de sustentabilidade implementada, sem realizar uma divulgação exaltadora ou fantasiosa das práticas da organização.

Além disso, políticas de remuneração variável, atreladas aos interesses dos *stakeholders* e coerentes com o modelo de sustentabilidade que o negócio deseja implementar, é uma forte ferramenta para reduzir o oportunismo de agentes. A fim de alinhar os interesses entre os administradores e acionistas, as organizações utilizam diferentes tipos de mecanismos. A vinculação da remuneração do Agente com resultados efetivamente alcançados é uma das principais formas adotadas pelas empresas, com o objetivo de reduzir o problema do Agente-Principal. Algumas empresas já adotaram essa prática, como a Suzano⁷ que divulgou em seu relatório de sustentabilidade que todos os membros de sua Diretoria Executiva possuíam pelo menos 10% da sua remuneração variável ligada com metas de sustentabilidade da empresa (SUZANO, 2021). A tabela 3 apresenta alguns dos modelos de remuneração variável de utilização mais frequente no Brasil (XAVIER et al., 1999).

⁷ A Suzano, empresa brasileira, é uma das maiores produtoras de papel e celulose do mundo.

Tabela 3 - Modelos de remuneração variável mais utilizados no Brasil

Modelo	Definição
Bônus ou gratificação	Utilizado principalmente por grandes empresas multinacionais para remunerar os altos escalões. Os valores são pagos periodicamente, em razão do resultado obtido, geralmente lucro líquido.
Comissão	É a forma mais antiga e tradicional de remuneração. Utilizada principalmente para remunerar os funcionários da área comercial, consiste em um percentual sobre o volume de vendas
Incentivo ou campanha	Utilizado principalmente para o alcance de metas preestabelecidas, tem um tempo de duração determinado. O pagamento é feito por meio de bens, serviços ou viagens
Participação nos resultados	É a distribuição de ganhos financeiros decorrentes de aumento de produtividade, redução de custos, ou melhoria de outras metas predeterminadas.
Participação nos lucros	É a distribuição de parte do lucro da empresa segundo critérios preestabelecidos.
Participação acionária	É uma forma de incentivo de longo prazo, geralmente destinada aos cargos de direção de empresas de capital aberto. Caracteriza -se pela distribuição ou venda facilitada de ações, que podem ser negociadas, após um período de carência.

Fonte: Xavier et al. (1999).

Sobre a relação entre o desempenho financeiro e ESG, o estudo de Alexandrino (2020) procurou investigar essa relação através de medidas *ESG* das empresas listadas na B3. Foram realizados testes por meio de análises de regressão múltipla, de forma a facilitar a compreensão da relação entre o desempenho financeiro com o desempenho *ESG*, além de verificar as informações divulgadas na mídia e pelas próprias organizações como formas de influenciar essa relação. O estudo permitiu inferir que o desempenho *ESG* traz uma influência positiva ao desempenho

econômico-financeiro, medido por indicadores como ROA⁸, LPA⁹ e Q de Tobin, confirmando a hipótese de impacto social de que investimentos em sustentabilidade por parte das organizações acarretam melhores resultados em relação ao desempenho financeiro. Quanto às informações divulgadas voluntariamente pelas organizações e outras divulgadas pela mídia, no que tange o impacto de desempenho financeiro, verificou-se que as empresas estudadas mantiveram a pontuação mediante análise de seus relatórios divulgados. Mesmo aquelas que sofreram penalidades em relação a seus *ratings* devido algum fator controverso, não apresentaram resultados financeiros discrepantes. Alexandrino (2020) destaca que essa falta de diferenciação dificulta uma análise mais robusta a respeito do tema.

Silva (2020) conduziu um estudo similar, que buscou analisar as métricas financeiras de empresas com uma agenda positiva de sustentabilidade e classificadas de acordo com o *ESG Score* e *ranking* que demonstra quais empresas apresentam melhor desempenho no que se refere essas práticas. Através dos testes realizados, não foi possível verificar a ocorrência de evidências estatísticas de correlação entre retornos anormais das ações das empresas com as métricas de desempenhos de valor econômico adicionado (EVA) e fluxo de caixa operacional, tanto pela análise de regressão linear simples, quanto pela análise de regressão linear múltipla.

Através da realização de análises estatísticas descritivas com as metodologias de Alfa de Jensen e o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM), foi feita uma verificação do risco e retorno das carteiras *ESG* em relação às demais carteiras estudadas durante o horizonte temporal de análise do estudo. No trabalho de Linhares (2017), observou-se que apenas as empresas *ESG* analisadas em países emergentes e no Canadá apresentaram desempenho financeiro superior às demais no período analisado.

Os benefícios de investimentos em empresas *ESG*, ao serem comparados com as demais empresas em países emergentes, são mais destacáveis, do que no caso de países desenvolvidos. Isso pode ser explicado pelo fato de que as empresas *ESG* têm uma maior importância em países em desenvolvimento, tendo em vista que os governos locais tendem a não ter uma capacidade suficiente para garantir, de maneira

⁸ ROA é a sigla para Retorno sobre Ativos. ROA é uma métrica que indica a rentabilidade de um ativo.

⁹ LPA é a sigla para Lucro Por Ação.

consistente e eficiente, as necessidades de infraestrutura, saúde, educação e bem-estar social, de maneira geral, às suas populações (LINHARES, 2017).

Alves (2012) compara empresas brasileiras com empresas espanholas para verificar a correlação entre o desempenho econômico e ambiental. Verificou que para as empresas brasileiras há uma relação positiva, já para as empresas da Espanha a relação foi negativa entre o ROA e desempenho ambiental.

Uma análise econométrica foi conduzida por Borba (2005) para analisar a relação entre o desempenho socioambiental e o desempenho financeiro corporativo. Os resultados indicam que não há uma relação clara de que um melhor ou pior desempenho social corporativo acarreta um melhor ou pior desempenho financeiro corporativo. Sendo assim, as vantagens estratégicas em adotar um modelo de administração orientado pela teoria dos *stakeholders* não foram evidenciadas na pesquisa.

Isso vai na mesma direção do que Donaldson e Preston (1995), os autores afirmam em seu trabalho a ausência de uma evidência empírica de que a estratégia ótima de maximização do desempenho financeiro seria a administração voltada aos interesses dos *stakeholders*. Freeman e McVea (2000) também destacam essas mesmas conclusões, ao considerarem que os estudos da área ainda necessitam uma maior precisão de técnicas e fontes de dados para propiciar uma análise mais robusta.

Por outro lado, os estudos de Borba (2005) também mostraram que não existe um *tradeoff* entre impacto social e desenvolvimento econômico, dada a inexistência de uma relação negativa entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro das empresas analisadas no estudo. Sendo assim, não corroborariam a teoria dos *shareholders*, que enfatiza o aspecto puramente econômico como foco para a maximização de valor de uma empresa (FRIEDMAN, 1970) ou a possibilidade de destruição do valor da organização a partir da implementação da teoria dos *stakeholders* dentro do modelo organizacional ou de um enfoque no aumento do desempenho social corporativo (JENSEN, 2002).

No entanto, essas diferenças entre os resultados de diferentes estudos e pesquisas a respeito do tema levaram questionamentos acerca da questão. Griffin e Mahon (1997) conduziram um levantamento com 51 estudos, em que foram verificados resultados bastante discrepantes com relação a performance financeira e sustentável das empresas: 11 identificaram somente relação negativa, 5 tiveram

relação nula, 24 somente relação positiva, 3 encontraram relações positivas e nulas, 8 encontraram relação positiva e negativa. Para os autores, esses resultados contraditórios são originados por meio de diferenças conceituais no que tange a operacionalização e metodologias nas definições de desempenho social e financeiro. Desse modo, fica evidente que não existe um consenso sobre a relação de que empresas que investem em ESG possuem uma rentabilidade financeira melhor.

4. CONCLUSÃO

As preocupações com a temática do *ESG* são cada vez mais urgentes e pertinentes na sociedade atual e as empresas, vendo o interesse de seus *stakeholders* em torno desse assunto, passam a promover práticas dentro de suas operações para se adequarem a essa responsabilidade social e governamental. Se antigamente, autores como Friedman (1970), destacavam que a preocupação da empresa deveria ser apenas em maximizar o valor para seus *shareholders*, isso não é mais visto como uma corrente a ser valorizada.

As organizações estão inseridas em um ambiente complexo, com vários grupos de interesse desempenhando papéis importantes para seu funcionamento. Logo, procurar satisfazer as necessidades e interesses de cada um desses *stakeholders* passa a ser algo a ser buscado. No entanto, alguns problemas, como assimetria informacional, seleção adversa, *moral hazard*, problema do Agente-Principal acabam se colocando como barreiras para a implementação de práticas ligadas a *ESG*, uma vez que a separação das figuras do proprietário e do gestor acaba dificultando o controle e monitoramento das atividades, o que gera um espaço para atitudes oportunistas de Agentes.

A importância do *ESG* para a sociedade como um todo é inegável, afinal o planeta que vivemos é apenas um e as organizações devem se responsabilizar por suas ações que influenciem e afetem seus *stakeholders*. Diante do grande interesse acerca dessa temática, foi formulada a hipótese de que as empresas aderentes ao *ESG* apresentarem desempenho econômico-financeiro superior às demais.

Com base na pesquisa realizada, não é possível confirmar essa hipótese de maneira total. Existem estudos que apontam uma correlação positiva entre adoção do *ESG* e desempenho econômico-financeiro, ao mesmo tempo em que se verificam estudos que indicam resultados diametralmente opostos. As diferenças de metodologias, técnicas de análise, tempo adotado para a pesquisa, setores analisados, países estudados, entre outras variáveis, estão entre os motivos que geram essas discrepâncias, que impedem a generalização de uma definição precisa acerca do tema.

Diante da ausência de uma padronização das métricas e indicadores de desempenho para análise das práticas de *ESG* dentro das organizações, não é

possível fazer uma medição precisa e ampla, tal qual se verifica em outros setores. Os investidores não conseguem ter a certeza de como os investimentos em *ESG* são realizados e se de fato são estes investimentos que melhoraram seus resultados ou se isso está relacionado com outras situações. Além disso, essa assimetria informacional facilita a existência de práticas antiéticas, como o *greenwashing*.

No entanto, mesmo diante dessa falta de evidências, não se pode negar a importância da adoção do *ESG* dentro do contexto organizacional como benéfico às organizações em si e aos seus *stakeholders*. Logo, trazendo melhorias no desempenho ou não, seria interessante que as empresas passassem a ter uma visão mais ampla, de forma a maximizarem seu valor para a sociedade como um todo e não apenas para elas próprias.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. **Quarterly Journal of Economics**, n. 84, p. 488-500, 1970.
- ALEXANDRINO, T. **Análise da relação entre os indicadores de desempenho sustentável (ESG) e desempenho econômico-financeiro de empresas listadas na B3**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2020.
- ALVES, V.F.J. **Relação entre desempenho ambiental e desempenho econômico de empresas no Brasil e na Espanha**. Dissertação (Pós- Graduação em Administração) - Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2012.
- AMEL-ZADEH, A.; SERAFEIM, G. *Why and how investors use ESG information: evidence from a global survey*. **Harvard Business School Working Paper**, n. 17-079, 2017.
- ARAÚJO, M.; AMARAL, H. Conflitos de agência: um estudo comparativo dos aspectos inerentes a empresas tradicionais e cooperativas de crédito. **Revista de Contabilidade e Organizações – FEARP/USP**, v. 2, n. 4, p. 148-157, 2008.
- ARROW, K. *The economics of agency*. In: **Principals and agents: the structure of American business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985.
- BELINKY, A. Seu ESG é sustentável? **Revista GVExecutivo**, v. 20, n. 4, 2021.
- Bloomberg (2021). **ESG assets may hit 53 trillion dollars by 2025, a third of global AUM**. Disponível em: < <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/> > Acesso em 21 de novembro de 2022.
- BRANDÃO, L.; SARAIVA, E. Risco privado em infra-estrutura pública: uma análise quantitativa de risco como ferramenta de modelagem de contratos. **Revista de Administração Pública**, v. 41, n. 6, p. 1035-1067, 2007.
- BILIO, M.; COSTOLA, M.; HRISTOVA, I.; LATINO, C.; PELIZZON, L. **Inside ESG rating: (Dis)agreement and performance**. Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt, 2020.
- BOCKEN, N.; SHORT, S.; EVANS, P. *A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes*. **Journal of Cleaner Production**, v. 65, p. 42-56, 2014.
- BROCKETT, A.; REZAAE, Z. **Corporate sustainability: integrating performance and reporting**. Abingdon: Routledge, 2012.
- CALLENS, I.; TYTECA, D. **Towards Indicators of Sustainable Development for Firms**. Ecological Economics, 1999.

- CLARKSON, M. *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, 1995.
- COSTA, E.; FEREZIN, N. ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*) e a comunicação: o tripé da sustentabilidade aplicado às organizações globalizadas. **Revista Alterjor**, v. 2, n. 24, 2021.
- DONALDSON, T.; PRESTON, L. *The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications*. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.
- ELKINGTON, J. **Sustentabilidade: Canibais com garfo e faca**. São Paulo: Makron Books, 2001.
- ESMA (2022). **Sustainable Finance Roadmap 2022-2024**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf>. visited on 2022-02-25.>. Acesso em 20 de Outubro de 2022.
- FAMA, E.; JENSEN, M. *Separation of ownership and control*. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FREEMAN, R. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FREEMAN, E.; MCVEA, J. *A stakeholder approach to strategic management*. In: **Handbook of strategic management**, Oxford: Blackwell Publishing, p. 189-207, 2000.
- FRIEDMAN, M. 'The social responsibility of business is to increase its profits'. **The New York Times Magazine**, 1970.
- GRIFFIN, J.; MAHON, J. *The corporate social performance and corporate financial performance debate*. **Business & Society**, v. 36, n. 1, p. 5-31, 1997.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. *Specific and general knowledge and organizational structure*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 8, n. 2, p. 251-274, 1995.
- JENSEN, M. *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function*. **Business Ethics Quarterly**, v. 12, n. 2, p. 235-256, 2002.
- KIMMERLE, H. *The Principal-Agent Problem within Sustainable Investing. New Challenges of Economic and Business Development 2019: Incentives for Sustainable Economic Growth, Conference Proceedings*, Riga, Latvia. 2019.

KOTOWITZ, Y. *Moral hazard. Allocation, information and markets. In: The New Palgrave*, p. 549-551. The MacMillan Press, 1987.

KRAUSZ, R. **Como evitar o greenwashing, o destruidor de reputações**. 2021. Disponível em: < <https://exame.com/bussola/como-evitar-o-greenwashing-o-destruidor-de-reputacoes/> > Acesso em 10 de outubro de 2022.

KREPS, D. *A course in microeconomic theory*. Princeton: Princeton University Press, 1990.

LACRUZ, A. Considerações teóricas sobre governança corporativa no terceiro setor à luz da teoria da agência. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 18, n. 3, p. 473-485, 2020.

LINHARES, H. **Análise do desempenho financeiro de investimentos ESG nos países emergentes e desenvolvidos**. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Brasília, 2017.

MARTINS, F. **Gestão da qualidade em parcerias público-privadas**: a mensuração de desempenho na perspectiva Agente-Principal. Monografia (Graduação em Administração Pública) – Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, Belo Horizonte, 2018.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. *Economics, Organizational & Management*. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

MITCHELL, R. et al. *Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and really counts*. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997

NASCIMENTO, A.; REGINATO, L. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

NICHOLSON, W.; SNYDER, C. **Microeconomic Theory: Basic Principles and Extensions**. 10ª Edição MIT press, 2007.

NÓBREGA, M.; JURUBEBA, D. Assimetrias de informação na nova Lei de Licitação e o problema da seleção adversa. **Revista Brasileira de Direito Público**, v. 18, n. 69, p 9-32, 2020.

ONU. **Who cares wins: connecting financial markets to a changing world**. 2004. Disponível em: < https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compa ct_2004.pdf > Acesso em 3 nov. 2022.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D. **Microeconomia**. São Paulo: Makron Books, 2006

POMPELLA, M. CONSTANTINO, L. *ESG Disclosure and emerging trends in responsible investments: how asymmetric information may impact stability again*.

- 12th International Scientific Conference Business and Management**, p. 473-481, 2022.
- PORTER, M.; VAN DER LINDE, C. **Green and competitive**. Harvard Business Review, 1995.
- PRATA, D. ESG e Sustentabilidade Corporativa: estamos no caminho certo? **ESG e Justiça Climática**, v. 8, p. 248-272, 2022.
- REDECKER, A.; TRINDADE, L. Práticas de ESG em sociedades anônimas de capital aberto: um diálogo entre a função social instituída pela Lei Nº 6.404/76 e a geração de valor. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, v. 7, n. 2, 2021.
- ROBERTS, J. **Teoria das organizações**: redesenho organizacional para o crescimento e desempenho máximos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- Sahin, Ö.; Bax, K.; Czado, C.; & Paterlini, S. **Environmental, Social, Governance scores and the Missing pillar—Why does missing information matter?**. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 29(5), 1782-1798, 2022.
- SAPPINGTON, D. Incentives in Principal-Agent Relationships. **Journal of Economic Perspectives**, v. 5, n. 2, p. 45-66, 1991.
- SILVA, A. **A correlação entre métricas de desempenho nas empresas brasileiras ranqueadas na Refinitiv ESG Escore**. Dissertação (Mestrado em Gestão para a Competitividade) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.
- SOUZA, J. Uma abordagem crítica sobre o greenwashing na atualidade. **Revista de Direito Ambiental e Socioambientalismo**, v. 3, n. 2, p. 148-172, 2017.
- STANCE. **O que são práticas ESG?** 2021. Disponível em: <<https://stancebrasil.com.br/o-que-sao-praticas-esg/>> Acesso em 2 de novembro 2022.
- STERNBERG, E. *The stakeholder concept: a mistaken doctrine*. **Foundation for Business Responsibilities**. Leed, Issue Paper No. 4, 1999.
- SUZANO, 2021. **Relatório de Sustentabilidade da Suzano**. Disponível em: <https://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc_downloads/2022/05/RA/Relat%C3%B3rio-Anual-Suzano-2021.pdf> Acesso em 01 de Novembro de 2022.
- TAHARA, K. et al. Comparison of CO2 efficiency between company and industry. **Journal of Cleaner Production**, v. 13, n. 13, p. 1301- 1308, 2005.
- VAN BELLEN, H. **Indicadores de Sustentabilidade**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2008.

VOS, J. Actions speak louder than words: greenwashing in corporate America. ***Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy***, v. 23, 2014.

XAVIER, P. R.; SILVA, M. O.; NAKAHARA, J. M. **Remuneração variável: quando os resultados falam mais alto.** São Paulo: Makron Books, 1999.

ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. **Direito e economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.