

FACULDADE NOVOS HORIZONTES
Programa de Pós-Graduação em Administração
Mestrado

**DESEMPENHO E CRIAÇÃO DE VALOR DE MERCADO:
um estudo comparativo entre empresas listadas e não listadas no
Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**

Gustavo Nicolai Curto

Belo Horizonte
2013

Gustavo Nicolai Curto

DESEMPENHO E CRIAÇÃO DE VALOR DE MERCADO:
um estudo comparativo entre empresas listadas e não listadas no Índice
de Sustentabilidade Empresarial (ISE)

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Administração.

Orientador: Prof.Dr. Wendel Alex Castro Silva

Linha de pesquisa: Tecnologias de Gestão e Competitividade

Área de concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte
2013

Dedico este estudo à minha esposa Sheila Dias Avelar e aos meus filhos pela compreensão de minha ausência em diversos momentos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por Sua sabedoria e amor incondicional, entendendo até meu afastamento Dele com a suposta desculpa que este trabalho me ocupava todo o tempo que tinha.

Aos meus pais que lutaram bravamente para dar a todos os seis filhos os maiores tesouros como herança: honestidade, sabedoria e educação. Seus atos são os maiores exemplos de que precisamos para aprender o que é correto na vida.

À minha esposa, Sheila Dias Avelar, que tem se revelado uma grande companheira. O ditado diz que por trás de todo grande homem há sempre uma grande mulher. Estou lutando para ser “grande” e comecei bem quando me casei com uma grande mulher.

Aos meus filhos, João Pedro e Lucas, pela ausência neste período que será compensada daqui em diante.

A toda minha família e amigos, pela compreensão dos encontros perdidos.

Aos meus mestres, desde a primeira professora até o Professor Wendel (o último até o momento), pelas fagulhas de saber.

A mente é um fogo a ser acesso, não um vaso a preencher.

Plutarco

RESUMO

A preocupação social e ambiental vem ganhando corpo em diversos países. A desigualdade social e a conscientização da necessidade de uso inteligente dos recursos naturais têm demandado uma mudança de atitude dos gestores com a observância de conceitos como o *Triple Bottom Line* e a Responsabilidade Social Corporativa. No Brasil, desde 2005, empresas que adotam tais práticas têm a possibilidade de ingressar no Índice de Sustentabilidade Empresarial que se propõem a ser uma espécie de *benchmark* para as demais empresas e mercado, inserindo a discussão entre as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*. Sendo assim o objetivo geral é analisar se há relação entre sustentabilidade e responsabilidade social e desempenho financeiro e geração de valor das empresas que participam do ISE desde sua implantação em comparação com outras empresas que participaram eventualmente e as que nunca fizeram parte do referido índice, observando-se o período de 2006 a 2012. Trata-se de uma pesquisa empírico-analítica, descritiva, documental e quantitativa. Os dados foram coletados do Economática® e no sítio da BM&FBOVESPA. A amostra foi constituída de 118 empresas separadas em quatro setores econômicos: Consumo não cíclico, Financeiro e outros, Materiais básicos e Utilidade pública. Foram analisadas as variáveis distribuídas em três grupos: criação de valor, sustentabilidade e desempenho e risco. Os dados coletados foram tabulados e submetidos à análise estatística através do *software* livre R, versão 3.0.1. Foram empregados o coeficiente de correlação não paramétrico posto-ordem de Spearman para analisar possíveis associações entre os fatores criação de valor, sustentabilidade e desempenho e risco, além de modelo de regressão múltipla objetivando a predição da variável criação de valor pelas demais variáveis. Observou-se o nível de significância de 5% para se determinar se as associações são estatisticamente significativas. Os resultados demonstram que a resposta não parece estar fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores para todos os quatro setores analisados. Para os grupos compostos por empresas dos setores Consumo não cíclico e Financeiro e outros, o modelo de regressão ajustado apresentou relação positiva significativa entre sustentabilidade e criação de valor. Para os dois outros grupos, compostos por empresas dos setores Materiais básicos e Utilidade pública, não foram detectadas relações entre sustentabilidade e criação de valor.

Palavras-chave: Criação de valor. Responsabilidade Social. Sustentabilidade. Desempenho econômico-financeiro. Variáveis

ABSTRACT

The social and environmental concern is arising in many countries. Social inequality and awareness of the need for wise use of natural resources have demanded a change of attitude of managers with respect to concepts like the Triple Bottom Line and Corporate Social Responsibility. In Brazil, since 2005, companies that adopt such practices have the possibility of joining the Corporate Sustainability Index that purport to be something of a benchmark for other companies and the market, entering the discussion between the theories of stakeholders and shareholders. So the overall goal is to analyze whether there is a relationship between sustainability and social responsibility and financial performance and value creation of companies participating in the ISE since its implementation in comparison to other companies who participated and those who eventually were never part of this index, noting to the period 2006-2012. It is an empirical analytical research, descriptive document and quantitative. Data were collected from Economática ® and the site of the BM&FBOVESPA. The sample consisted of 118 separate companies in four economic sectors: Consumer Staples, Financial and other, Basic materials and Public utility. The variables analyzed were divided into three groups: value creation, sustainability and performance risk. The collected data were tabulated and statistically analyzed using the free software R, version 3.0.1. We used the correlation coefficient nonparametric Spearman rank - order to analyze possible associations between factors of value creation, sustainability and performance and risk, as well as multiple regression model aimed at predicting the variable value creation for other variables. It was observed significance level of 5 % to determine if associations are statistically significant. The results demonstrate that the response does not appear to be strongly associated with any isolation of the predictors for all four analyzed sectors. For groups comprising companies in the Consumer Staples, Financial and others, the adjusted regression model showed significant positive relationship between sustainability and value creation. For the other two groups, composed of companies in the basic materials and public utility, were not detected relationships between sustainability and value creation.

Keywords: Value Creation. Social Responsibility. Sustainability. Financial performance. Variables

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - Modelo da visão dos <i>stakeholders</i>	26
FIGURA 2 - Tipologia dos <i>stakeholders</i> segundo os atributos.....	28
FIGURA 3 - Conflito de escolha entre lucro e participação de mercado.....	34
FIGURA 4 - Sete dimensões questionário ISE.....	50
GRÁFICO 1 – Critérios de avaliação do DJSI.....	45
GRÁFICO 2 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 1 – Consumo não cíclico.....	83
GRÁFICO 3 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por trimestre grupo 1 – Consumo não cíclico.....	83
GRÁFICO 4 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 2 – Financeiro e outros.....	87
GRÁFICO 5 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por trimestre grupo 2 – Financeiro e outros.....	87
GRÁFICO 6 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 3 – Materiais básicos.....	91
GRÁFICO 7 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por trimestre grupo 3 – Materiais básicos.....	91
GRÁFICO 8 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 4 – Utilidade pública.....	95
GRÁFICO 9 - <i>Blogspot</i> da variável de criação de valor por trimestre grupo 4 – Utilidade pública.....	95

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Tipologia dos <i>stakeholders</i>	29
QUADRO 2 - Síntese do Desenvolvimento da Teoria da Firma.....	30
QUADRO 3 – Carteira ISE 2006/2009.....	52
QUADRO 4 – Carteira ISE 2010/2013.....	54
QUADRO 5 – Resumo da Carteira ISE 2006/2013.....	54
QUADRO 6 – Estudos empíricos: relação positiva entre sustentabilidade e criação de valor/ <i>performance</i>	58
QUADRO 7 – Estudos empíricos: relação negativa entre sustentabilidade e criação de valor/ <i>performance</i>	59
QUADRO 8 – Estudos empíricos: relação nula entre sustentabilidade e criação de valor/ <i>performance</i>	59
QUADRO 9 – Empresas integrantes do ISE por edição.....	63
QUADRO 10 – Empresas classificadas por setor econômico.....	64
QUADRO 11 – Quantidade de empresas amostra.....	65
QUADRO 12 – Empresas componentes da amostra por setor econômico..	65

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Teste de correlação de Spearman grupo 1 Consumo não cíclico.....	81
TABELA 2 – Análise descritiva grupo 1 – Consumo não cíclico 1ª parte.....	82
TABELA 3 – Análise descritiva grupo 1 – Consumo não cíclico 2ª parte.....	82
TABELA 4 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 1 – Consumo não cíclico.....	82
TABELA 5 – Análise do modelo grupo 1 – Consumo não cíclico.....	82
TABELA 6 – Análise do modelo ajustado grupo 1 – Consumo não cíclico..	82
TABELA 7 – Teste de correlação de Spearman grupo 2 Financeiro e outros.....	85
TABELA 8 – Análise descritiva grupo 2 – Financeiro e outros 1ª parte.....	86
TABELA 9 – Análise descritiva grupo 2 – Financeiro e outros 2ª parte.....	86
TABELA 10 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 2 – Financeiro e outros.....	86
TABELA 11 – Análise do modelo grupo 2 – Financeiro e outros.....	88
TABELA 12 – Análise do modelo ajustado grupo 2 – Financeiro e outros...	88
TABELA 13 – Teste de correlação de Spearman grupo 3 - Materiais básicos.....	89
TABELA 14 – Análise descritiva grupo 3 – Materiais básicos 1ª parte.....	90
TABELA 15 – Análise descritiva grupo 3 – Materiais básicos 2ª parte.....	90
TABELA 16 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 3 – Materiais básicos.....	90
TABELA 17 – Análise do modelo grupo 3 – Materiais básicos.....	92
TABELA 18 – Análise do modelo ajustado grupo 3 – Materiais básicos.....	92
TABELA 19 – Teste de correlação de Spearman grupo 4 Utilidade pública.....	93
TABELA 20 – Análise descritiva grupo 4 – Utilidade pública 1ª parte.....	93
TABELA 21 – Análise descritiva grupo 4 – Utilidade pública 2ª parte.....	94
TABELA 22 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 4 – Utilidade pública.....	94
TABELA 23 – Análise do modelo grupo 4 – Utilidade pública.....	96
TABELA 24 – Análise do modelo ajustado grupo 4 – Utilidade pública.....	96

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

AFi - Alavancagem Financeira

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

AOp - Alavancagem Operacional

APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

AT - Valor total dos Ativos

BDRX - Índice de BDRs Não Patrocinados - GLOBAL

CPV - Custo dos Produtos Vendidos

D - Valor contábil da dívida

DA - Despesas Administrativas

DJSGI - *Dow Jones Sustainability Group Index*

DV - Despesas com Vendas

EnANPAD - Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração

Endiv - Endividamento sobre o Ativo total

FAO - *Food and Agriculture Organization of the United Nations*

FTSE - *Financial Times and the London Stock Exchange*

GEE – Modelo de equação de estimação generalizada

GIFE - Grupo de Institutos, Fundações e Empresas

GRI - *Global Reporting Initiative*

GVCes - Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas

IBASE - Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Ibovespa - Índice Bovespa

IBrA - Índice Brasil Amplo

IBRACON - Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

IBrX - Índice Brasil

IBrX-50 - Índice Brasil 50

ICO2 - Índice Carbono Eficiente

ICON - Índice de Consumo

IDH - Índice de Desenvolvimento Humano

IDIV - Índice de Dividendos

IEE - Índice de Energia Elétrica

IFC - *International Finance Corporation*

IFIX - Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários BM&FBOVESPA

IFNC - Índice Financeiro

IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

IGC-NM - Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado

IGCT - Índice de Governança Corporativa *Trade*

IMAT - Índice de Materiais Básicos

IMOB - Índice Imobiliário

INDX - Índice do Setor Industrial

ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial

ITAG - Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado

IVBX-2 - Índice Valor BM&FBOVESPA

JSPL - Juros sobre Patrimônio Líquido

LL - Lucro Líquido

LPA - Lucro por Ação

MLCX - Índice *Mid-Large Cap*

OIT - Organização Internacional do Trabalho

ONU - Organização das Nações Unidas

PAM - Participação Acionária Minoritária

PL - Patrimônio Líquido

PNUMA - Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente

PPG - Programa de Pós-Graduação

RF - Resultado Financeiro

RFa - Resultado Financeiro "antigo"

RLO - Receita Líquida Operacional

ROA - Retorno sobre o Ativo

ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido

RSC - Responsabilidade Social Corporativa

SMLL - Índice *Small Cap*

SRI - *Stanford Research Institute*

TBL - *Triple Bottom Line*

TDF - Total das Dívidas Financeiras

UTIL - Índice Utilidade Pública

VCAC - Valor contábil do Ativo Circulante

VCE - Valor contábil do estoque

VCPC - Valor contábil do Passivo Circulante

VCPNC - Valor contábil do Passivo Não Circulante

VMON - Valor de mercado das ações ordinárias

VMPN - Valor de mercado das ações preferenciais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 Problema de pesquisa	18
1.2 Objetivos	19
1.2.1 Objetivo Geral	19
1.2.2 Objetivos específicos	19
1.3 Justificativa	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1 Sustentabilidade e Responsabilidade Social	22
2.2 Teoria dos Stakeholders e Shareholders	25
2.3 Função-Objetivo e Social da Empresa	33
2.4 O Conflito de Agência	35
2.5 Governança Corporativa	37
2.6 Mercado de Capitais	39
2.6.1 Índices BM&FBOVESPA.....	40
2.6.2 Índices de Sustentabilidade no Mercado Internacional	43
2.6.3 Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE	46
2.7 Performance e Criação de Valor	55
2.8 Estudos Empíricos - Desempenho Socioambiental e Financeiro	57
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	61
3.1 Tipo de pesquisa quanto à abordagem	61
3.2 Tipo de pesquisa quanto aos fins	61
3.3 Tipo de pesquisa quanto aos meios	62
3.4 População e Amostra	62
3.5 Técnicas de coleta de dados	68
3.6 Técnicas de análise de dados	68
3.6.1 Variável Dependente – Criação de Valor:	69
3.6.2 Variáveis Independentes – Sustentabilidade:	70
3.6.3 Variáveis Independentes – Desempenho e Risco:.....	72
3.7 Coeficiente de correlação não paramétrico posto-ordem de Spearman	77
3.8 Nível de significância	77

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	78
4.1 Metodologia de análise	78
4.2 Estatística descritiva da amostra e análise da correlação das variáveis e do modelo proposto	79
4.2.1 Grupo 1 Consumo não Cíclico	81
4.2.2 Grupo 2 Financeiro e Outros	85
4.2.3 Grupo 3 Materiais Básicos.....	89
4.2.4 Grupo 4 Utilidade Pública	92
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO.....	97
5.1 Limitações da pesquisa.....	99
5.2 Sugestões para pesquisas futuras	99
REFERÊNCIAS.....	101

1 INTRODUÇÃO

A preocupação social e ambiental vem ganhando corpo em diversos países. A desigualdade social e a conscientização da necessidade de uso inteligente dos recursos naturais têm demandado diversos estudos em áreas distintas de conhecimento. No universo empresarial, o consumidor é visto como ponto chave nas ações de responsabilidade socioambiental das organizações, seja como comprador influenciado por estas ações, seja como potencial consumidor a incluir o produto/serviço transacionado (CAMARGO, 2009).

Surgiram assim diversos temas relacionados à sustentabilidade dentro deste universo empresarial, como a necessidade das empresas no desenvolvimento sustentável, a responsabilidade social empresarial, a transparência de suas ações através do conceito de governança corporativa, o surgimento de outras partes interessadas nos negócios das organizações e, no fim de todas essas questões, como criar valor para os acionistas equacionando tantas novas variáveis.

Uma comissão da Organização das Nações Unidas (ONU) em 1987 conceituou o termo desenvolvimento sustentável da forma como é mais conhecido: “o desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem suas próprias necessidades.” Posteriormente, outros conceitos foram incorporados como a integração com a gestão estratégica, a preocupação com a preservação ambiental, bem-estar social ou os direitos humanos (MONEVA; RIVERA-LIRIO; MUÑOZ-TORRES, 2007).

Em 1994, o inglês John Elkington criou o conceito de *Triple Bottom Line* (TBL). Também conhecido como os três pilares, esse conceito propõe expandir a forma tradicional de avaliação das empresas. Anteriormente essa avaliação era feita exclusivamente pelo aspecto econômico. O TBL sugere que as empresas devam considerar os desempenhos ambiental e social ao lado do desempenho financeiro. Elkington (2001) entende que a sustentabilidade pode ser atingida pelas organizações, caso essas atinjam o equilíbrio em três prismas: o econômico, o social e o ambiental, uma vez que estes três se complementam, se interagem e se

interferem. A relação de causa e efeito entre empresa e sistema é a mola propulsora da economia.

A relação entre empresa e ambiente é analisada na Teoria dos *Stakeholders*. Segundo Freeman e McVea (2001), a Teoria dos *Stakeholders* tem uma função social, pois as organizações devem suprir as necessidades de todas as partes interessadas, o que levou àquelas a se preocuparem em atender a tais necessidades, o que ocasionou uma crescente influência dos *stakeholders* nas tomadas de decisão dos gestores que, simultaneamente, devem manter o foco nas estratégias da empresa alinhadas com o mercado.

A sociedade vem se conscientizando para essa nova realidade empresarial o que obrigou os gestores das organizações a modificar a forma de gerir, uma vez que têm que agora se preocupar não somente com a adoção de práticas sustentáveis, como também em divulgá-las. Esse cenário provocou o surgimento de vários índices de sustentabilidade em diversas bolsas de valores do planeta, todos baseados nos princípios defendidos pelo TBL. O primeiro desses foi criado em 1999 nos EUA, e recebeu a denominação de *Dow Jones Sustainability Group Index (DJSGI)*, se tornando uma referência mundial para a elaboração de todos os outros índices de sustentabilidade que vieram a surgir posteriormente (DIAS, 2007).

A BM&FBOVESPA criou em novembro de 2005 o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) seguindo a tendência mundial, sendo o primeiro índice da América do Sul. A primeira listagem validou as empresas para o ano de 2006 e, desde então, anualmente as empresas são submetidas a um questionário que avalia a adoção de algumas práticas de comprometimento social e ambiental superior a outras empresas que não compõem o índice, para se manter ou entrar no índice. O ISE serve como modelo ao mercado nacional no que tange os quesitos proteção ambiental e desenvolvimento social.

Segundo a BM&FBOVESPA (2013), a Fundação Getúlio Vargas foi contratada para ser a responsável em elaborar o questionário de seleção, avaliar as empresas participantes, além de atualizar continuamente os parâmetros avaliados, observando sempre as tendências mundiais. O questionário avalia o desempenho das empresas

emissoras das 200 ações mais negociadas da BM&FBOVESPA e que adotam o conceito do TBL, analisando também outros quatro indicadores denominados critérios gerais, de natureza do produto, mudanças climáticas e de governança corporativa.

Como não existe obrigatoriedade de preenchimento e, conseqüentemente, participação no índice, as empresas que se candidatam acabam sinalizando o grau de compromisso que têm com as questões de sustentabilidade, consideradas cada vez mais essenciais no mundo todo. A BM&FBOVESPA (2013) sustenta que, para ingressar na carteira do ISE, a empresa passou por várias modificações e adaptações em sua gestão, contemplando em seu planejamento estratégico o relacionamento com os *stakeholders*. Conforme já citado acima, esse fato é sinalizado pelo mercado como um esforço voluntário para se adaptar às exigências de um mercado preocupado com o desenvolvimento sustentável.

1.1 Problema de pesquisa

Mediante os argumentos expostos, tem-se a seguinte questão que direciona a pesquisa: **o fato de uma empresa integrar o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) propicia a ela desempenho econômico-financeiro superior e, conseqüentemente, maior criação de valor em comparação às demais empresas da BM&FBOVESPA?**

Pretende-se, ao responder a tal questionamento, analisar as variáveis que estão relacionadas com a criação de valor e com o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o ISE (utilizada como *proxy* de sustentabilidade e responsabilidade social das empresas) desde sua criação, conjuntamente com outras empresas que participaram eventualmente ou que nunca participaram do referido índice, respeitando os setores econômicos das mesmas durante o período de 2006 a 2012.

1.2 Objetivos

Para alcançar as respostas ao questionamento sugerido no trabalho, faz-se necessária a definição dos objetivos da pesquisa.

1.2.1 Objetivo Geral

A presente pesquisa tem por objetivo analisar se há relação entre sustentabilidade e responsabilidade social e desempenho financeiro e geração de valor das empresas que participam do ISE desde sua implantação em comparação com outras empresas que participaram eventualmente ou que nunca fizeram parte do referido índice, durante o período de 2006 a 2012.

1.2.2 Objetivos específicos

Para atingir o objetivo geral, é necessária a definição de objetivos específicos:

- 1) Analisar as variáveis independentes de sustentabilidade e responsabilidade social;
- 2) Analisar as variáveis independentes de desempenho e risco;
- 3) Analisar a variável dependente de criação de valor;
- 4) Analisar se os resultados de criação de valor e de desempenho e risco financeiro das empresas classificadas no ISE são diferentes das demais, comparação essa feita entre as empresas selecionadas durante o período escolhido.

1.3 Justificativa

O desenvolvimento desse estudo se justifica por três pontos de vista: o acadêmico, o social e o organizacional.

Do ponto de vista acadêmico-científico, esse estudo se mostra relevante por dar continuidade às pesquisas que têm abordado questões da relação de gestão com responsabilidade social e ambiental.

Freitas *et al.* (2012) apresentaram estudo bibliométrico apontando participação de artigos que envolvem a gestão ambiental nas empresas no universo dos artigos publicados em três revistas de Instituições que possuem Programa de Pós-graduação (PPG) em nível de Doutorado em Ciências Contábeis no Brasil. Foram analisadas as revistas/universidade: Contabilidade e Finanças/USP; UNB Contábil/UNB; e Universo Contábil/FURB. Verificou-se que 4% (23 do total de 525) dos artigos publicados nas três revistas apresentaram alguma temática ambiental, sendo a Revista Universo Contábil/FURB a que apresenta maior representatividade, com 7% do total de artigos publicados.

O Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração (EnANPAD) pode ser considerado também como um termômetro de tendências. Até o XXXII EnANPAD, realizado em 2008, não existia uma temática específica sobre sustentabilidade e responsabilidade social. A partir de 2009, foi criado o tema “Contabilidade e Responsabilidade Socioambiental” sob o qual são publicados os artigos que abordam temas relacionados à sustentabilidade e responsabilidade social, sendo que, até 2012, foram aceitos 36 (trinta e seis) artigos relacionados.

Do ponto de vista social, ampara-se na importância do impacto social e ambiental das entidades sobre a sociedade às quais estão inseridas. O comportamento ético no que tange a essas duas questões, vem ganhando mais adeptos com o passar dos anos, graças ao amadurecimento da sociedade como um todo. Cabe ressaltar as particularidades no Brasil nestes quesitos, uma vez que o país é um grande produtor e exportador de *commodities*¹. As principais *commodities* produzidas e exportadas por nosso país são: petróleo, café, suco de laranja, minério de ferro, soja e alumínio. Se por um lado o País se beneficia do comércio destas mercadorias, por outro sofre impactos sociais e ambientais negativos.

¹ *Commodities* termo da língua inglesa que pode ser definido como mercadorias, principalmente minérios e gêneros agrícolas, produzidos em larga escala e comercializados em nível mundial. As *commodities* são negociadas em bolsas de mercadorias, onde seus preços são definidos pelo mercado internacional.

Pode-se citar o fato de que 70% da água potável extraída do planeta é consumido pela agricultura, de acordo com informações *Food and Agriculture Organization of the United Nations* (FAO)². Segundo o *Correio Braziliense*³, em sua edição de 20 de setembro de 2013, estima-se que o Brasil vai colher a maior safra de grãos de sua história em 2013: 185 milhões de toneladas, com perspectiva de se tornar o maior produtor de alimentos do mundo em 2014, ultrapassando os EUA. Outro impacto relevante refere-se ao êxodo da população rural que provoca um superpovoamento das urbes, principalmente as mais industrializadas. Este fator, aliado à inoperância das políticas públicas, ocasionam em um aumento populacional desordenado, aumento do desemprego e do subemprego nessas cidades, proliferação de regiões marginais sem estrutura mínima de saneamento, esgoto, segurança, dentre outros.

Do ponto de vista organizacional, os estudos sobre este tema incentivam as empresas a adoção de práticas sustentáveis através da conscientização da importância deste conceito nas relações com todos os envolvidos nas suas atividades. As empresas sofrem e exercem influência sobre o ambiente ao qual estão inseridas, o que deve motivá-las à constante preocupação com as necessidades de todas as partes envolvidas, bem como com as ações que pode executar para dirimir tais conflitos.

² Disponível em <<http://www.fao.org/ag/againfo/programmes/pt/lead/toolbox/Indust/DFreWat.htm>>. Acesso em: 15 jul.2013

³ Disponível em: <http://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2013/02/24/internas_economia,351200/brasil-deve-passar-eua-como-maior-produtor-de-alimentos-do-planeta.shtml>. Acesso em: 01 out.2013

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico está pautado em oito temas centrais: a sustentabilidade e responsabilidade social; as teorias dos *Stakeholders* e dos *Shareholders*; a função-objetivo e social das empresas; o conflito de agência; a governança corporativa; o mercado de capitais, incluindo alguns índices do BM&FBOVESPA e o índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE); criação de valor e desempenho das empresas; e alguns estudos relacionados ao tema.

2.1 Sustentabilidade e Responsabilidade Social

A sociedade vem se deparando há algumas décadas com a necessidade de práticas de ações corretivas ao modelo de crescimento econômico provocado por fatores como o rápido crescimento demográfico, o consumo inconsequente dos recursos naturais do planeta, com a consequente degradação ao meio ambiente, além de problemas de cunho social como a persistência da pobreza, das injustiças motivadas por diversos fatores, além da violência. Mediante esse cenário, surge a ideia do desenvolvimento sustentável que visa conciliar o desenvolvimento econômico à preservação ambiental e, simultaneamente, acabar com a pobreza no mundo (KRAEMER, 2003).

O termo desenvolvimento sustentável surgiu na década de 70, mas, segundo Morimoto, Ash e Hope (2005), tornou-se mais conhecido a partir de 1987, quando a Comissão Mundial de Meio Ambiente e Desenvolvimento publicou o Relatório *Brundtland*. O objetivo desse relatório foi o de alertar para a urgência na preocupação do consumo sem parcimônia dos recursos naturais e consequentemente sobre a degradação do meio ambiente, definindo desenvolvimento sustentável como: "o desenvolvimento que permite que as gerações atuais atendam as suas necessidades, sem comprometer a capacidade das gerações futuras atenderem às delas".

A sustentabilidade, sob a ótica de Solow (2000), deve ser entendida pelo bem estar que os recursos naturais podem oferecer sob duas dimensões. A primeira dimensão, denominada de intratemporal, refere-se ao fato de que os consumidores dos

recursos naturais devem pagar pelo custo da degradação, compensando assim os usuários excluídos do bem estar associado a esses benefícios. A segunda, denominada intertemporal, determina que as gerações futuras devam ter acesso aos mesmos recursos naturais e qualidade de vida que temos hoje, o que coincide com o conceito do Relatório *Brundtland*.

O foco exclusivo no lucro (maximização de riqueza dos proprietários) era um paradigma para as organizações que agora trabalham com o conceito de desenvolvimento sustentável, incorporando ao seu objetivo outros componentes como a preocupação com a desigualdade social e a proteção ambiental. O conjunto desses três focos recebeu a denominação de *Triple Bottom Line*, conhecido também como tripé da sustentabilidade ou *People Planet Profit* (TENÓRIO, 2004).

A análise do investidor também sofreu alterações nessa nova concepção da realidade, enfocando o longo prazo em detrimento ao curto prazo. Tenório (2004) entende que o desenvolvimento sustentável deve equacionar o crescimento econômico com o desenvolvimento do Índice de Desenvolvimento Humano - IDH, melhorando a qualidade de vida das pessoas, evitando custos significativos e não compensáveis para as gerações futuras.

Cabe agora destacar a diferença entre termos que várias pessoas julgam tratar do mesmo conceito: sustentabilidade empresarial e Responsabilidade Social Corporativa (RSC). O primeiro significa a inclusão de critérios sociais e ambientais no processo decisório da empresa, conjuntamente com o econômico, ao passo que o segundo dispõe sobre a predisposição da empresa em assumir a responsabilidade pelos impactos causados na sociedade (CALDELLI e PARMIGIANI, 2004).

Carroll (1999) cita que a definição sobre RSC entendida atualmente data de 1953 com a publicação do livro "Responsabilidade Social dos Homens de Negócios", escrito por Howard R. Bowen. Nesse livro, Bowen, citado por Carroll (1999), questiona quais responsabilidades para com a sociedade se espera dos homens de negócios, definindo responsabilidade social como a "obrigação dos homens de negócios de adotar diretrizes, decisões e linhas de ações desejáveis no âmbito dos objetivos e valores de nossa sociedade".

Freeman (1984) destaca que os movimentos sociais ocorridos nas décadas de 60 e 70 sobre meio ambiente, direitos das mulheres, direitos civis e contra as guerras, serviram para a sociedade rever o papel das empresas. Esse fato culminou no crescimento do número de estudos sobre a RSC nas últimas décadas.

A RSC deve também buscar soluções para problemas relacionados à discriminação racial e às minorias, a ética, a filantropia corporativa, ao bem-estar da comunidade e às necessidades dos *stakeholders*. Porém Mitchell, Agle e Wood (1997) entendem que o termo RSC não abarca a filantropia ou desenvolvimento de comunidades. Tal entendimento não é percebido pelos autores nos países em desenvolvimento, pois nestes locais estes aspectos ganham importância. As empresas existem dentro de um contexto social e não como um sistema autônomo, independente.

Desta feita, a RSC ganhou força nas organizações como estratégia de negócios capaz de aumentar as vantagens competitivas, seja através do ganho de imagem, da fidelização dos clientes, da melhoria no relacionamento com o governo, na divulgação positiva da marca, maior visibilidade dos produtos, maior disposição de fornecedores em realizar parcerias e maior apoio, motivação, lealdade e desempenho dos seus funcionários e parceiros (MELO NETO e FROES, 1999).

Em um estudo realizado com 18 empresas excepcionais, Collins e Porras (1998) desmistificaram o conceito de que "o principal objetivo das empresas mais bem sucedidas é maximizar os lucros". Os resultados apontaram que gerar lucro, para estas empresas, é apenas mais um objetivo, dentro de um conjunto de outros como ideologia central, valores essenciais e noção de propósito.

Surge assim uma nova concepção de empresa, denominada empresa cidadã, com caráter mais pragmático e menos ideológico. A preocupação com a geração de riqueza continua, porém de uma forma socialmente responsável, o que implica em adicionar às suas obrigações de fazer, as obrigações de deixar de fazer ações como: poluir o meio ambiente, empregar mão-de-obra infantil, encobrir informações nocivas sobre seus produtos, etc. (ALVES, 2001).

2.2 Teoria dos Stakeholders e Shareholders

A função financeira das empresas aborda um conjunto de processos relacionados com a gerência dos recursos financeiros movimentados pelas diversas áreas da empresa, sendo responsável pela obtenção dos recursos necessários e pela elaboração de estratégias direcionadas para a otimização do uso de tais recursos (BRAGA, 1995).

Damodaran (2002) entende que o ponto mais forte e o ponto mais fraco das finanças corporativas consistem no mesmo foco: a maximização de valor, citando que é o consenso geral entre os teóricos do tema. Existe, porém uma discordância se esta maximização refere-se à riqueza dos acionistas ou à riqueza da empresa, o que inclui além dos acionistas, os outros interessados nas finanças da organização. Neste contexto, apresentam-se duas teorias: a dos *stakeholders* e a dos *shareholders*.

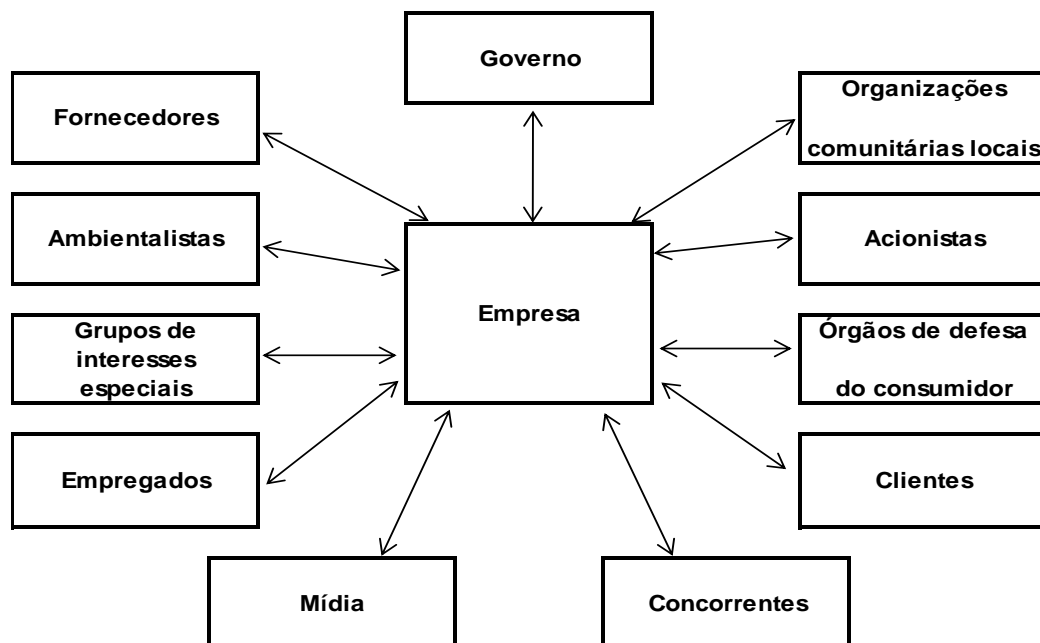
Sobre esse assunto, Boaventura *et al.* (2009, p.29), afirmam que “a função-objetivo da empresa serve como norteador para a tomada de decisão por parte dos gestores”. A Teoria da Firma e suas evoluções era o referencial para definição da função-objetivo, focando o retorno para os acionistas. Mais recentemente, a Teoria dos *Stakeholders* surgiu como alternativa para as empresas. A Teoria da Firma é um termo criado por Ronald Harry Coase⁴ (1937) para definir que as “firmas” são organizadas para atuarem nos mercados, diminuindo dessa forma os custos de transação que são os incorporados por terceiros nas negociações econômicas do mercado, objetivando a maximização dos lucros.

A Teoria dos *Stakeholders* encontra na obra de Freeman (1984, p.25) o seu marco teórico, sendo esse autor o primeiro que descreveu o termo *stakeholder*, conceituando-o como “*any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the firm’s objectives*”, que em tradução livre significa qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos da empresa. Segundo Donaldson e Preston (1995), o termo já havia sido utilizado em

⁴ Economista britânico nascido em 1910 e ganhador do Prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel de 1991 pelo desenvolvimento da Teoria da Firma.

um memorando interno do *Stanford Research Institute* (SRI), inicialmente definido como partes interessadas às quais a organização não existiria caso não recebesse apoio das mesmas. Inicialmente estas partes interessadas se limitavam aos acionistas, clientes, empregados, fornecedores, financiadores e à sociedade. Freeman (1984, p.25) entende que a amplitude do termo é maior, abrangendo: o governo; as organizações comunitárias locais; os proprietários; os órgãos de defesa do consumidor; os clientes; os concorrentes; a mídia; os empregados; os grupos de interesses especiais; os ambientalistas; e os fornecedores, conforme demonstrado na FIG.1.

Figura 1 - Modelo da visão dos *stakeholders*



Fonte: Freeman (1984, p.25), adaptado pelo autor

Mitchell, Agle e Wood (1997) consideram que a Teoria dos *Stakeholders* não atingiu o *status* teórico completo. Estes autores propõem uma nova abordagem, agrupando essas partes interessadas de acordo com seu respectivo grau de relevância, aferido de acordo com a posse de um ou mais dos três atributos de relacionamento: (1) o poder das partes interessadas para influenciar a empresa; (2) a legitimidade do relacionamento da parte interessada com a empresa; e (3) a urgência de reclamação da parte interessada na empresa. A combinação desses elementos permite a criação de tipologias distintas das partes interessadas.

Este novo modelo proposto por Mitchell, Agle e Wood (1997) sugere que a estratégia da empresa está sujeita à interferência dos diversos grupos localizados no ambiente ao qual a organização encontra-se inserida, onde esta deve satisfazer às necessidades desses grupos de acordo com o respectivo grau de importância de cada um. Desta forma, segundo Friedman e Miles (2006), o modelo propõe que os *stakeholders* têm o poder de negociação junto à organização, a legitimidade no relacionamento com a organização e a urgência no atendimento às suas solicitações. De acordo com Mainardes *et al.* (2010, p.10), a importância é determinada de acordo com estes três atributos, que oscilam conforme a situação:

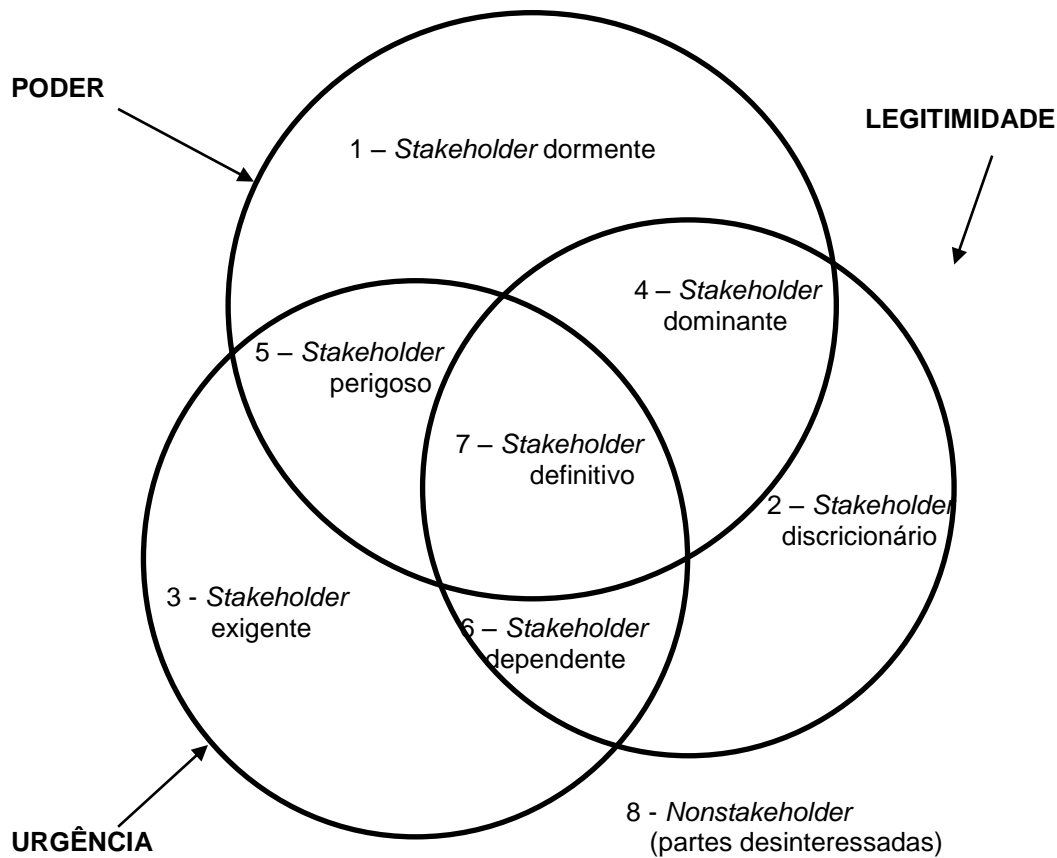
Poder: habilidade para levar alguém a fazer alguma coisa que ele não teria de fazer sem ser solicitado; o poder do *stakeholder* sobre a organização pode ser coercivo (força ou ameaça), normativo (legislação, meios de comunicação) ou utilitário (detém recursos ou informações);

Legitimidade: percepção generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis ou apropriadas, de acordo com o contexto socialmente construído; pode ser individual, organizacional ou social;

Urgência: necessidade imediata de ação que determina o tempo de resposta da organização quanto às solicitações dos *stakeholders*; deve-se considerar a sensibilidade de tempo (necessidade de velocidade na resposta da organização) e criticalidade (importância do clamor ou do relacionamento da empresa com o *stakeholder* em questão); este fator confere dinâmica ao modelo.

Outra característica marcante desse modelo é seu dinamismo. Os três atributos descritos acima são variáveis e são construídos de forma subjetiva, ou seja, têm caráter social. Além disto, os *Stakeholders* nem sempre têm ciência de que possuem algum desses atributos. Mitchell, Agle e Wood (1997) afirmam que, destes três fatores, há um conjunto de combinações entre eles que culminam em sete tipos de *Stakeholders*, além do que eles denominam de “*nonstakeholders*”, ou em tradução livre, partes desinteressadas. Estas combinações são demonstradas na FIG. 2 a seguir.

Figura 2 - Tipologia dos *stakeholders* segundo os atributos



Fonte: Mitchell, Agle e Wood (1997, p.874), adaptado pelo autor

Através da figura acima, percebe-se os tipos de *Stakeholders* gerados pela combinação dos três atributos, que têm suas características descritas no QUADRO 1. Mainardes *et al.* (2010) mencionam que trata-se de um modelo teórico simples e claro, discutível entre alguns pesquisadores, porém amplamente utilizado pelos teóricos e estudiosos da Teoria dos *Stakeholders*.

Quadro 1 - Tipologia dos *stakeholders*

Tipo de <i>Stakeholder</i>	Possibilidade de Classificação
Stakeholders Latentes: possuem somente um dos atributos, provavelmente recebem pouca atenção da empresa.	Stakeholder dormente: grupo ou indivíduo que tem poder para impor a sua vontade na organização, mas não tem legitimidade ou urgência; dessa forma o seu poder fica em desuso, tendo ele pouca ou nenhuma interação com a empresa; em contrapartida, a gestão precisa conhecer este stakeholder com o intuito de monitorar o seu potencial para conseguir um segundo fator;
	Stakeholder discricionário: grupo ou indivíduo que possui legitimidade, mas não tem poder de influenciar a empresa nem alega urgência; nestes casos, a atenção que deve ser dada a este stakeholder diz respeito à responsabilidadesocial corporativa, pois tende a ser mais receptivo;
	Stakeholder exigente: quando o atributo mais importante é a urgência; sem poder nem legitimidade, não atrapalha tanto a empresa, porém deve ser monitorado quanto ao seu potencial de conseguir um segundo atributo;
Stakeholders Expectantes: possuem dois atributos, o que leva a uma postura mais ativa do <i>stakeholder</i> e da própria empresa.	Stakeholder dominante: grupo ou indivíduo que tem a sua influência na empresa garantida pelo poder e pela legitimidade; assim sendo, espera e recebe muita atenção da empresa;
	Stakeholder perigoso: quando há poder e urgência, porém não existe legitimidade; o <i>stakeholder</i> coercivo (e possivelmente violento) para a organização pode ser um perigo;
	Stakeholder dependente: grupo ou indivíduo que detém os atributos de urgência e legitimidade, porém depende do poder de um outro <i>stakeholder</i> para que suas reivindicações sejam levadas em consideração;
Stakeholder definitivo: quando o <i>stakeholder</i> possui poder, legitimidade e urgência; os gestores devem dar atenção imediata e priorizada a este tipo de <i>stakeholder</i> .	
Nonstakeholder: partes desinteressadas, em tradução livre; quando o indivíduo ou grupo não exerce influência nem é influenciado pela operação da organização.	

Fonte: Mainardes *et al.* (2010, p. 11 e 12), adaptado de Mitchell, Agle e Wood (1997)

Em posição contrária à Teoria dos *Stakeholders*, há uma teoria mais antiga, a Teoria dos *Shareholders*, que está vinculada diretamente à função-objetivo de maximização dos lucros, focando a preocupação em dar retorno aos acionistas. Esse enfoque justifica o nome da teoria, uma vez que *shareholders* é uma palavra da língua inglesa que significa acionistas.

Esse modelo baseia-se, portanto, na relação entre os acionistas (proprietários da organização) e os gestores (administradores). Os acionistas são os investidores, ou seja, aqueles que disponibilizam os recursos (capital) aos gestores, que por sua vez gerem estes recursos de acordo com a deliberação dos *shareholders*. Neste processo há uma delegação de poderes dos acionistas ao gestor.

A Teoria dos *Shareholders* tem vínculo direto com a Teoria da Firma e está, portanto, relacionada às teorias econômicas e financeiras. Camargos e Coutinho (2008) apresentam, de forma didática, a visão de algumas escolas da Economia com o desenvolvimento da Teoria da Firma, conforme demonstrado no QUADRO 2.

Quadro 2 - Síntese do Desenvolvimento da Teoria da Firma

(continua)

Escola Econômica	Objetivo(s) da Firma	Contribuição à Teoria da Firma
Clássicos	<p>* maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, por meio da alocação eficiente dos recursos. Esse objetivo era atingido por meio da formalização matemática do comportamento dos agentes, um operador que levava ao ponto ótimo (Ótimo de Pareto), que permitia a derivação de relações de equilíbrio como parte de uma teoria macroeconômica mais abrangente sobre mercados;</p> <p>* crescimento da firma igual a desenvolvimento.</p>	<p>iniciaram os estudos sobre a firma, ao vê-la como uma entidade de alocação ótima de recursos.</p>
Neoclássicos	<p>* maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, por meio da alocação eficiente dos recursos, além da sua manutenção (ciclo de vida da firma);</p> <p>* crescimento da firma igual a desenvolvimento.</p>	<p>romperam com a ideia de equilíbrio, introduziram além da incerteza, novas variáveis / fatores na análise da firma e do ambiente econômico, como o conhecimento idiossincrático da firma como quarto fator de produção.</p>
e Institucionalistas e Neoinstitucionalistas	<p>* maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, por meio da minimização dos custos de transação;</p> <p>* crescimento da firma igual a desenvolvimento.</p>	<p>romperam com a ideia de que o mecanismo de preços do mercado é que controlava os fatores de produção (a firma), passando para a hierarquia interna que surgiu com o crescimento da firma.</p>
e Schumpeter e Neoschumpeterianos	<p>* maximização do lucro e da riqueza dos proprietários, por meio do desenvolvimento e de inovações (P&D), baseado em novas rotinas e novas formas organizacionais e em novas relações de trabalho e interpessoais;</p> <p>* diferenciação entre crescimento e desenvolvimento da firma.</p>	<p>romperam com a ideia da firma abstrata para uma firma singular, na qual cada uma representa uma maneira única de alocar eficientemente os recursos, por meio de inovação.</p>

Fonte: Camargos e Coutinho (2008, p. 279 a 281)

Quadro 2 - Síntese do Desenvolvimento da Teoria da Firma

(conclusão)

Escola Econômica	Objetivo(s) da Firma	Contribuição à Teoria da Firma
Edith Penrose	* maximização do crescimento da firma por meio da diferenciação das formas de alocação dos recursos (semelhantes) e do conhecimento dos seus dirigentes, visto que lhe é inerente um desequilíbrio entre recursos e habilidades gerenciais; * diferenciação entre crescimento e desenvolvimento da firma.	* formulou uma teoria da firma de dentro para fora, ou seja, de dentro da firma para o mercado, além de entender a sua complexidade; * introduziu a ideia do ser humano como não tendo um comportamento totalmente racional, que tinha a possibilidade de escolha.
Teoria dos Agentes	* maximização da utilidade gerencial dos diferentes agentes internos da firma.	forneceu um novo arcabouço teórico para uma análise detalhada dos determinantes da corporação moderna, vista como uma complexa rede contratual e de como explicar e resolver os conflitos de interesses que surgem entre os seus agentes internos.
Governança Corporativa	* maximização do lucro e da riqueza dos proprietários por meio da gestão de conflitos de agência e minimização dos seus custos (enfoque financeiro);	forneceu um novo arcabouço teórico que visava conferir maior transparência (<i>disclosure</i>); prestação de contas (<i>accountability</i>) e a equidade (<i>equity</i>) nas diversas relações entre os agentes internos da firma.

Fonte: Camargos e Coutinho (2008, p. 279 a 281)

Assim como na Teoria dos *Stakeholders* a obra de Freeman (1984) é a referência, a Teoria dos *Shareholders* encontra na obra de Friedman (1962) o seu marco. Milton Friedman foi um economista norte-americano, defensor da liberalização econômica e da ação da “mão invisível do mercado”. Possui o mérito de ter sido creditado a ele a frase “não existe almoço grátis” dentro do contexto que a conhecemos hoje.

Dentro deste contexto, Sundaram e Inkpen (2001) entendem que a Teoria dos *Shareholders* confunde-se com o próprio capitalismo, além de ter passado pelo

teste mais criterioso, o do tempo, mostrando-se eficiente por mais de 150 anos. Para Jensen (2001), a Teoria dos *Shareholders* se baseia na ideia de que os gestores devem ter como objetivo maximizar o valor da empresa, devendo tomar decisões e ser avaliado em função do alcance dessa meta com transparência e objetividade.

As Teorias dos *Stakeholders* e dos *Shareholders* não são contraditórias, segundo Sundaram e Inkpen (2001), que entendem que as tomadas de decisão que uma empresa toma visando atender os acionistas beneficiam todas as outras partes interessadas. Eles esclarecem a afirmativa quando dizem que a empresa, ao maximizar seu valor, gera diversas consequências que vão ao encontro das necessidades das demais partes interessadas. A qualidade do crédito aumenta, gerando um melhor fluxo de caixa e um consequente aumento de credibilidade junto ao mercado. Um melhor fluxo de caixa, por sua vez, possibilita à empresa honrar com seus compromissos pontualmente com diversos *stakeholders*, como os empregados, o governo, fornecedores, entre outros. E na existência de um valor residual no fluxo de caixa, o mesmo pode ser devolvido aos acionistas. Helfert (2000) afirma que a maioria das decisões econômicas das empresas visa a criação de valor, onde o beneficiário seria o acionista, segundo a teoria do investimento. Desta forma essas decisões são embasadas na Teoria dos *Shareholders*, ou seja, na maximização da riqueza dos acionistas.

Os pagamentos a fornecedores, empregados e ao governo não se traduzem em aumento de valor para a empresa, porém asseguram a honradez da mesma em quitar suas dívidas, o que aumenta sua credibilidade (SUNDARAM e INKPEN, 2001). Os ganhos e perdas afetam somente aos acionistas, uma vez que dependem dos mesmos para garantir o resíduo do fluxo de caixa. Desta feita, é interesse dos acionistas que a empresa obtenha ganhos com o mínimo de custos possível, o que proporciona bons resultados e, conseqüentemente, resíduos no fluxo de caixa para serem remunerados. Como os acionistas são os últimos a se beneficiarem dos resultados obtidos pela empresa, e se houver resultado positivo com geração de valor residual no fluxo de caixa, os riscos excessivos são

suportados por estes, razão pela qual compõem a parte interessada que exige maiores esforços para obtenção de lucros na empresa.

As duas teorias acima descritas formam a base conceitual deste estudo, uma vez que as pesquisas apontam visões parcialmente contraditórias da mesma realidade empresarial. A Teoria dos *Shareholders* defende que a maximização do lucro deve visar apenas aos acionistas, ao passo que a Teoria dos *Stakeholders* defende uma visão mais ampla, onde todas as partes interessadas devem ter suas necessidades atendidas pela empresa.

2.3 Função-Objetivo e Social da Empresa

Revendo citação anterior, Boaventura *et al.* (2009, p.29), afirmam que “a função-objetivo da empresa serve como norteador para a tomada de decisão por parte dos gestores”. Partindo deste pressuposto, Jensen (2001) entende que existe uma contradição entre a Teoria dos *Stakeholders* e a maximização de riqueza, gerada pela perda no foco, uma vez que as empresas devem atender às necessidades das diversas partes interessadas.

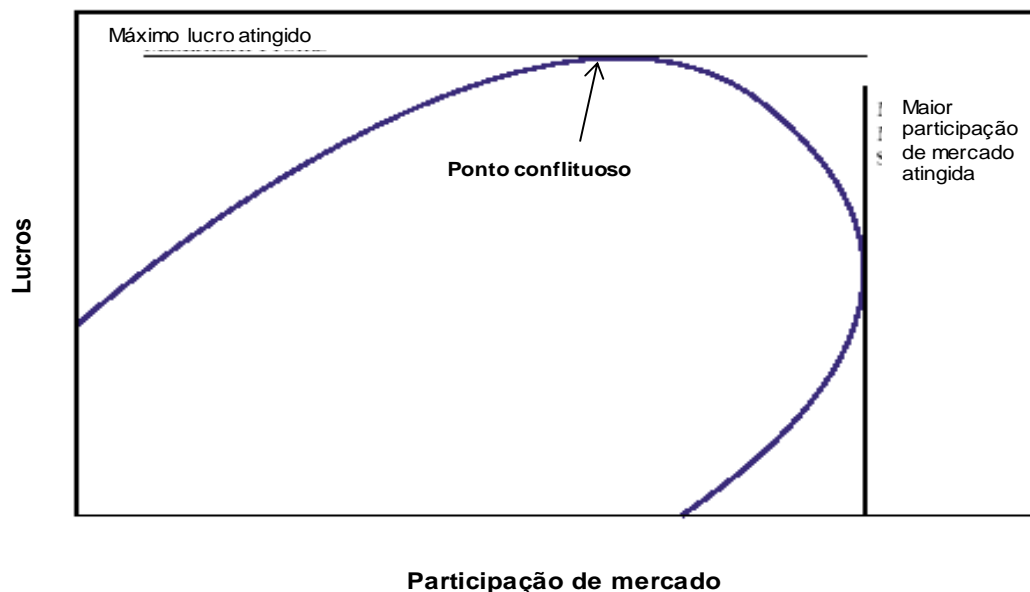
Pelo prisma jurídico, Rodrigues (2008) entende que “visão da propriedade como um direito absoluto não favorece o desenvolvimento da sociedade, ao contrário, cria abismos sociais e gera conflitos”. No Brasil, a Constituição de 1988, em seu artigo 5º, inciso XXII estabelece que “é garantido o direito de propriedade”, e no inciso seguinte complementa indicando que “a propriedade atenderá à sua função social”. Desta forma os legisladores tentaram abordar os dois focos das teorias dos *Stakeholders* e dos *Shareholders*.

No campo teórico pode-se afirmar que as funções se complementam. A função-objetivo, com foco financeiro da Teoria da Firma, pode ser obtida conjuntamente com o foco “social” da Teoria dos *Stakeholders*. Na prática, porém, a grande questão é descobrir até que ponto a função-objetivo da empresa está alinhada à função-social, ou seja, até que ponto está atendendo às necessidades de todas as partes interessadas.

Segundo Jensen (2001), existem duas questões que permeiam a discussão sobre o objetivo da empresa: (1) a empresa deve focar apenas uma única função-objetivo; (2) caso a resposta seja positiva, este objetivo a ser atingido deve ser a maximização do valor da empresa ou o foco deve ser algum outro, como a manutenção dos empregados ou a conquista de uma fatia maior de mercado?

O problema maior deste questionamento é saber se a empresa deve focar em um único objetivo ou se desvia suas atenções a mais de um. Jensen (2001) propõe então que não se discuta a qual das teorias recorrer (dos *Stakeholders* ou dos *Shareholders*), mas sim definir qual o foco da empresa: um ou mais de um objetivo. Como exemplo, o autor cita a situação de uma empresa que tenha dois objetivos: aumento de lucros e aumento na participação de mercado. Até um determinado patamar a empresa logrará êxito nos seus propósitos, uma vez que conseguiria aliar tais objetivos: o aumento na participação de mercado acarretará em aumento de lucros. Contudo, a partir deste determinado ponto, o aumento na “fatia” de mercado somente será proporcionado mediante a redução dos lucros da empresa no período, ocasionado pelo aumento nos investimentos em pesquisa e desenvolvimento; pelo aumento de despesas com propaganda e publicidade; ou ainda com promoções para promover crescimento de vendas. A FIG. 3 ilustra este cenário, onde no ponto conflituoso cabe aos gestores definir qual dos objetivos priorizar.

Figura 3 - Conflito de escolha entre lucro e participação de mercado



Fonte: JENSEN (2001, p.10) adaptado pelo autor

Mediante o raciocínio do exemplo acima, Jensen (2001) afirma que é impossível uma empresa obter êxito focando mais de um objetivo. Segundo o autor, a tentativa de maximizar diversos objetivos causará conflitos ao gestor na definição das prioridades nas tomadas de decisões. Sintetizando o pensamento, o autor entende que “múltiplos objetivos significa não ter objetivos”. A forma como a empresa pode resolver esse problema é através da definição de uma única função-objetivo que envolvesse todas as consequências das decisões sobre as variáveis. Os gestores devem definir que objetivo principal será perseguido: aumento de lucros, manutenção ou crescimento do número de empregados, aumento nas vendas, crescimento como um todo, maximização de valor, etc. Mesmo não podendo certificar-se de que a função definida será maximizada, ou até mesmo que tal maximização ocasionará em melhor desempenho da empresa, ter-se-á ao menos a certeza de minimização dos conflitos, com a definição clara que permite a tomada de decisão de forma mais consistente, seguindo a critérios lógicos, bem como um fator facilitador de avaliação de desempenho dos gestores por parte dos acionistas.

2.4 O Conflito de Agência

De acordo com Jensen e Meckling (1976, p.5), contrato de agência "é um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) nomeia outra pessoa (agente) para exercer alguns serviços para si, envolvendo a delegação da autoridade na tomada de decisões em alguns aspectos." Quando ocorrem divergências de interesses entre os gestores, os acionistas e/ou os credores, estas caracterizam o conflito de agência. Os gestores têm privilégio sobre as informações que cercam os negócios, pois o controle de todos os dados da empresa faz parte de seus cotidianos. Esse fator permite a estes uma vantagem em relação aos demais membros da relação, levando-os a expropriação de interesses destes acionistas e credores. (NAKAYASU, 2006)

As divergências entre ações e objetivos individuais caracteriza o problema de agência, uma vez que os elementos que compõem o “contratante” no contrato de agência percebem que as decisões tomadas pelo “contratado”, ou seja, os gestores admitidos não são completamente observáveis, o que provoca um esforço aquém do exigido por parte dos gestores contratados ou até mesmo um direcionamento dos

recursos da firma para benefícios que não são os de interesse da empresa. Assim a organização acaba arcando com perdas de capital que não estão de acordo com seus objetivos, culminando em prejuízos aos acionistas e credores, que esperam a maximização de seus investimentos.

Segundo o entendimento de Jensen e Meckling (1976), esses são os motivos que justificam a afirmação de que a relação entre os acionistas e os gestores de uma empresa é uma relação de pura agência, pois deve haver transparência e ciência plena entre todos os envolvidos nas questões de separação de controle e propriedade, evitando desta forma quaisquer tipos de surpresas para os acionistas. Esse argumento fortalece a Teoria dos *Shareholders*, uma vez que os acionistas privam pela proteção dos interesses da empresa.

O conflito de agência é um dos vários problemas causados pela falta de uma política efetiva de Governança Corporativa. Para Lo e Sheu (2007), as empresas que pretendem ser reconhecidas como organização que adota efetivas ações socioambientais precisam primeiramente de adotar uma sólida definição de políticas de Governança Corporativa, uma vez que investimentos socialmente responsáveis estão condicionados a investimentos éticos e seria incoerente a uma empresa apresentar tais investimentos sem ao menos possuir sua própria ética empresarial.

Cabe então à organização a preocupação em solucionar problemas internos para, a partir daí, se apresentar como corretamente ética. Pessoas que utilizam informações privilegiadas para obter vantagens para si podem existir em qualquer organização. Silveira, Yoshinaga e Borba (2005) entendem que o termo *insider trading* significa a pessoa que, de posse de informações privilegiadas, opera em negociações de valores mobiliários, podendo estar diretamente ligado ao controle da empresa em questão ou até mesmo fazer uso de terceiros, repassando tais informações.

A adoção de práticas de proteção aos acionistas e credores em relação à questão do conflito de interesses é dispendiosa e de difícil controle o que inibe sua implementação em diversas empresas, principalmente as de menor porte e as empresas familiares. Nem a criação da Governança Corporativa e de seus requisitos alterou esse cenário, uma vez que os custos de implantação destes processos são

significativos e transferidos aos acionistas, que desta forma têm seus ganhos reduzidos por estes gastos.

Devido à importância que os *stakeholders* obtiveram neste novo cenário organizacional, as empresas precisam demonstrar maior transparência em suas ações, pois o todo o mercado passou a dar mais importância a tal comportamento. As empresas que não adotam efetivas políticas de divulgação de suas práticas acabam perdendo espaço no mercado, pois demonstram uma imagem pouco confiável a todos, inclusive os fornecedores e consumidores, que podem ser considerados partes interessadas primordiais para o sucesso e desenvolvimento da empresa.

2.5 Governança Corporativa

A Governança Corporativa surgiu como uma forma de controle com os conflitos de agência e a assimetria de informações, conforme entendimento de Nakayasu (2006). A maioria das empresas apresenta atualmente uma estrutura que privilegia as pessoas que executam funções de controle, face serem os detentores das informações das organizações. Desta feita, a transparência de fatos e informações deve ser entendida pelos gestores como um fato de extrema necessidade para o investidor. Nakayasu (2006, p.24) complementa que "ao mesmo tempo, deve existir uma preocupação com relação à conduta ética dos negócios, não buscando a expropriação de riqueza, tanto dos acionistas como dos credores".

Segundo entendimento de Silveira (2002), o conflito de agência é a base conceitual para os primeiros estudos sobre Governança Corporativa, pois esta surgiu em função da existência da Teoria da Agência, se opondo aos interesses pessoais dos gestores que muitas vezes está focado nos benefícios próprios, resguardando desta forma o interesse dos acionistas.

No estudo feito por La Porta *et al.* (2000), os autores apontaram uma série de irregularidades empíricas nas práticas de governança corporativa no mundo. Grande parte dos investidores levantavam questões sobre a confiabilidade e segurança das informações financeiras, políticas de dividendos e a eficiência de alocação dos

investimentos, uma vez que as políticas de financiamento do mercado de capitais, não mantinham padrões constantes. A não padronização em demonstrar as informações contábeis e financeiras, além da falta de transparência no que se refere às questões e políticas voltadas para proteção dos acionistas, gerou a necessidade do mercado de capitais do mundo a desenvolver sistemas que monitorassem esses desvios.

Ainda segundo La Porta *et al.* (2000), os mesmos comentam sobre a necessidade de criação de um sistema de proteção aos investidores, principalmente em países que não existe uma consolidada política de governança. Nestas situações é onde ocorrem os casos de expropriação de grande parte dos acionistas minoritários e dos credores, pelos acionistas controladores. A Governança Corporativa assume, portanto, o papel de protetora dos acionistas minoritários e demais partes interessadas. "Governança Corporativa é um conjunto de mecanismos através dos quais investidores externos protegem-se contra a expropriação por *insiders*" (LA PORTA *et al.*, 2000, p. 4).

A partir de 2002, os debates sobre Governança Corporativa se acentuaram. Tal fato se deu devido a graves problemas ocorridos no mercado de capitais norte americano, considerado o mais sofisticado, além de ser um dos países precursores do tema. Os principais problemas referem-se ao fato de que organizações com sede nos Estados Unidos e atuação mundial, como a Xerox, a Enron e Worldcom foram vítimas de fraudes contábeis favorecendo os seus gestores. Apesar de adotar modelo de Governança Corporativa distinto do norte americano, a Europa também sofreu com grandes escândalos financeiros ocorridos em empresas como Parmalat, Royal, Vivendi e Ahold que apresentaram problemas financeiros e de transparência, levando muitos investidores a enormes prejuízos (SILVEIRA, 2006).

Estes acontecimentos provocaram nos investidores uma preocupação cada vez maior e recorrente sobre as práticas das organizações que visam exclusivamente a maximização de riqueza dos *shareholders*, uma vez que perceberam que as empresas que não valorizam os *stakeholders* apresentam apenas um crescimento temporário como desempenho (LO e SHEU, 2007). Provavelmente este fato tenha culminado em uma nova e melhor percepção para o mercado, tanto pela ótica dos

investidores, como do das empresas, onde estas passaram a transparecer seus controles e compromissos, que é justamente a principal função da governança corporativa. A manutenção do alinhamento e controle das informações, garantindo que nenhum dos agentes envolvidos possa vir a se beneficiar de forma isolada, haver beneficiamento das partes ligadas diretamente com a empresa, como diretores e gestores, passa ao mercado uma imagem de empresa ética e transparente, que objetiva sempre a proteção ao investidor, que por sua vez espera obter retornos melhores que a média do mercado.

A Teoria dos *Stakeholders* justifica e explica a relação existente entre Governança Corporativa e sustentabilidade, de acordo com Dias (2007), que afirma que as empresas que desejam ingressar nos índices de sustentabilidade existentes devem, primeiramente, apresentar boas práticas de Governança Corporativa, para somente após se ocuparem na adoção de práticas de sustentabilidade. Como os sistemas de Governança Corporativa surgiram exatamente em função de problemas de agência, que afetam diretamente os *stakeholders*, é improvável falar sobre sustentabilidade nas companhias sem abordar o tema.

2.6 Mercado de Capitais

A BM&FBOVESPA descreve o mercado de capitais como “um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização”, sendo formado por bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas (BM&FBOVESPA, 2013).

Para Assaf Neto (2007), o mercado de capitais tem grande relevância no processo de desenvolvimento econômico, uma vez que municia recursos permanentes para a economia. Este processo se dá na ligação que proporciona entre aqueles que têm capacidade de poupança (investidores) com aqueles carentes de recursos de longo prazo.

As empresas que decidem abrir seu capital encontram na bolsa de valores o local para realizar esta intermediação. Para Andrezo e Lima (2002, p.328):

As bolsas de valores são associações civis ou sociedades anônimas que se destinam, basicamente, a manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, pelas sociedades membros e pelas autoridades competentes. Para isso, devem oferecer todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações, propiciar continuidade de preços e liquidez ao mercado e criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, das ordens de compra e venda dos investidores. As bolsas de valores também devem efetuar registro das operações e divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes. Cabe ainda, às bolsas preservar elevados padrões éticos de negociação, por meio de normas de comportamento, para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades aos infratores.

Os principais títulos negociados nas bolsas de valores são: as ações, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers*. Todos eles permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. “O mercado de capitais abrange ainda as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação” (BM&FBOVESPA, 2013).

2.6.1 Índices BM&FBOVESPA

Segundo o sítio da BM&FBOVESPA (2013), a mesma é uma companhia cuja finalidade é administrar mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contrato derivativos, atuando também no registro, compensação e liquidação, além de central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes. Oferece ainda serviços como negociação de ações, títulos de renda fixa, câmbio pronto e contratos derivativos referenciados em ações, ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias, moedas, entre outros; listagem de empresas e outros emissores de valores mobiliários; depositária de ativos; empréstimo de títulos; e licença de softwares.

A BM&FBOVESPA adota metodologia de índices cujo objetivo é indicar o desempenho de um conjunto de ações de empresas de mesmas características, ao longo do tempo. Os preços das ações podem variar devido a fatores internos ou externos, o que pode provocar comportamento diferente em um mesmo período nas

ações que compõem cada índice. Contempla atualmente 23 índices separados em 5 (cinco) grupos distintos (BM&FBOVESPA, 2013):

1º grupo - Índices Amplos

- Índice Bovespa – Ibovespa
- Índice Brasil 50 - IBrX-50
- Índice Brasil – IBrX
- Índice Brasil Amplo – IBrA
- Índice *Mid-Large Cap* – MLCX
- Índice *Small Cap* – SMLL
- Índice Valor BM&FBOVESPA - IVBX-2
- Índice de Dividendos – IDIV

2º grupo - Índices Setoriais

- Índice de Energia Elétrica – IEE
- Índice do Setor Industrial – INDX
- Índice de Consumo – ICON
- Índice Imobiliário – IMOB
- Índice Financeiro – IFNC
- Índice de Materiais Básicos – IMAT
- Índice Utilidade Pública – UTIL

3º grupo - Índices de Sustentabilidade

- Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE
- Índice Carbono Eficiente - ICO2

4º grupo - Índices de Governança

- Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC
- Índice de Governança Corporativa *Trade* – IGCT
- Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado - IGC-NM
- Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado – ITAG

5º grupo - Outros Índices

- Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários BM&FBOVESPA – IFIX
- Índice de BDRs Não Patrocinados - GLOBAL – BDRX

Dentre os 23 índices elencados pela BM&FBOVESPA em 2013, seis deles merecem destaque, em virtude do objeto da pesquisa, a sustentabilidade e a criação de valor para o acionista. São eles: IDIV, IGC, IGCT, IGC-NM, ITAG e ISE. Este último ganha destaque com uma subseção própria. Os demais são apresentados, de forma resumida, a seguir:

Índice de Dividendos – IDIV: compõe o índice as empresas que distribuíram mais dividendos nos 24 meses anteriores a seleção da carteira. Para serem elegíveis, as ações devem estar inclusas em um rol de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 99% do valor acumulado de todos os índices individuais, além de ter frequência superior a 95% dos pregões do período. Uma mesma empresa pode ter mais de uma ação neste índice, desde que cada ação atenda às condições descritas, de forma isolada. Não estão inclusas as empresas emissoras de BDRs e/ou em recuperação judicial ou falência, além daquelas que estão em situação especial, ou ainda as que estiverem sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação.

Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC: o objetivo deste índice é avaliar o desempenho das ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, sendo estas já classificadas nos segmentos de listagem Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2 de Governança Corporativa. Todas as empresas classificadas nestes segmentos estão elegíveis para compor o índice.

Índice de Governança Corporativa Trade – IGCT: índice composto pelas ações das empresas que são integrantes do IGC e, simultaneamente, tenha suas ações inclusas em um rol de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 99% do valor acumulado de todos os índices individuais, além de ter frequência superior a 95% dos pregões do período dos doze meses anteriores à formação da

carteira. Uma mesma empresa pode ter mais de uma ação neste índice, desde que cada ação atenda às condições descritas, de forma isolada.

Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado - IGC-NM: este índice é composto apenas pelas ações de empresas listadas no segmento de listagem Novo Mercado. Poderá ser excluída da carteira a ação que apresentar um nível de liquidez muito reduzido. Empresas que se encontrem em regime de recuperação judicial, falência ou situação especial, também terão as ações de sua emissão excluídas da carteira do índice, bem como no caso de oferta pública que resultar em retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado, sendo efetuados os ajustes necessários no índice.

Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado – ITAG: índice que visa avaliar o desempenho das empresas que oferecem melhores condições aos acionistas minoritários, no caso de alienação do controle. São inclusas neste, as ações de empresas que oferecem *tag along* diferenciado e que tenham sido negociadas por, no mínimo, 30% dos pregões referentes aos doze meses anteriores à formação da carteira. A BM&FBOVESPA (2013) entende que:

O *tag along* é previsto na legislação brasileira (Lei das S.A., Artigo 254-A) e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Algumas companhias, voluntariamente, estendem o direito de *tag along* também aos detentores de ações preferenciais e/ou asseguram aos detentores de ações ordinárias um preço superior aos 80%.

2.6.2 Índices de Sustentabilidade no Mercado Internacional

A BM&FBOVESPA (2013) ressalta a importância de criação de índices como uma forma de filtro no processo de alocação de recursos, destacando que esta prática é adotada há mais de um século, onde investidores religiosos não direcionavam recursos para empresas que compunham setores econômicos contrários às suas crenças. No que tange à sustentabilidade e responsabilidade social, diversas bolsas de valores já adotam índices que sinalizam empresas que adotam práticas sustentáveis. A seguir são apresentados alguns destes índices:

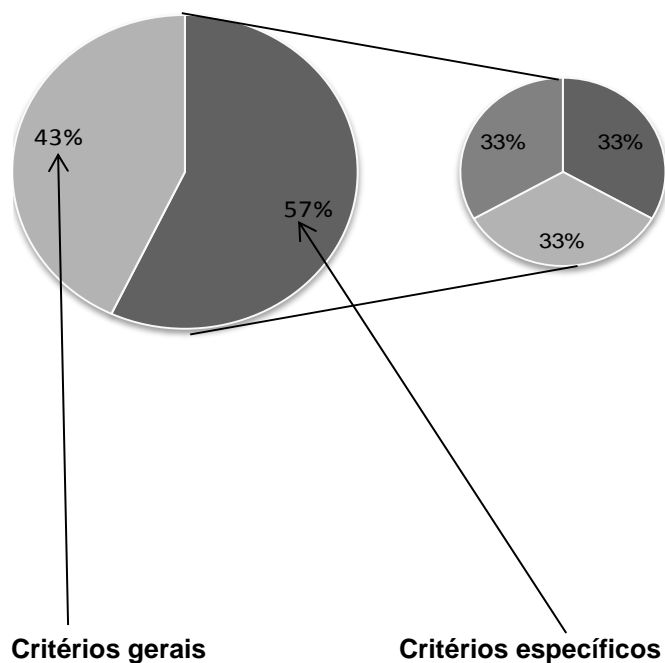
Dow Jones Sustainability Index (DJSI): primeiro índice voltado à sustentabilidade na forma como é concebido atualmente. Criado em 1999, indica o desempenho financeiro das empresas líderes em sustentabilidade a nível mundial. As empresas que compõem este índice são classificadas como as mais capazes de criar valor para os acionistas, a longo prazo, fazendo uso de uma gestão de riscos associados ao TBL. Segundo o sítio do índice⁵, 2.500 empresas são convidadas anualmente para composição da carteira. A avaliação é feita mediante aplicação de questionário composto de 80 a 120 perguntas sobre os prismas financeiro, ambiental e social, com foco em empresas com histórico de criação de valor a longo prazo. Um conjunto definido de critérios (vide GRÁF.1 mais adiante) é utilizado para avaliar as oportunidades e riscos recorrentes sob os três prismas do TBL, sendo 57% baseado em critérios específicos da indústria e os 43% restantes de critérios gerais.

FTSE4Good Index Series: criado em 2001 pela Bolsa de Valores de Londres em conjunto com o jornal Financial Times, através de uma joint venture, FTSE - *Financial Times and the London Stock Exchange*, que é considerada uma companhia independente que monitora índices e dados de mercado. Segundo o sítio do índice⁶, o mesmo foi projetado para aferir objetivamente o desempenho das empresas que atendem aos padrões de responsabilidade socioambiental globalmente reconhecidos. Adota uma sistemática de avaliação de critérios verificando o nível de impacto do negócio da empresa, que varia de acordo com o segmento que atua e país de atuação, na classificação alto, médio ou baixo. Os principais critérios são: meio ambiente; direitos humanos; condições de trabalho; padrões de trabalho da cadeia de suprimentos; programas de combate à corrupção; e alterações climáticas. Os mecanismos empregados para avaliação são: análise de relatórios anuais e outros materiais públicos; pesquisa nos sítios das empresas; contato direto com a empresa, caso julgado necessário; e análise das informações requeridas periodicamente.

⁵ Disponível em: <<http://www.sustainability-indices.com>>. Acesso em: 03 jul.2013

⁶ Disponível em: <http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/index.jsp>. Acesso em 03 jul.2013

Gráfico 1 – Critérios de avaliação do DJSI

**Dimensão Econômica:**

Governança Corporativa
 Código de Conduta, Complice
 Risco e Gestão de crises
 Gestão de Relacionamento com o cliente
 Gestão de Inovação

Dimensão Ambiental:

Gestão de controle ambiental
 Desempenho Ambiental
 Estratégia climática
 Administração de Produtos
 Biodiversidade

Dimensão Social:

Desenvolvimento do capital humano
 Atração e retenção de talentos
 Segurança e saúde do trabalho
 Engajamento dos Stakeholders
 Demonstrativos socioambientais

Fonte: Disponível em: <<http://www.sustainability-indices.com/sustainability-assessment/corporate-sustainability-assessment.jsp>>. Acesso em: 17 jul.2013. Adaptado pelo autor

FTSE/JSE Africa Index Series: criado em 2002, utilizando a metodologia do FTSE em conjunto com a *JSE Limited*. Segundo sítio do índice⁷, o mesmo é composto de 98 indicadores observando-se os prismas do TBL e visa medir o desempenho das empresas que adotam práticas socioambientais na África do Sul. Foi o terceiro índice de sustentabilidade lançado no mundo.

Acompanhando a tendência mundial, várias entidades discutem conjuntamente com a BM&FBOVESPA a criação de um índice nacional composto por ações de empresas que se destacam em sustentabilidade e responsabilidade social. O objetivo central era identificar as empresas que se destacam pelo compromisso com o desenvolvimento sustentável, alinhando suas estratégias com as práticas de sustentabilidade e responsabilidade social, o que as diferenciam aos investidores com preocupações além do que o simples retorno financeiro de curto prazo. Deste esforço surge o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, destacado a seguir.

⁷ Disponível em: <http://www.ftse.com/Indices/FTSE_JSE_Africa_Index_Series/>. Acesso em: 03 jul.2013

2.6.3 Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE

O ISE tem sua origem e processo de seleção definidos no próprio sítio da BM&FBOVESPA. Seu conceito é que se trata de uma ferramenta para avaliar o desempenho das empresas listadas no que tange o aspecto de sustentabilidade corporativa, através da análise de variáveis como eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa.

Segundo Marcondes e Bacarji (2010), o ISE é o primeiro índice de ações da América Latina que visa mostrar o desempenho de mercado das empresas que adotam o conceito de gestão sustentável e o quarto do mundo. Foi criado em 01º de dezembro de 2005 com a divulgação de uma lista contendo 34 ações de 28 empresas avaliadas como as que praticavam ações de sustentabilidade em processo mais avançado no Brasil. Antes do ISE, surgiu o pioneiro Down Jones Sustainability Indexes (DJSI), criado em 1999 em Nova Iorque; o FTSE4Good em Londres no ano de 2001; e o JSE em Joanesburgo, África do Sul em 2002.

A BM&FBOVESPA contou com a colaboração de várias instituições para criação do ISE, que hoje é uma referência para os investimentos socialmente responsáveis. A Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - ABRAPP, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, *International Finance Corporation* - IFC, Instituto ETHOS e o Ministério do Meio Ambiente, a princípio, e posteriormente com a inclusão do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente - PNUMA, Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON e Grupo de Institutos, Fundações e Empresas - GIFE, juntamente com a BM&FBOVESPA, criaram um Conselho Deliberativo presidido por esta última, que se tornou o órgão responsável pela garantia de isenção nos processos de normas para construção do índice, bem como do processo de seleção das empresas.

Marcondes e Bacarji (2010) narram que o primeiro problema encontrado para a criação do ISE foi o orçamento. Ao contrário do DJSI que foi custeado por uma doação de US\$ 70 milhões, o projeto do ISE tinha recursos limitados. Devido a este fato, o questionário a ser aplicado nas empresas deveria ser construído com questões objetivas, de múltipla escolha e com utilização de tabelas. Desta forma a análise das informações não demandaria de grandes equipes, fugindo assim das avaliações subjetivas que levariam a uma revisão de notas, por exemplo. Outro fator que diferenciaria o ISE do DJSI e dos demais índices criados até então, seria pelo fato de que o ISE não faria distinção setorial das empresas que compõem sua carteira. O número limitado de inicialmente 30, passando posteriormente a 40 empresas, também era um diferencial.

Os envolvidos na elaboração do ISE tinham também o ideal de torná-lo uma “ferramenta de gestão, estabelecer-se como um *benchmark*, uma referência confiável, um painel de tendências de gestão sustentável, entre outros” (MARCONDES e BACARJI, 2010 p.30). Durante esse período haviam surgido ferramentas que se tornaram referência em gestão sustentável: a *Global Reporting Initiative* - GRI em 2000, para relatórios empresariais de sustentabilidade, bem como a quarta geração dos indicadores do Instituto Ethos, de mesma finalidade; a norma da *AccountAbility* AA1000, sobre o engajamento de *stakeholders*; além da SA8000, da *Social Accountability International*, sobre direitos humanos no trabalho. Paralelo a estes fatos o Instituto Akatu lançou indicadores de consumo consciente; o Código de Governança Corporativa do IBGC tinha acabado de ser revisto; a Rio+10 ocorreu em 2002, com o objetivo de revisar os avanços ocorridos durante os 10 anos da primeira conferência; além da consolidação da ISO 14000 e inserção do ISO 26000.

O Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVCes) foi contratado para ser o responsável na elaboração de metodologia de mensuração de sustentabilidade. Os trabalhos iniciaram no final de 2004 com uma ampla revisão da literatura sobre o tema que incluía a análise de documentos como o modelo de Balanço Social do Ibase, os questionários dos três índices de sustentabilidade até então criados (DJSI, FTSE4Good e JSE), além de legislação como o Código de Defesa do Consumidor e as convenções da Organização Internacional do Trabalho - OIT e da Organização das Nações Unidas - ONU.

No primeiro esboço constavam 800 indicadores, sendo necessárias novas rodadas de análises para “enxugar” o que realmente era primordial para atingir o objetivo do índice. A compilação dos indicadores estava pautada nos princípios, objetivos e critérios estabelecidos desde o início da criação do índice:

[...]o ISE seria baseado no tripé da sustentabilidade, o *triple bottom line*; teria como objetivo básico ser um benchmark para os fundos éticos; todas as empresas listadas na BOVESPA a partir de certo nível de liquidez seriam convidadas a participar voluntariamente da avaliação (o chamado “*positive screening*”), e o questionário, que inicialmente teria quatro dimensões (Governança Corporativa, Econômico-Financeira, Ambiental e Social), no decorrer do processo ganhou uma Dimensão Geral, que abrigou as questões de avaliação da natureza do produto e outras, mais transversais. Cada uma das dimensões passou a ser desenvolvida por um pequeno grupo de pesquisadores, coordenado por um especialista na área. (MARCONDES e BACARJI, 2010, p.32)

Para cada uma das quatro dimensões, foram estabelecidos alguns conjuntos de critérios de avaliação. As dimensões Econômico-Financeira, Ambiental e Social foram constituídas de quatro critérios básicos: políticas da empresa (nível de comprometimento), gestão (tipos de planos, programas, metas e monitoramento), indicadores de desempenho e cumprimento legal (que avaliam a *compliance* frente à legislação de concorrência, à ambiental e ao código de defesa do consumidor, entre outros). Cada um desses critérios foi abordado por meio de indicadores e estes desmembrados em questões de múltipla escolha. Na Dimensão Ambiental, as empresas do setor financeiro receberam um questionário ambiental diferenciado e adaptado às suas características, sendo que as demais foram divididas em dois níveis de impacto (alto e moderado). O questionário foi o mesmo, porém com adoção de pesos diferentes para cada modalidade. A Dimensão Governança Corporativa observou indicadores de melhores práticas, através dos seguintes critérios: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria e fiscalização, e conduta e conflito de interesses.

Atualmente, para compor a carteira do ISE é realizada aferição através do questionário que avalia o desempenho das 200 ações mais negociadas (inicialmente este número era de 150 ações) na BM&FBOVESPA, baseando-se no conceito do TBL, que integra os elementos econômico, social e ambiental. Estes elementos são

divididos em quatro conjuntos de critérios: políticas, gestão, desempenho e cumprimento legal.

Além dos três elementos do TBL, foram inseridos outros indicadores:

- Critérios gerais: analisa a publicação ou não de balanço social, o grau de comprometimento da empresa perante acordos globais, dentre outros;
- Critérios de natureza do produto: avalia se os produtos da empresa geram prejuízos à saúde dos consumidores, dentre outros;
- Critérios de governança corporativa: aborda as dimensões de propriedade; conselho de administração; auditoria e fiscalização; e conduta e conflito de interesses.
- Critérios relacionados às mudanças climáticas: impactos da atividade da empresa no que tange ao clima através da análise da política, gestão desempenho e *reporting*.

O questionário é revisto e aplicado anualmente, possui apenas questões objetivas e seu preenchimento é voluntário. As respostas obtidas passam por uma análise estatística através da ferramenta denominada “análise de *cluster*”, cujo objetivo é separar grupos de empresas com desempenho similar, além de identificar qual grupo apresenta melhor desempenho geral. A carteira final do ISE é composta de, no máximo, 40 (quarenta) empresas, sendo que no primeiro ano de vigência este número era limitado a 30 (trinta) empresas. A FIG. 4 ilustra as sete dimensões do questionário ISE:

Figura 4 – Sete dimensões questionário ISE



Fonte: Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/Workshop-ISE-06032012.pdf>>. Acesso em 13 fev.2013

De acordo com a BM&FBOVESPA (2013), a primeira carteira teórica vigorou entre 1º de dezembro de 2005 até 30 de novembro de 2006. Foram convidadas 121 empresas, das quais 63 responderam. Deste montante, conforme determinado inicialmente, o limite máximo de empresas participantes seriam de 30, porém apenas 28 empresas foram selecionadas contemplando 34 ações em 12 setores distintos. A segunda carteira vigorou de 1º de dezembro de 2006 até 30 de novembro de 2007 com 120 empresas convidadas, 60 respondentes com número total de 34 empresas compondo a carteira (o número máximo havia subido para 40), composta de 43 ações em 14 setores. Estas empresas representavam 42,6% do total da bolsa em valor de mercado no dia 01º de dezembro de 2006, com o somatório de R\$ 996 bilhões.

A terceira carteira do ISE foi marcada por um processo prévio de aprimoramento do questionário, com a participação de especialistas e também através de uma consulta pública. O índice ganhava popularidade entre os investidores, que passaram a utilizá-lo com mais frequência em suas aplicações. A vigência da carteira foi de 01º

de dezembro de 2007 a 30 de novembro de 2008, com 137 empresas convidadas, 58 respondentes. Destas, 32 formaram a carteira deste período, somando 40 ações distribuídas em 15 setores com valor total de mercado de R\$ 2,3 trilhões, o que correspondia a 39,6% da capitalização total da BM&FBOVESPA na época. A vigência da quarta carteira do ISE foi de 01º de dezembro de 2008 a 30 de novembro de 2009, com 137 empresas convidadas, 51 respondentes. A carteira finalizou com 30 empresas de 11 setores contendo 37 ações. Assim como houve redução no número de empresas em comparação ao ano anterior, o valor de mercado das ações do ISE também diminuiu para R\$ 372 bilhões, ou 30,7% da capitalização total.

Ainda sobre a quarta carteira, o questionário sofreu nova revisão com melhorias significativas no que tange à parte ambiental. O questionário, que até então separava as empresas em dois grupos (Geral e Instituições Financeiras), passou a contar com seis divisões (Grupos A, B, C, D, E e IF), o que gerou um melhor entendimento das questões, bem como o aumento do nível de detalhamento de análise das empresas. Tal estrutura permanece até o momento e será mais bem explicitada em tópico abaixo.

Outro fato que merece destaque é a exclusão da Petrobras da carteira do ISE. Esta exclusão foi provocada pelos pedidos de várias entidades vinculadas ao setor socioambiental, uma vez que a empresa não cumpriu acordo para redução do nível de enxofre em alguns produtos comercializados. O Conselho do ISE entendeu ser inaceitável uma companhia do porte da Petrobras ficar inoperante diante de tal problema que culminou em doenças respiratórias e consequente morte de várias pessoas (Petrobras é excluída do ISE, 2008). A seguir, no QUADRO 3, são demonstradas as empresas que compuseram as quatro primeiras carteiras do ISE:

Quadro 3 – Carteira ISE 2006/2009

CARTEIRAS DOS ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL - ISE (ABERTURA)			
01/12/05	01/12/06	03/12/07	01/12/08
2006	2007	2008	2009
28 Empresas	34 Empresas	32 Empresas	30 Empresas
34 Ações	43 Ações	40 ações	38 Ações
ALL AMER LAT	ACESITA	AES TIETE	AES TIETE
ARACRUZ	ALL AMER LAT	AM INOX BR	BRADESCO
BELGO MINEIRA	ARACRUZ	ARACRUZ	BRASIL
BRADESCO	ARCELOR BR	BRADESCO	BRASKEM
BRASIL	BRADESCO	BRASIL	CELESC
BRASKEM	BRASIL	BRASKEM	CEMIG
CCR RODOVIAS	BRASKEM	CCR RODOVIAS	CESP
CELESC	CCR RODOVIAS	CEMIG	COELCE
CEMIG	CELESC	CESP	CPFL ENERGIA
CESP	CEMIG	COELCE	DASA
COPEL	COELCE	COPEL	DURATEX
COPEL	COPEL	CPFL ENERGIA	ELETROBRAS
CPFL ENERGIA	CPFL ENERGIA	DASA	ELETROPAULO
DASA	DASA	ELETROBRAS	EMBRAER
ELETROBRAS	ELETROPAULO	ELETROPAULO	ENERGIAS BR
ELETROPAULO	EMBRAER	EMBRAER	GERDAU
EMBRAER	ENERGIAS BR	ENERGIAS BR	GERDAU MET
GOL	GERDAU	GERDAU	ITAUBANCO
IOCHP-MAXION	GERDAU MET	GERDAU MET	LIGHT S/A
ITAUBANCO	GOL	IOCHP-MAXION	NATURA
ITAUSA	IOCHP-MAXION	ITAUBANCO	ODONTOPREV
NATURA	ITAUBANCO	LIGHT S/A	PERDIGAO S/A
PERDIGAO S/A	ITAUSA	NATURA	SABESP
SUZANO PAPEL	LOCALIZA	PERDIGAO S/A	SADIA S/A
TRACTEBEL	NATURA	PETROBRAS	SUZANO PAPEL
UNIBANCO	PERDIGAO S/A	SABESP	TELEMAR
V C P	PETROBRAS	SADIA S/A	TIM PART S/A
WEG	SUZANO PAPEL	SUZANO PAPEL	TRACTEBEL
	SUZANO PETRO	SUZANO PETRO	UNIBANCO
	TAM S/A	TRACTEBEL	V C P
	TRACTEBEL	V C P	
	ULTRAPAR	WEG	
	UNIBANCO		
	V C P		

Fonte: Elaborado pelo autor

A quinta carteira que entrou em vigor em 01º de dezembro de 2009 teve seu período modificado, durando até o final do ano de 2010. Contemplou 43 ações de 34 empresas distribuídas em 16 setores distintos com destaque para a estreia de seguros, construção civil e máquinas e equipamentos, reduzindo a concentração setorial do indicador. O valor de mercado atingiu R\$ 730 bilhões, o que equivalia a 32,21% do total das ações negociadas. Ocorreu uma nova alteração na metodologia de composição da carteira. Objetivando uma melhor distribuição entre os setores, o limite de concentração que era de 25% por setor passou a ser de apenas 15%.

A sexta carteira voltou a ter duração de um ano, entrando em vigor em 03 de janeiro de 2011 permanecendo até o final do referido ano. O número de empresas convidadas saltou para 182 com 53 respondentes, sendo que a carteira finalizou com 38 empresas, 47 ações em 18 setores, com o valor de mercado das ações da carteira somando R\$ 1,17 trilhão, equivalente a 46,1% do total negociado à época. Novas alterações foram realizadas no questionário, como a inclusão de uma nova dimensão, Mudanças Climáticas, que contempla questões relativas ao tema antes distribuídas pelas outras dimensões. Um fato relevante ocorrido em 2010 merece destaque: a BM&FBOVESPA teve negado seu pedido de participação no ISE pelo Conselho Deliberativo do Índice de Sustentabilidade Empresarial – CISE, pelo conflito de interesses, uma vez que a empresa ocupa a presidência do próprio CISE.

A sétima carteira entrou em vigor no dia 02 de janeiro de 2012 e válida até o dia 31 de dezembro do mesmo ano. Novamente contou com 182 empresas convidadas, com 48 respondentes, formada ao final com 51 ações de 38 empresas distribuídas entre 18 setores distintos. Somou R\$ 961 bilhões o que representava 43,72% do total das ações. Novas alterações foram inseridas como a opção de divulgar ou não as respostas; a retirada da questão relativa sobre a divulgação das demonstrações contábeis segundo as normas do *International Financial Reporting Standards* – IFRS, uma vez que as alterações promovidas pela Lei nº 11.638/07 tornou compulsória; e por fim, a inclusão de questões relativas à ISO 26000 e do Protocolo Verde.

A oitava e mais recente carteira entrou em vigor em 07 de janeiro de 2013 e será válida até o dia 31 de dezembro. Contou com 183 empresas convidadas, 45 respondentes, 37 empresas selecionadas em 51 ações de 16 setores. Correspondia a 44,81% do valor total das ações com seu pouco mais de R\$ 1 trilhão de valor de mercado. No ano anterior, 8 empresas optaram em divulgar as respostas, subindo para 14 neste ano. A transparência do processo foi intensificada com a KPMG auditando os documentos. A seguir, no QUADRO 4, relação das empresas que compuseram o ISE de 2010 a 2013 e no QUADRO 5 um resumo das carteiras durante todo o período até 2013:

Quadro 4 – Carteira ISE 2010/2013

CARTEIRAS DOS ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL - ISE (ABERTURA)			
01/12/09	03/01/11	02/01/12	07/01/13
2010	2011	2012	2013
34 Empresas	38 Empresas	38 Empresas	37 Empresas
43 Ações	47 Ações	51 Ações	51 Ações
AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE
BRABESCO	ANHANGUERA	ANHANGUERA	BICBANCO
BRASIL	BICBANCO	BICBANCO	BRABESCO
BRASKEM	BRABESCO	BRABESCO	BRASIL
BRF FOODS	BRASIL	BRASIL	BRASKEM
CEMIG	BRASKEM	BRASKEM	BRF FOODS
CESP	BRF FOODS	BRF FOODS	CCR AS
COELCE	CEMIG	CCR AS	CEMIG
COPEL	CESP	CEMIG	CESP
CPFL ENERGIA	COELCE	CESP	COELCE
DASA	COPASA	COELCE	COPASA
DURATEX	COPEL	COPASA	COPEL
ELETOBRAS	CPFL ENERGIA	COPEL	CPFL ENERGIA
ELETROPAULO	DURATEX	CPFL ENERGIA	DURATEX
EMBRAER	ELETOBRAS	DURATEX	ECORODOVIAS
ENERGIAS BR	ELETROPAULO	ECORODOVIAS	ELETOBRAS
EVEN	EMBRAER	ELETOBRAS	ELETROPAULO
FIBRIA	ENERGIAS BR	ELETROPAULO	ENERGIAS BR
GERDAU	EVEN	EMBRAER	EVEN
GERDAU MET	FIBRIA	ENERGIAS BR	FIBRIA
INDS ROMI	GERDAU	EVEN	GERDAU
ITAUSA	GERDAU MET	FIBRIA	GERDAU MET
ITAUUNIBANCO	INDS ROMI	GERDAU	ITAUSA
LIGHT S/A	ITAUSA	GERDAU MET	ITAUUNIBANCO
NATURA	ITAUUNIBANCO	ITAUSA	LIGHT S/A
REDECARD	LIGHT S/A	ITAUUNIBANCO	NATURA
SABESP	NATURA	LIGHT S/A	SABESP
SUL AMERICA	REDECARD	NATURA	SANTANDER BR
SUZANO PAPEL	SABESP	REDECARD	SUL AMERICA
TELEMAR	SANTANDER BR	SABESP	SUZANO PAPEL
TIM PART S/A	SUL AMERICA	SANTANDER BR	TELEFONICA BRASIL
TRACTEBEL	SUZANO PAPEL	SUL AMERICA	TELEMAR
USIMINAS	TELEMAR	SUZANO PAPEL	TIM PART S/A
VIVO	TIM PART S/A	TELEMAR	TRACTEBEL
	TRACTEBEL	TIM PART S/A	ULTRAPAR
	ULTRAPAR	TRACTEBEL	VALE
	VALE	ULTRAPAR	WEG
	VIVO	VALE	

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 5 – Resumo da Carteira ISE 2006/2013

CARTEIRAS	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Convidadas	121	120	137	137	136	182	182	183
Respondentes	63	60	58	51	51	53	48	45
Empresas	28	34	32	30	34	38	38	37
Ações	34	43	40	37	43	47	51	51
Setores	12	14	15	11	16	18	18	16

Fonte: Elaborado pelo autor

O questionário ISE, segundo o sítio da BM&FBOVESPA, versão 2013 é composto por 14 arquivos, sendo um referente à apresentação, um glossário para elucidação dos termos utilizados e os demais para abranger as sete dimensões: seis arquivos referentes a questões relativas à dimensão ambiental, separadas por setor; um relativo à dimensão econômico-financeira; um relativo à dimensão geral; um sobre governança corporativa; um sobre mudanças climáticas; um sobre natureza do produto; e o último sobre a dimensão social. Em todas as questões existem orientações sobre o objetivo da mesma, texto elucidativo, relação com normas, além de exigir documentos comprobatórios.

2.7 Performance e Criação de Valor

As empresas buscam criar valor aos acionistas, independentemente da teoria a qual ela se baseia, dos *Stakeholders* ou dos *Shareholders*. Enquanto nesta última é o objetivo central, na primeira faz parte do conjunto de objetivos que deseja alcançar. Para Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p.26):

No linguajar financeiro, seria feito um investimento em ativos, tais como estoques, máquinas, terrenos e mão-de-obra. O dinheiro aplicado em ativos deve ser contrabalançado por uma quantia idêntica de dinheiro gerado por algum financiamento. Quando começar a vender, sua empresa irá gerar dinheiro, Essa é a base da criação de valor. A finalidade da empresa é criar valor para o seu proprietário. O valor está refletido no modelo básico da empresa, representado pelo seu balanço patrimonial.

Tem-se, portanto, que o conceito de criação de valor, no enfoque financeiro, está ligado ao processo de geração de lucro ao acionista. Padoveze (2012) entende que a criação de valor pelas empresas é oriunda de suas transações de produção e venda de bens e serviços. Como todo empreendimento é financiado, o lucro tem que ser superior ao custo financeiro dos recursos financiados para obtenção do resultado. Resumidamente, a criação de valor possui duas vertentes: a criação de valor por meio dos produtos e serviços produzidos e vendidos; e a criação de valor que cobre o custo do financiamento dos recursos empregados na empresa.

Para Rossetti (1994), a Ciência Econômica é responsável pelo conceito base de criação de valor, ao afirmar que:

...a produção deve ser vista como um processo contínuo de entradas (inputs) e saídas (outputs). O produto deve ser entendido como a diferença entre o valor das saídas e o valor das entradas, o que equivale a dizer que o conceito de produto corresponde ao valor agregado pelas empresas no decurso do processamento da produção. (ROSSETTI, 1994, p.81)

A Contabilidade possui mesmo entendimento, conforme afirma De Luca (1991) citada por Padoveze (2012), que a definição do valor adicionado é a diferença entre o valor das vendas e os consumos intermediários de um período. O valor das vendas é a produção ou faturamento da empresa, ao passo que os consumos intermediários dizem respeito às compras a outras empresas.

Para mensurar a criação de valor das empresas, existem diversas metodologias. Uma delas é o índice Q de Tobin, que relaciona o valor de mercado de uma empresa com o valor de reposição de seus ativos. Para Assaf Neto (2007), o Q de Tobin é “um índice bastante revelador do potencial de valorização da empresa, indicando a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu poder de gerar lucros.” Segundo este autor, a maior dificuldade de apurar o Q de Tobin é o cálculo do valor de mercado da empresa, bem como avaliar o preço de reposição de alguns ativos, principalmente aqueles que apresentam características específicas para uma empresa.

Os primeiros trabalhos a utilizar o índice Q de Tobin tinham o intuito de aperfeiçoar modelos macroeconômicos de investimento, na tentativa de explicar as variações dos investimentos agregados em função do tempo, conforme afirmam Famá e Barros (2000), o que o transformou em importante indicador de oportunidades para as empresas.

Ainda no entendimento de Famá e Barros (2000), no campo das finanças, a medida do Q de Tobin é utilizada como *proxy* para o valor da empresa, expressando-o em um sentido de *performance*. Eles completam informando que “em uma gama de testes empíricos, o *q* aparece como a variável dependente, procurando relações com um sem-número de outras variáveis”.

Conforme o conceito do TBL, as empresas devem atualmente se preocupar com outros dois enfoques para mensuração de seu desempenho, além do aspecto

financeiro: ambiental e social. Não existe no Brasil ainda uma legislação que obrigue as empresas a divulgarem suas ações sob estes dois prismas. Porém diversas companhias têm feito tal divulgação de forma espontânea, ou até mesmo por imposição do mercado.

Uma das formas mais usuais de divulgação é a utilização do Balanço Social. Essa demonstração pode ser publicada pelas empresas anualmente, reunindo um conjunto de informações sobre as atividades desenvolvidas, em promoção humana e social, dirigidas a seus empregados e à comunidade onde a empresa está inserida. O Balanço Social evidencia os recursos aplicados aos empregados, aos dependentes e à população que recebe sua influência direta, tendo a capacidade de especificar e adequar a preocupação da empresa com as pessoas e a vida no planeta, quando construída por profissionais de diversas áreas de atuação.

Segundo entendimento de Ribeiro e Lisboa (1999), o Balanço Social apresenta três vertentes: recursos humanos, ambiental e valor adicionado, podendo ser tratadas de forma isolada ou em conjunto. Sá (1999, p.267) afirma que “o que se busca com o Balanço Social que a empresa demonstra não é, todavia, uma evidência sob a ótica exclusiva particular, mas, sim, adaptada àquela sociedade em geral, em suas diversas classes”.

Conforme visto na subseção referente ao ISE, as informações que as empresas devem prestar para comporem o índice são bem mais abrangentes que o Balanço Social de forma isolada, razão pela qual é aplicado como *proxy* de desempenho em sustentabilidade.

2.8 Estudos Empíricos - Desempenho Socioambiental e Financeiro

Nesta seção são abordados alguns estudos empíricos vinculados à questão da relação entre práticas sustentáveis e criação de valor. Não há uma unanimidade dos resultados encontrados. Devido a multiplicidade de metodologias, variáveis e demais aspectos que diferenciam tais estudos, os mesmos são apresentados separados de acordo com os resultados apurados.

O primeiro grupo de estudos é representado pelos estudos que apresentaram relação positiva entre sustentabilidade e criação de valor/*performance* das empresas, ou seja, em linhas gerais as empresas pesquisadas que adotaram práticas sustentáveis apresentaram *performance* e/ou criação de valor em patamares superiores às demais empresas. Representam aproximadamente 29% dos estudos analisados.

Quadro 6 – Estudos empíricos: relação positiva entre sustentabilidade e criação de valor/*performance*

Autores	Objetivo	Metodologia	Resultados
Lo, Sheu (2007)	Comparar o desempenho financeiro de empresas norte americanas que compunham o DJSI em comparação às que estavam apenas no Dow Jones Global Index e S&P 550 - DJGI, excetuando as empresas do ramo financeiro.	Utilização de análise de regressão utilizando como variáveis de controle os valores de avaliação de desempenho, Q de Tobin como variável dependente e a sustentabilidade como variável <i>dummy</i> . O desempenho financeiro foi analisado mediante as variáveis total de ativos, ROA, crescimento de vendas, crescimento de investimentos, diversificação de mercado, qualidade do crédito e segmento de atuação.	Relação positiva entre práticas sustentáveis e desempenho e valor.
Ott, Alves e Flores (2009)	Verificar a relação entre investimentos ambientais e desempenho econômico das empresas	Utilização de análise de regressão com dados em painel utilizando as variáveis receita líquida da empresa e resultado operacional como variáveis dependentes; investimento ambiental interno; investimento ambiental externo, sendo todas as variáveis em função do tempo.	Relação positiva entre os investimentos ambientais internos e externos e a receita líquida e o resultado operacional.
Bisco (2009)	Verificar se as empresas que estão no ISE desde o seu lançamento possuem desempenho financeiro superior às empresas que estão listados no IBOVESPA	Análise de regressão utilizando como variável dependente o Q de Tobin; e como variáveis independentes o tamanho da empresa, distribuição de dividendos, ROA, crescimento de vendas, crescimento de investimentos, diversificação de mercado, endividamento, <i>dummy</i> de sustentabilidade, alavancagem, controle de efeito indústria, controle diversificação industrial e controle de acesso ao mercado financeiro. Período analisado: 2006 a 2008.	Relação positiva entre práticas sustentáveis e desempenho e valor.
Lameira et al.(2012)	Verificar se as empresas que estão incluídas entre aquelas que possuem as melhores práticas de sustentabilidade no mercado de capitais brasileiro, no período de 2005 a 2009, são as que possuem melhor desempenho, menor risco e maior valor de mercado.	Construção de banco de dados de informações econômicas e financeiras de 205 empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2005 e 2009, aplicando métodos de regressão linear com mínimos quadrados ordinários e método de momentos generalizados, utilizando-se das variáveis participação no ISE; ROA; ROE; LPA: razão entre valor de mercado e valor contábil das ações; razão entre preço das ações e o Ebitda; razão entre o preço das ações e o valor patrimonial da ação; razão entre o preço da ação e o lucro; volatilidade anual das ações da empresa;	Relação positiva entre práticas sustentáveis e desempenho e valor.

Fonte: Elaborado pelo autor

O segundo grupo é formado pelos estudos que encontraram resultados opostos aos do primeiro grupo, ou seja, as empresas que adotaram práticas sustentáveis apresentaram *performance* e/ou criação de valor em patamares inferiores às demais empresas. Representam pouco mais de 14% dos estudos analisados.

Quadro 7 – Estudos empíricos: relação negativa entre sustentabilidade e criação de valor/*performance*

Autores	Objetivo	Metodologia	Resultados
Crisóstomo, Freire e Vasconcelos (2009)	Verificar se a RSC cria valor para as empresas; se RSC afeta o desempenho da empresa; e se o desempenho financeiro influencia a RSC.	Utilização de análise de regressão para cada objetivo proposto. Na primeira, para analisar a relação entre RSC e valor utilizaram as variáveis Q de Tobin; índice de desempenho social; endividamento; tamanho da empresa; e indicação do setor como <i>dummy</i> . Na segunda, para analisar a relação entre RSC e desempenho financeiro utilizaram as mesmas variáveis da primeira análise, substituindo apenas o Q de Tobin pelo ROA. Na terceira, para analisar o desempenho financeiro sobre o RSC utilizaram as mesmas variáveis da segunda regressão, colocando o índice de desempenho social como variável dependente.	Relação negativa entre RSC e criação de valor e neutralidade entre RSC e rentabilidade das empresas.
López, Garcia e Rodriguez (2007)	Comparar o desempenho financeiro de 55 empresas europeias que participavam do DJSI em comparação a outras 55 empresas que estavam apenas no Dow Jones Global Index e S&P 550 - DJGI.	Utilização de análise de regressão, atribuindo variáveis independentes e variáveis de controle para avaliar a variável dependente lucro líquido, buscando a relação entre desempenho financeiro e sustentabilidade.	Relação negativa entre práticas sustentáveis e desempenho financeiro.

Fonte: Elaborado pelo autor

O terceiro grupo, o mais representativo dos três com pouco mais de 57% dos estudos analisados, é composto pelas pesquisas que não encontraram relação entre práticas sustentáveis e *performance* e criação de valor.

Quadro 8 – Estudos empíricos: relação nula entre sustentabilidade e criação de valor/*performance* (continua)

Autores	Objetivo	Metodologia	Resultados
Fernandes (2012)	Investigar se o <i>Disclosure</i> ambiental possui relação com o retorno anormal das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2006 a 2010	Utilização de análise de conteúdo para estudar o índice de sustentabilidade, classificando as empresas em <i>disclosure</i> ambiental positivo e negativo. Após, aplicou análise de regressão com as variáveis retorno anormal; tamanho da empresa; governança corporativa; origem do controle acionário; endividamento; nível de poluição; Q de Tobin; valor de mercado das ações; e variação do lucro.	Não encontrou relação entre sustentabilidade e retorno anormal das ações.
Maia, Nossa, Nossa (2012)	Classificar as empresas do ISE e não ISE da BM&FBOVESPA em <i>winner</i> s e <i>loser</i> s e analisar os retornos anormais entre elas.	Amostra composta por 352 empresas, sendo 47 do ISE, onde os autores classificaram-nas em <i>winner</i> s e <i>loser</i> s segundo método de R_SCORE utilizado por Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007) com adaptações feitas pelos autores. Utilização de análise de regressão em <i>pooled</i> com as variáveis retorno anormal e variáveis <i>dummy</i> para indicar as empresas <i>winner</i> s e <i>loser</i> s.	Não encontrou relação entre sustentabilidade e retorno anormal das ações.
Vellani, Albuquerque e Chaves (2009)	Testar modelo de mensuração da relação entre Valor de Mercado e Sustentabilidade Empresarial	Utilização de regressão linear com as variáveis valor de mercado como variável dependente; e valor contábil, desempenho econômico, desempenho social e desempenho ambiental como variáveis independentes.	Não encontrou relação entre sustentabilidade e crescimento do valor de mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 8 – Estudos empíricos: relação nula entre sustentabilidade e criação de valor/*performance* (conclusão)

Autores	Objetivo	Metodologia	Resultados
Nossa, Cezar e Nossa (2008)	Investigar a relação do retorno anormal e a <i>performance</i> social e ambiental das empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA e que publicam balanço social no modelo proposto pelo Ibase.	Regressão em painel com efeito fixo, ajustado pela ferramenta <i>robust</i> . A variável dependente aplicada foi o retorno anormal; e as variáveis independentes foram indicadores sociais internos, indicadores sociais externos, indicadores ambientais, tamanho da empresa, relação de endividamento sobre capital próprio e sobre capital à disposição da empresa. A análise considerou o período de tempo de 1999 a 2006.	Não encontrou relação entre sustentabilidade e retorno anormal das ações.
Salgado (2012)	Analisar se as variáveis de responsabilidade social e de investimentos determinam a criação de valor e se afetam positivamente o desempenho econômico financeiro das empresas integrantes do ISE no período de 2005 a 2010	Análise de 15 variáveis divididas em 4 grupos, sendo (1) criação de valor (retorno acionário; <i>market-to-book ratio</i> e retorno anormal); (2) responsabilidade social (adesão ao ISE, log ativo total, setor de atividade, concentração acionária, <i>American Depositary Receipt</i> , e empresa propriedade estatal); (3) investimento (variação do investimento ambiental, do investimento em inovação e do investimento social); (4) desempenho econômico financeiro (variação do lucro por ação, do ROA e do ROE). Foram analisadas 37 empresas integrantes do ISE e 12 do Ibovespa, observando o período de 2005 a 2010. Utilizou-se o teste não paramétrico de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney e o coeficiente de correlção não paramétrico de Spearman, considerando o nível de significância de 5%.	Não encontrou relação entre sustentabilidade e valor do retorno acionário. Os investimentos sociais impactam de forma negativa e empresas com baixa frequência de participação do ISE representa maior criação de valor.
Dias (2007)	Analisar se as empresas que ingressaram no ISE geram retornos anormais positivos aos acionistas, observado o período de 2006 e 2007	Análise das ações das empresas listadas no ISE em comparação ao Ibovespa, utilizando o estudo de evento para analisar o efeito da divulgação das informações específicas	Não foi encontrado retorno anormal, nem positivo nem negativo
Rezende (2006)	Comparar a rentabilidade de fundos de investimento composto de empresas que desenvolvem práticas sustentáveis com fundos de investimentos "convencionais".	Análise descritiva para comparar o desempenho dos fundos observados, após a obtenção do Índice de Sharp.	Não foram encontradas diferenças significativas entre os fundos, embora a autora esclareça que fatores como liquidez, tamanho, setor e outros podem influenciar o desempenho.
Borba (2005)	Verificar a existência de relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro corporativo, observando empresas no período de 2000 a 2002.	Aplicação de testes de eventos para verificar a relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro, utilizando o Indicador de Desempenho Social Corporativo obtido através do Balanço Social publicado pelas empresas, comparado ao Q de Tobin e medidas relacionadas com indicadores econômicos como o Retorno do Lucro Operacional, Retorno da Geração Bruta de Caixa e Retorno do Lucro Operacional.	Não foram encontradas relações entre o desempenho financeiro e o desempenho social corporativo.

Fonte: Elaborado pelo autor

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa utilizou como técnica de trabalho a pesquisa empírico-analítica que, segundo Martins (1994) tem como características básicas a abordagem quantitativa na coleta, tratamento e análise dos dados; partem de uma realidade empírica para sua análise; possui forte relação causal entre as variáveis analisadas; e a validação é buscada através de testes dos instrumentos, conforme será visto nas seções que compõem este capítulo.

3.1 Tipo de pesquisa quanto à abordagem

A presente pesquisa, quanto à abordagem, se caracteriza como quantitativa. Collis e Hussey (2005) entendem que este método foca a mensuração de fenômenos, o que envolve a coleta e análise de dados numéricos, bem como a aplicação de testes estatísticos.

Este trabalho tem como foco a análise de variáveis que avaliam o desempenho financeiro e a criação de valor com a construção de hipóteses.

3.2 Tipo de pesquisa quanto aos fins

Este estudo, quanto aos fins, caracteriza-se como descritiva e explicativa, que, segundo Vergara (2009, p.42), “expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno”. Para Gil (2002, p.42):

As pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática.

Este trabalho é descritivo, uma vez que seu objetivo é o estabelecimento de relação entre sustentabilidade e valor financeiro, comparativamente entre empresas listadas no ISE desde sua implantação, com empresas do mesmo ramo que eventualmente participaram deste índice, além das que nunca fizeram parte.

3.3 Tipo de pesquisa quanto aos meios

Quanto aos meios, utiliza-se de pesquisa documental que, segundo Vergara (2009), é aquela que utiliza informações contidas em documentos encerrado em órgãos públicos, privados ou até mesmo pessoais, podendo ser fotografias, filmes, registros, anais, cartas, entre outros. Os dados trabalhados nesta pesquisa são secundários e obtidos no Economática® e no sítio da BM&FBOVESPA.

3.4 População e Amostra

A BM&FBOVESPA possui atualmente 521 empresas listadas divididas em 10 setores e 23 índices distintos. O universo da pesquisa contempla as empresas constituídas na forma de sociedade anônima, de capital aberto e com ações negociadas na BM&FBOVESPA, observando-se mais especificamente as empresas que compõem o ISE. A amostra deste estudo é composta por todas as empresas que participam do Índice de Sustentabilidade – ISE, desde o início de sua confecção em dezembro de 2005 até a última listagem informada pela BM&FBOVESPA referente ao ano de 2013. Para realizar a comparação, as demais empresas nunca participaram do ISE ou participaram eventualmente deste índice. Estas empresas estão agrupadas segundo os respectivos setores econômicos, formando grupos distintos que são analisados separadamente. Desta feita, a amostra caracteriza-se como não probabilística.

O primeiro passo foi identificar quais empresas participaram do ISE, observando desde sua primeira edição em dezembro de 2005. O QUADRO 9 apresenta as empresas que participam e/ou participaram do ISE contemplando todas as edições até o momento:

Quadro 9 – Empresas integrantes do ISE por edição

(continua)

CARTEIRAS DOS ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL - ISE (ABERTURA)								
Data índice	01/12/05	01/12/06	03/12/07	01/12/08	01/12/09	03/01/11	02/01/12	07/01/13
Ano válido	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ACESITA		X						
AES TIETE			X	X	X	X	X	X
ALL AMER LAT	X	X						
AM INOX BR			X					
ANHANGUERA						X	X	
ARACRUZ	X	X	X					
ARCELOR BR		X						
BELGO MINEIRA	X							
BICBANCO						X	X	X
BRADESCO	X	X	X	X	X	X	X	X
BRASIL	X	X	X	X	X	X	X	X
BRASKEM	X	X	X	X	X	X	X	X
BRF FOODS					X	X	X	X
CCR AS							X	X
CCR RODOVIAS	X	X	X					
CELESC	X	X		X				
CEMIG	X	X	X	X	X	X	X	X
CESP	X		X	X	X	X	X	X
COELCE		X	X	X	X	X	X	X
COPASA						X	X	X
COPEL	X	X	X		X	X	X	X
COPEL SUL	X							
CPFL ENERGIA	X	X	X	X	X	X	X	X
DASA	X	X	X	X	X			
DURATEX				X	X	X	X	X
ECORODOVIAS							X	X
ELETRONBRAS	X		X	X	X	X	X	X
ELETROPAULO	X	X	X	X	X	X	X	X
EMBRAER	X	X	X	X	X	X	X	
ENERGIAS BR		X	X	X	X	X	X	X
EVEN					X	X	X	X
FIBRIA					X	X	X	X
GERDAU		X	X	X	X	X	X	X
GERDAU MET		X	X	X	X	X	X	X
GOL	X	X						
INDS ROMI					X	X		
IOCHP-MAXION	X	X	X					
ITAUBANCO	X	X	X	X				
ITAUSA	X	X			X	X	X	X
ITAUUNIBANCO					X	X	X	X
LIGHT S/A			X	X	X	X	X	X
LOCALIZA		X						

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 9 – Empresas integrantes do ISE por edição

(conclusão)

CARTEIRAS DOS ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL - ISE (ABERTURA)								
Data índice	01/12/05	01/12/06	03/12/07	01/12/08	01/12/09	03/01/11	02/01/12	07/01/13
Ano válido	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NATURA	X	X	X	X	X	X	X	X
ODONTOPREV				X				
PERDIGAO S/A	X	X	X	X				
PETROBRAS		X	X					
REDECARD					X	X	X	
SABESP			X	X	X	X	X	X
SADIA S/A			X	X				
SANTANDER BR						X	X	X
SUL AMERICA					X	X	X	X
SUZANO PAPEL	X	X	X	X	X	X	X	X
SUZANO PETRO		X	X					
TAM S/A		X						
TELEFONICA BRASIL								X
TELEMAR				X	X	X	X	X
TIM PART S/A				X	X	X	X	X
TRACTEBEL	X	X	X	X	X	X	X	X
ULTRAPAR		X				X	X	X
UNIBANCO	X	X		X				
USIMINAS					X			
V C P	X	X	X	X				
VALE						X	X	X
VIVO					X	X		
WEG	X		X					X

Fonte: Elaborado pelo autor

As empresas em destaque são aquelas que participaram em todas as edições. Paralelo a esta análise, todas as 521 empresas foram ordenadas de acordo com o setor econômico a que pertencem, segundo classificação da BM&FBOVESPA. São 10 os setores, porém algumas ainda não haviam recebido classificação constando como “Não informado” no sítio da BM&FBOVESPA. O QUADRO 10 apresenta essa classificação:

Quadro 10 – Empresas classificadas por setor econômico

Setor	sempre	eventualmente	nunca	TOTAIS
Bens Industriais	0	4	32	36
Construção e Transporte	0	4	63	67
Consumo Cíclico	0	2	66	68
Consumo não Cíclico	1	3	42	46
Financeiro e Outros	2	6	137	145
Materiais Básicos	2	6	33	41
Petróleo. Gás e Biocombustíveis	0	1	6	7
Tecnologia da Informação	0	0	9	9
Telecomunicações	0	1	9	10
Utilidade Pública	4	10	59	73
Não informado	0	0	19	19
TOTAIS	9	37	475	521

Fonte: Elaborado pelo autor

Além da classificação por setor econômico, o QUADRO 10 acima também separa as empresas em três categorias, sempre (para as empresas que participaram de todas as edições do ISE); eventualmente (para as empresas que integraram o índice em pelo menos uma das edições); e nunca (para as empresas que não integraram o rol do ISE em nenhuma das edições).

Uma vez definido o universo populacional, parte-se para definição da amostra. Conforme descrito anteriormente, os setores econômicos que possuem empresas nas três categorias de participação do ISE foram selecionados, sendo que apenas quatro destes atendem a este requisito: Consumo não cíclico; Financeiro e outros; Materiais básicos; e Utilidade pública. O período analisado também é fator crítico para seleção da amostra. Apenas as empresas que possuíam informações sobre as variáveis de todo o período, 2006 a 2012 foram destacadas. O tamanho final da amostra foi de 118 empresas distribuídas pelos quatro setores econômicos acima descritos, conforme determina o QUADRO 11:

Quadro 11 – Quantidade de empresas amostra

Setor	sempre	eventualmente	nunca	TOTAIS
Consumo não Cíclico	1	2	21	24
Financeiro e Outros	2	5	27	34
Materiais Básicos	2	6	17	25
Utilidade Pública	4	10	21	35
TOTAIS	9	23	86	118

Fonte: Elaborado pelo autor

Para melhor elucidação, o QUADRO 12 contempla o nome de todas as 118 empresas, separando-as por setor econômico:

Quadro 12 – Empresas componentes da amostra por setor econômico

(continua)

Nº emp.	Grupo	Empresa
1	1	CONSERVAS ODERICH S.A.
2	1	JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP
3	1	CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL
4	1	CIA IGUACU DE CAFE SOLUVEL
5	1	BRF - BRASIL FOODS S.A.
6	1	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.
7	1	CIA BEBIDAS DAS AMERICAS - AMBEV
8	1	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
9	1	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS
10	1	RASIP AGRO PASTORIL S.A.

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 12 – Empresas componentes da amostra por setor econômico

(continua)

Nº emp.	Grupo	Empresa
11	1	RAIA DROGASIL S.A.
12	1	SOUZA CRUZ S.A.
13	1	RENAR MACAS S.A.
14	1	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
15	1	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS
16	1	JBS S.A.
17	1	MARFRIG ALIMENTOS S/A
18	1	MINERVA S.A.
19	1	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.
20	1	NATURA COSMETICOS S.A.
21	1	CREMER S.A.
22	1	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.
23	1	ODONTOPREV S.A.
24	1	TEMPO PARTICIPACOES S.A.
25	2	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
26	2	BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS
27	2	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A
28	2	SAO CARLOS EMPREENDE E PARTICIPACOES S.A.
29	2	BAHEMA S.A.
30	2	MONTEIRO ARANHA S.A.
31	2	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
32	2	ALFA HOLDINGS S.A.
33	2	BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO
34	2	BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.
35	2	BCO AMAZONIA S.A.
36	2	BCO BRADESCO S.A.
37	2	BCO BRASIL S.A.
38	2	BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE
39	2	BCO ESTADO DO PARA S.A.
40	2	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
41	2	BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.
42	2	BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.
43	2	BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.
44	2	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
45	2	BRB BCO DE BRASILIA S.A.
46	2	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.
47	2	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
48	2	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
49	2	FINANCEIRA ALFA S.A. - CRED FINANC E INVS
50	2	MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.
51	2	CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.
52	2	INVESTIMENTOS BEMGE S.A.
53	2	ITAITINGA PARTICIPACOES S.A.
54	2	POLPAR S.A.

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 12 – Empresas componentes da amostra por setor econômico

(continua)

Nº emp.	Grupo	Empresa
55	2	CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA
56	2	PORTO SEGURO S.A.
57	2	GP INVESTMENTS. LTD.
58	2	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.
59	3	METALGRAFICA IGUACU S.A.
60	3	PETROPAR S.A.
61	3	DURATEX S.A.
62	3	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
63	3	CELULOSE IRANI S.A.
64	3	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO
65	3	FIBRIA CELULOSE S.A.
66	3	KLABIN S.A.
67	3	SUZANO HOLDING S.A.
68	3	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
69	3	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO
70	3	SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS
71	3	VALE S.A.
72	3	BRASKEM S.A.
73	3	M G POLIESTER S.A.
74	3	UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.
75	3	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A.
76	3	PARANAPANEMA S.A.
77	3	FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL
78	3	METALURGICA DUQUE S.A.
79	3	TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO
80	3	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA
81	3	GERDAU S.A.
82	3	METALURGICA GERDAU S.A.
83	3	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS
84	4	CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN
85	4	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
86	4	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG
87	4	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR
88	4	AES ELPA S.A.
89	4	AES TIETE S.A.
90	4	AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
91	4	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.
92	4	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.
93	4	CEMIG DISTRIBUICAO S.A.
94	4	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS
95	4	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.
96	4	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO
97	4	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA
98	4	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 12 – Empresas componentes da amostra por setor econômico

(conclusão)

Nº emp.	Grupo	Empresa
99	4	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE
100	4	CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR
101	4	CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN
102	4	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL
103	4	CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ
104	4	CPFL ENERGIA S.A.
105	4	CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.
106	4	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
107	4	DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.
108	4	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
109	4	ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.
110	4	ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR
111	4	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.
112	4	ENERGISA S.A.
113	4	EQUATORIAL ENERGIA S.A.
114	4	LIGHT S.A.
115	4	NEOENERGIA S.A.
116	4	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
117	4	CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG
118	4	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS

Fonte: elaborado pelo autor

3.5 Técnicas de coleta de dados

As técnicas de coletas de dados são processos e métodos que procuram elementos que possibilitem ao pesquisador desvendar, ao menos que em parte, o objeto pesquisado. Para isso, várias são as técnicas exploradas em pesquisa quantitativa. Neste estudo, a técnica de coleta de dados escolhida é a pesquisa documental, onde dados secundários constantes no Economática® e a cotação das ações no sítio da BM&FBOVESPA, sendo o período analisado o último trimestre de 2005 ao último trimestre de 2012.

3.6 Técnicas de análise de dados

Os dados obtidos pelo Economática® e nos sítios da BM&FBOVESPA se relacionam às demonstrações contábeis consolidadas, os valores e tipos de cada ação de cada uma destas empresas. Os índices previamente delimitados são:

3.6.1 Variável Dependente – Criação de Valor:

Será considerada como variável indicativa de criação de valor o modelo desenvolvido por James Tobin em 1969, denominado por q de Tobin, que visa representar um teórico desembolso de para se readquirir os bens operacionais da empresa.

- **Q de Tobin:** modelo que possibilita a análise entre o mercado acionário com os investimentos da empresa, uma vez que demonstra a relação entre o valor de mercado de uma empresa e seu respectivo valor de reposição de ativos físicos. Este modelo foi proposto por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969) que o utilizaram inicialmente para aprimorar os modelos macroeconômicos de investimento, com o objetivo de explicar as variações dos investimentos agregados vinculados ao fator tempo, conforme descreveram Howe e Vogt (1996). A fórmula original não é utilizada em estudos relativos às empresas nacionais devido à realidade brasileira, uma vez que as empresas nacionais raramente emitem títulos de dívidas abertos ao público. Além do problema de se extrair as informações inerentes ao valor de mercado das dívidas, o valor de reposição dos ativos da empresa também não é observável diretamente. Mediante estas limitações, foi utilizada a proposta de Chung e Pruitt (1994) e discutido por Famá e Barros (2000) que definem o q de Tobin como:

$$q \text{ de Tobin} = \frac{VMON + VMPN + D}{AT}$$

Onde:

VMON – valor de mercado das ações ordinárias;

VMPN – valor de mercado das ações preferenciais;

AT – valor total dos ativos

D – valor contábil da dívida, apurada da seguinte forma:

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCPNC$$

Onde:

VCPC – valor contábil do Passivo Circulante

VCAC – valor contábil do Ativo Circulante

VCE – valor contábil do estoque

VCPNC – valor contábil do Passivo Não Circulante

Mediante o entendimento de Nogueira, Lamounier e Colauto (2009), quando o q for valor superior a 1 (um), entende-se que o preço de mercado da empresa é superior ao custo de reposição do respectivo capital, ou seja, percebe-se um incentivo de reinvestimento nesta, pois o valor investido excede o seu custo. Porém se o índice obtiver valor menor que 1 (um), indica que o preço de mercado é inferior ao custo de reposição do respectivo capital, desestimulando novos investimentos. No campo das finanças, a medida do q de Tobin médio é muito utilizada como *proxy* do valor da empresa, onde a variável representa o valor da empresa quanto ao seu desempenho, o que facilita a comparação entre empresas distintas. “Em uma gama de testes empíricos, o q aparece como a variável dependente, procurando relações de causalidade entre o valor da firma e um sem-número de outras variáveis” (FAMÁ e BARROS, 2000, p.30).

3.6.2 Variáveis Independentes – Sustentabilidade:

São considerados quatro critérios para as variáveis independentes de sustentabilidade: adesão ao ISE, acesso ao mercado financeiro, tamanho da empresa e setor econômico.

- **Adesão ao ISE:** não foi encontrada na literatura nenhuma forma de mensuração para avaliar o quanto uma empresa é sustentável. Para este estudo, devido à impossibilidade de avaliar quantitativamente o grau de sustentabilidade de uma empresa, utilizar-se-á como parâmetro a participação da empresa no ISE, fazendo-se necessária a criação de uma *dummy*. Gujarati (2005) entende que *dummies* são variáveis qualitativas que geralmente indicam a presença ou ausência de um atributo e que tais variáveis podem ser utilizadas em modelos de regressão com a mesma facilidade das variáveis quantitativas. Neste estudo a *dummy* para adesão ao ISE é:

1 – Participação da empresa no ISE no período analisado.

0 – Não participação da empresa no ISE no período analisado.

- **Acesso ao mercado financeiro:** segundo o entendimento de Allayannis e Weston (2001) a não obtenção de financiamentos para projetos leva à renúncia dos mesmos, comprometendo assim o VPL (Valor Presente Líquido) destes. Desta forma fica interessante à empresa a devolução do valor investido em forma de dividendos, porém sem comprometer o q de Tobin da empresa, que continuaria elevado. Lo e Sheu (2007) possuem entendimento distinto, pois para eles o q de Tobin está relacionado negativamente com a distribuição de dividendos, uma vez que esta ação prediz que a empresa não está condicionada a utilização do capital investido pelos acionistas, o que induz em redução de seu valor de mercado. Desta feita é aplicada uma variável *dummy* como *proxy*, observando:

- 1 – Empresa pagou dividendos no período;
- 0 – Empresa não pagou dividendos no período.

- **Tamanho da empresa:** vários estudos apontam uma relação negativa entre tamanho de empresa e valor de mercado, segundo Lo e Sheu (2007) e Okimura (2003). Nunes (2008) destaca alguns autores que relacionam esta variável em seus estudos, sendo o principal o apresentado por Giovanna Michelon em 2007⁸, onde a mesma apresenta uma associação positiva entre o tamanho da empresa e suas evidenciações das informações socioambientais. A grande maioria dos trabalhos utiliza o logaritmo natural do ativo total como medida de tamanho, principalmente quando a amostra contém companhias financeiras, que é o caso deste estudo, cuja receita líquida é uma medida muito distorcida. Acredita-se que a utilização de logaritmos possa diminuir o efeito da alta dispersão que apresentam os valores monetários. Seguindo essa tendência, neste trabalho foi empregado apenas o logaritmo natural do ativo total como variável de tamanho.

- **Setor Econômico:** conforme visto anteriormente, a BM&FBOVESPA apresenta uma classificação setorial para as empresas em três níveis: setor econômico; Subsetor; e Segmento. Para este estudo as empresas serão classificadas em seu primeiro nível, ou seja, por setor econômico, dentro do que a BM&FBOVESPA determina, considerando apenas os quatro grupos analisados:

⁸ MICHELON, Giovanna. *Sustainability disclosure and reputation: a comparative study*. Università Degli Studi di Padova. Working Paper n. 44, set. 2007.

1. Consumo não Cíclico
2. Financeiro e Outros
3. Materiais Básicos
4. Utilidade Pública

3.6.3 Variáveis Independentes – Desempenho e Risco:

São considerados seis critérios para as variáveis independentes de desempenho e risco: alavancagem operacional; alavancagem financeira; rentabilidade; crescimento de vendas; crescimento de investimentos e; acesso ao mercado financeiro.

- **Alavancagem Operacional:** segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), as medidas de alavancagem possibilitam verificar a probabilidade de a empresa deixar de saldar suas dívidas, comprometendo assim seu crescimento. A alavancagem operacional provêm da existência de custos e despesas operacionais fixas que permanecem constantes dentro de alguns intervalos dos fluxos de produção e de vendas. Caso ocorra expansão no volume de operações, a empresa terá menor carga desses custos sobre cada unidade vendida, provocando um acréscimo em maiores proporções no LAJIR (BRAGA, 1995). A fórmula de apuração para obtenção da alavancagem operacional adotada foi:

$$AOp = \frac{(RLO - CPV)}{RLO - CPV - DV - DA}$$

Onde:

AOp = Alavancagem Operacional

RLO = Receita Líquida Operacional

CPV = Custo dos Produtos Vendidos

DV = Despesas com Vendas

DA = Despesas administrativas

- **Alavancagem Financeira:** Braga (1995), define alavancagem financeira como a capacidade da empresa em utilizar os encargos financeiros para maximizar os efeitos do LAJI sobre o lucro líquido, ou seja, trata-se da capacidade da empresa em trabalhar com capital de terceiros para a maximização citada. A fórmula de apuração para obtenção da alavancagem operacional adotada foi:

$$AFi = \frac{(LL - PAM) \times AT}{\frac{(PL + PAM)}{(LL + PAM - RF)}}$$

Onde:

AFi = Alavancagem Financeira

LL = Lucro Líquido

PAM = Participação Acionária Minoritária

AT = Ativo Total

PL = Patrimônio Líquido

RF = Resultado Financeiro

Caso o Resultado Financeiro for nulo, adotar-se-á a fórmula:

$$AFi = \frac{(LL - PAM) \times AT}{\frac{(PL + PAM)}{(LL + PAM - RFa - JSPL)}}$$

Onde:

AFi = Alavancagem Financeira

LL = Lucro Líquido

PAM = Participação Acionária Minoritária

AT = Ativo Total

PL = Patrimônio Líquido

RFa = Resultado Financeiro “antigo”

JSPL = Juros sobre Patrimônio Líquido

- **Varição do Retorno sobre o Ativo:** Gitman e Madura (2009, p.202), conceituam o retorno sobre o ativo total, como medida de “*eficiência geral da administração em gerar lucros com seus ativos disponíveis*”, tendo uma relação direta de, quanto maior este índice, melhor para a empresa. Este índice indica a variação de uma medida de retorno proporcionado pelos investimentos totais efetuados na empresa e representados pelo total dos ativos. A fórmula utilizada foi:

$$\Delta \text{ROA} = \Delta \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Onde:

ΔROA = Variação do Retorno sobre o Ativo

- **Varição do Retorno sobre o Patrimônio Líquido:** Este índice indica a variação do retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital nela investido pelos acionistas. A fórmula utilizada foi:

$$\Delta \text{ROE} = \Delta \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{\text{PL} - \text{Lucro Líquido}}$$

Onde:

ΔROE = Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido

PL = Patrimônio Líquido

- **Varição do Lucro por Ação:** Este índice indica a variação do lucro líquido por cada ação da empresa. A fórmula utilizada foi:

$$\Delta \text{LPA} = \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ de ações (ORD + PREF.)}}$$

Onde:

ΔLPA = Variação do Lucro por Ação

Nº de ações (ORD + PREF) = número total de ações da empresa, contemplando as ordinárias e as preferenciais.

- **Crescimento de vendas:** a evolução positiva das vendas é um bom indicador contábil para avaliar desempenho de empresa, tendo uma relação positiva direta entre estas duas variáveis, segundo Lo e Sheu (2007). Neste estudo foi aplicado o percentual do crescimento de vendas entre dois períodos consecutivos, sendo calculado da seguinte forma:

$$\text{Vendas} = \frac{\text{Vendas}_{it+1} - \text{Vendas}_{it}}{\text{Vendas}_{it}}$$

- **Crescimento dos Investimentos:** segundo Allayannis e Weston (2001), o valor da empresa possui relação direta com as oportunidades de investimentos futuros, uma vez que os seus investidores desejam obter maior retorno dos recursos investidos. Lo e Sheu (2007) entendem que os gastos com Pesquisa e Desenvolvimento efetuados pelas empresas é um indicador do interesse em investimentos futuros, porém a Económica não disponibiliza esta informação. Fama e French (2000) apontam outras formas de apuração deste indicador, sendo que o utilizado por estudo foi o crescimento dos ativos totais, como apresentado na fórmula a seguir:

$$(\text{AT}_t - \text{AT}_{t-1}) / \text{AT}_t$$

Onde:

AT_t = Ativo Total trimestre x

AT_{t-1} = Ativo Total trimestre x - 1

- **Grau de endividamento:** Lo e Sheu (2007) utilizam a classificação de *rating* que cada empresa recebe como variável independente, tendo uma relação direta entre a posição do *rating* com o valor de mercado. Como a Económica não adota metodologia de *rating*, foi utilizado o índice de endividamento geral, composto de dados das demonstrações financeiras das empresas, calculado segundo fórmula sugerida por Kayo e Famá (1997):

$$\text{Endiv.} = \frac{\text{TDF}}{\text{AT}}$$

Onde:

Endiv. – Endividamento sobre o ativo total

TDF – Total das Dívidas Financeiras

AT – Ativos totais

Após este procedimento, será necessária a utilização de análise de regressão de dados em painel com o intuito de verificar a existência ou não de relação entre uma variável independente e outra dependente, possibilitando assim delinear o comportamento destas variáveis em dois aspectos: espacial e temporal. O modelo estatístico a ser utilizado é o proposto por Bisco (2009) com a inclusão das variáveis de variação do Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e do Lucro por Ação. Outro fator que distingue esta análise é o fato da comparação ser feita por grupos, ou seja entre empresas do mesmo setor econômico. A seguir o modelo utilizado:

$$q_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \text{tempo} + \beta_{2i} S_{it} + \beta_{3i} MF_{it} + \beta_{4i} T_{it} + \beta_{5i} SE_{it} + \beta_{6i} AOp_{it} + \beta_{7i} VROA_{it} + \beta_{8i} VROE_{it} + \beta_{9i} VLAP_{it} + \beta_{10i} CV_{it} + \beta_{11i} CI_{it} + \beta_{12i} GE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

i = empresa

t = tempo

q_{it} = valor da empresa (Q de Tobin)

α_i = constante

β_{ni} = coeficientes de regressão

tempo = períodos trimestrais

S_{it} = variável de controle de Adesão ao ISE

MF_{it} = variável de controle de Acesso ao Mercado Financeiro

T_{it} = variável de controle de Tamanho da Empresa

SE_{it} = variável de controle de Setor Econômico

AOp_{it} = variável de controle de Alavancagem Operacional

AFi_{it} = variável de controle de Alavancagem Financeira

$VROA_{it}$ = variável de controle de Variação do Retorno sobre o Ativo

$VROE_{it}$ = variável de controle de Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido

$VLPA_{it}$ = variável de controle de Variação do Lucro por Ação

CV_{it} = variável de controle de Crescimento de Vendas

CI_{it} = variável de controle de Crescimento dos Investimentos

GE_{it} = variável de controle de Grau de Endividamento

ε_{it} = termo de erro

3.7 Coeficiente de correlação não paramétrico posto-ordem de Spearman

O coeficiente de correlação posto-ordem de Spearman, segundo Siegel e Castellan Jr., é uma medida de associação entre duas variáveis onde ambas têm que estar escalonadas ordinalmente de tal forma que seja possível colocá-las em duas séries ordenadas. Neste estudo, esta metodologia objetiva analisar as possíveis associações entre as variáveis de criação de valor conjuntamente com as variáveis de sustentabilidade e responsabilidade social e de desempenho e risco financeiro.

3.8 Nível de significância

Para determinar se as diferenças e associações encontradas são estatisticamente significativas, adotou-se o nível de significância de 5%, ou seja, considera-se como significativa diferença e associação aquela que apresentar o p-valor inferior a 0,05.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Esta dissertação teve como objetivo principal analisar se há relação entre sustentabilidade e responsabilidade social e desempenho financeiro e geração de valor das empresas que participam do ISE desde sua implantação em comparação com outras empresas que participaram eventualmente e as que nunca fizeram parte do referido índice, observando-se o período de 2006 a 2012.

Os resultados são apresentados e discutidos nesta seção, que foi dividida em duas partes: metodologia de análise e estatística descritiva da amostra conjuntamente com a análise da correlação das variáveis e do modelo proposto.

4.1 Metodologia de análise

Foram pesquisadas 118 empresas separadas de acordo com seu setor econômico, classificação esta definida pela BM&FBOVESPA. O período analisado foi de 8 (oito) anos, de 2006 (ano de início do ISE) até 2012, com avaliações trimestrais, totalizando 28 trimestres. Essas empresas foram analisadas segundo três critérios: a criação de valor, a sustentabilidade e o desempenho e risco financeiro.

Identificadas as empresas que participaram das edições do ISE, as mesmas foram separadas entre aquelas que participaram de todas as edições e as que participaram eventualmente (pelo menos constaram em uma das edições). Paralelo a esta análise, todas as 521 empresas foram ordenadas de acordo com o setor econômico a que pertencem. Como fatores de seleção das empresas para composição amostral, foram verificados inicialmente os setores econômicos que continham empresas nas três categorias pré-estabelecidas: sempre (para as empresas que participaram de todas as edições do ISE); eventualmente (para as empresas que integraram o índice em pelo menos uma das edições); e nunca (para as empresas que não integraram o rol do ISE em nenhuma das edições).

Apenas quatro setores possuíam empresas nas três categorias acima descritas: Consumo não cíclico; Financeiro e outros; Materiais básicos; e Utilidade pública. Outro fator crítico para a seleção da amostra compreendeu em a empresa ter as

informações disponibilizadas para todo o período estabelecido para análise: 2006 a 2012. Após as filtrações, chegou-se ao número de 118 empresas.

Os dados foram tabulados e submetidos a análises multivariadas com auxílio do *software* livre R, versão 3.0.1, com o intuito de elaborar o tratamento estatístico para responder às questões levantadas pela pesquisa.

Os resultados são apresentados, para cada setor econômico avaliado, por técnicas de estatística descritiva como média aritmética, mediana, quartis, mínimo e máximo com o intuito de avaliar-se a variabilidade dos setores. Utilizou-se também o coeficiente de correlação posto-ordem de Spearman para avaliar a associação linear entre as variáveis estudadas. Este teste foi escolhido pelo fato das variáveis inseridas no estudo violarem a suposição de normalidade, verificada através do teste de *Anderson-Darling*.

Nesta pesquisa foi aplicado também modelo para dados longitudinais, ajustados para avaliar o comportamento das variáveis escolhidas para análise no período de 28 trimestres determinado. Este tipo de modelagem foi escolhido uma vez que as observações das variáveis em estudo foram coletadas ao longo do tempo. Como um dos critérios de composição da amostra é a empresa ter todos os dados de todos os períodos, este estudo não se depara com dados ausentes (*missing data*) e o modelo escolhido foi o de equação de estimação generalizada (GEE) para dados completos.

4.2 Estatística descritiva da amostra e análise da correlação das variáveis e do modelo proposto

Conforme descrito anteriormente, as empresas componentes da amostra foram divididas em quatro grupos de acordo com a classificação do setor econômico à qual fazem parte. Desta feita, os grupos ficaram assim definidos:

- ✓ **Grupo 1:** 24 empresas do setor Consumo não cíclico;
- ✓ **Grupo 2:** 34 empresas do setor Financeiro e outros;
- ✓ **Grupo 3:** 25 empresas do setor Materiais básicos;
- ✓ **Grupo 4:** 35 empresas do setor Utilidade pública.

Os dados para as 118 empresas foram analisados usando técnicas descritivas e de análise de dados longitudinais. As análises foram conduzidas estratificadas por cada um dos quatro grupos acima descritos. Devido à grande variabilidade da resposta (Q de Tobin) esta foi transformada para a escala logarítmica ($\log Q$ de Tobin + 1), sendo utilizada para todas as análises.

A análise descritiva e exploratória englobou *boxplot* da resposta em função da covariável Sustentabilidade (Adesão ao ISE) e *boxplot* da resposta em função do trimestre. A fim de avaliar o comportamento longitudinal da resposta ao longo dos 28 trimestres, foi adotado o modelo GEE, método comumente utilizado para análise de dados que não apresentam comportamento gaussiano. Devido à falta de normalidade e grande variabilidade dos dados, a correlação adotada foi a de Spearman. Todas as análises foram conduzidas no software livre R, versão 3.0.1, usando, além dos pacotes base, o pacote *geepack* para os modelos longitudinais.

Para alcançar o objetivo principal desta pesquisa, que consiste em analisar se há relação entre sustentabilidade e responsabilidade social e desempenho financeiro e geração de valor das empresas que participam do ISE desde sua implantação em comparação com outras empresas que participaram eventualmente e as que nunca fizeram parte do referido índice, observando-se o período de 2006 a 2012, foram utilizadas técnicas de comparação entre as variáveis, separadas por setor econômico, uma vez que se torna necessário avaliar o impacto da adoção de práticas de sustentabilidade e responsabilidade social na criação de valor e no desempenho financeiro das empresas.

A variação de criação de valor adotada neste estudo foi o Q de Tobin (em escala logarítmica). As variáveis vinculadas à sustentabilidade e responsabilidade utilizadas foram adesão ao ISE, acesso ao mercado financeiro, tamanho da empresa e setor econômico, sendo a última para a definição dos grupos de empresas a serem analisados. Por fim, as variáveis vinculadas ao desempenho e ao risco financeiro aplicadas foram alavancagem operacional, alavancagem financeira, variação do retorno sobre o ativo, variação do retorno sobre o patrimônio líquido, variação do

lucro por ação, crescimento de vendas, crescimento dos investimentos e grau de endividamento.

Conforme descrito anteriormente, o teste de correlação de Spearman foi aplicado com o intuito de avaliar a associação linear entre as variáveis escolhidas. A apresentação dos resultados é feita através das tabelas a seguir, separadas por setor econômico e contemplando todas as variáveis de forma conjunta.

4.2.1 Grupo 1 Consumo não Cíclico

O primeiro grupo representa as empresas selecionadas do setor econômico Consumo não cíclico. A resposta não parece estar fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores onde, por padrão, assume-se que uma correlação é estatisticamente significativa quando o valor p associado ao teste for menor que 5%, ou seja, $p < 0,05$. A TAB. 1 abaixo apresenta os resultados obtidos.

Tabela 1 – Teste de correlação de Spearman grupo 1 Consumo não cíclico
Grupo 1 - Consumo não cíclico

	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE
Acesso ao Mercado	0,100										
Tamanho da Empresa	0,170	0,220									
Alavancagem Financeira	0,130	0,070	-0,110								
Alavancagem Operacional	0,030	-0,080	-0,070	-0,070							
Q de Tobin	0,310	0,130	0,110	0,240	-0,190						
Crescimento de Vendas	0,050	0,030	-0,010	-0,010	-0,030	-0,030					
Crescimento dos Investimentos	0,131	0,187	0,017*	0,223	0,921	0,995	0,014*				
Grau de Endividamento	-0,030	-0,190	0,110	-0,190	-0,040	-0,270	0,050	0,010			
Varição do ROA	0,060	0,090	0,030	0,210	-0,080	0,160	-0,060	-0,120	-0,170		
Varição do ROE	0,288	0,007*	0,238	0,000*	0,032*	0,000*	0,607	0,143	0,000*	0,000*	
Varição do LPA	0,201	0,005*	0,195	0,000*	0,052	0,000*	0,631	0,670	0,000*	0,000*	0,000*

p valor
(*) correlação com nível de significância inferior a 5%

Fonte: dados da pesquisa

A seguir são demonstradas as estatísticas descritivas dos dados do Grupo 1. As medidas resumo são dadas por Mínimo, Primeiro Quartil, Mediana, Média, Terceiro Quartil e Máximo.

Tabela 2 – Análise estatística descritiva grupo 1 – Consumo não cíclico 1ª parte

Grupo 1	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin
Mínimo	0,000	0,000	10,790	-126,900	-99,400	-0,014
1º quartil	0,000	0,000	12,730	0,800	1,900	0,744
Mediana	0,000	1,000	13,790	1,500	3,000	1,116
Média	0,089	0,577	14,120	1,425	4,354	1,748
3º quartil	0,000	1,000	15,250	2,214	4,300	2,113
Máximo	1,000	1,000	17,810	90,680	203,500	12,881

Fonte: dados da pesquisa

Tabela 3 – Análise estatística descritiva grupo 1 – Consumo não cíclico 2ª parte

Grupo 1	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE	Varição do LPA
Mínimo	-0,080	-0,618	0,000	-38,150	-293,637	-124,681
1º quartil	-0,015	-0,012	0,134	0,203	0,020	0,017
Mediana	0,052	0,020	0,294	0,859	0,659	0,681
Média	0,087	0,040	0,288	1,324	4,506	4,690
3º quartil	0,133	0,070	0,424	1,291	1,435	1,367
Máximo	5,108	0,757	0,805	59,143	340,074	341,265

Fonte: dados da pesquisa

Avaliando o Q de Tobin nos subgrupos de Adesão ao ISE (*proxy* de sustentabilidade), obteve-se como medidas resumo do Grupo 1:

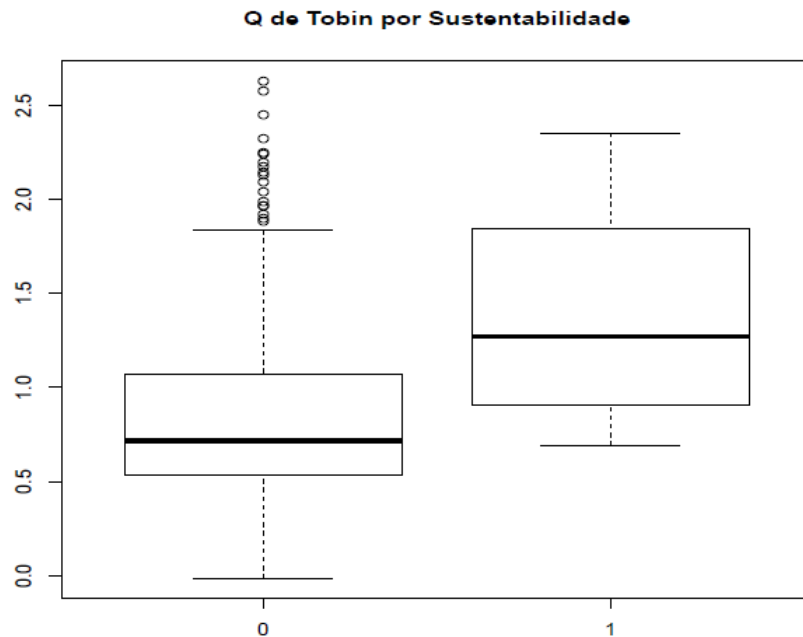
Tabela 4 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 1 – Consumo não cíclico

Grupo 1	q_{it} não ISE	q_{it} ISE
Mínimo	-0,014	0,692
1º quartil	0,534	0,904
Mediana	0,716	1,270
Média	0,829	1,403
3º quartil	1,071	1,839
Máximo	2,631	2,351

Fonte: dados da pesquisa

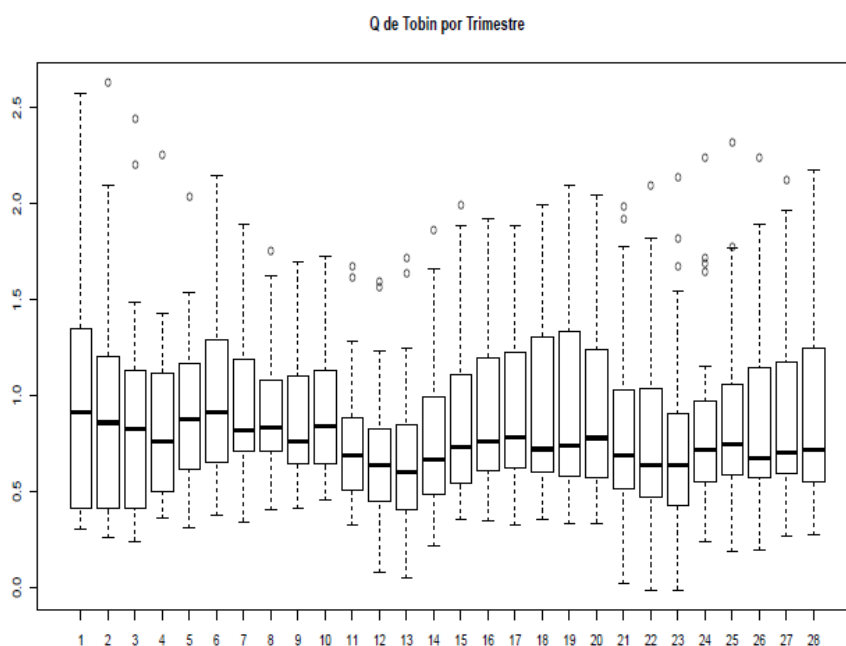
Para o grupo de empresas que compunham o ISE, o desvio padrão observado foi de 0,435, enquanto que o grupo das demais empresas o desvio foi de 0,510. Enquanto a variabilidade foi semelhante entre os grupos, as empresas do grupo sustentável apresentaram média de Q de Tobin de cerca de 0,574 a mais na escala logarítmica. Essa diferença pode ser avaliada nos gráficos a seguir:

Gráfico 2 – *Blogspot* da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 1 – Consumo não cíclico



Fonte: dados da pesquisa

Gráfico 3 – *Blogspot* da variável de criação de valor por trimestre grupo 1 – Consumo não cíclico



Fonte: dados da pesquisa

Procedendo, foram ajustados os modelos GEE para os dados levando em conta a natureza longitudinal das observações, sendo o modelo inicial dado por:

Tabela 5 – Análise do modelo grupo 1 – Consumo não cíclico

Grupo 1 - Consumo não cíclico

	Coefficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	0,7504633	0,4634656	2,622	0,1054
Trimestre	-0,0030979	0,0026484	1,368	0,2421
Adesão ao ISE	0,5382875	0,2579916	4,353	0,0369*
Acesso ao Mercado Financeiro	0,1074780	0,1027635	1,094	0,2956
Tamanho da Empresa	0,0193191	0,0349139	0,306	0,5800
Alavancagem Financeira	0,0014695	0,0014447	1,035	0,3091
Alavancagem Operacional	-0,0016170	0,0010182	2,522	0,1123
Crescimento de Vendas	-0,0011206	0,0378312	0,001	0,9764
Crescimento dos Investimentos	-0,2124821	0,1115265	3,630	0,0568
Grau de Endividamento	-0,6755368	0,3497636	3,730	0,0534
Variação do ROA	0,0032029	0,0015776	4,122	0,0423*
Variação do ROE	-0,0005803	0,0008116	0,511	0,4746
Variação do LPA	-0,0002885	0,0009856	0,086	0,7697

Fonte: dados da pesquisa

A primeira coluna corresponde ao efeito estimado da covariável e na última temos o valor p associado, sendo os efeitos mais significativos destacados em negrito e por um asterisco. Nota-se que poucas variáveis parecem associadas com a resposta. Para obtenção do modelo final a covariável Variação do LPA foi inicialmente excluída, devido a forte correlação com a Variação do ROE, evitando desta forma a colinearidade que acarretaria em problemas na estimação dos efeitos de interesse. O modelo final ficou assim definido:

Tabela 6 – Análise do modelo ajustado grupo 1 – Consumo não cíclico

Grupo 1 - Consumo não cíclico

	Coefficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	1,0323400	0,1562570	43,65	3,9 e⁻¹¹ ***
Adesão ao ISE	0,5749620	0,2703300	4,52	0,033*
Grau de Endividamento	-0,7093100	0,3672480	3,73	0,053
Variação do ROA	0,0039950	0,0016220	6,07	0,014*
Variação do ROE	-0,0009250	0,0003810	5,90	0,015*

Fonte: dados da pesquisa

O modelo não aponta efeito de tempo e a principal covariável (Adesão ao ISE) foi significativa ($p = 0,033$) sendo seu efeito estimado de forma positiva em 0,575

4.2.2 Grupo 2 Financeiro e Outros

Para as 34 empresas do Grupo 2 obteve-se as seguintes correlações:

Tabela 7 – Teste de correlação de Spearman grupo 2 – Financeiro e outros
Grupo 2 - Financeiro e Outros

	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE
Acesso ao Mercado	0,240 0,000*										
Tamanho da Empresa	0,480 0,000*	0,320 0,000*									
Alavancagem Financeira	-0,060 0,059	0,140 0,000*	-0,150 0,000*								
Alavancagem Operacional	0,020 0,538	0,030 0,376	0,200 0,000*	0,400 0,000*							
Q de Tobin	-0,060 0,046*	0,020 0,543	-0,350 0,000*	0,190 0,000*	0,080 0,013*						
Crescimento de Vendas	0,020 0,516	0,040 0,254	0,090 0,004*	0,010 0,713	0,100 0,002*	0,020 0,484					
Crescimento dos Investimentos	0,100 0,002*	0,090 0,009*	0,220 0,000*	-0,020 0,566	0,100 0,001*	-0,040 0,199	0,020 0,563				
Grau de Endividamento	0,020 0,599	0,210 0,000*	0,250 0,000*	0,270 0,000*	0,330 0,000*	0,010 0,674	0,050 0,090	0,130 0,000*			
Varição do ROA	0,020 0,637	0,050 0,111	0,050 0,108	-0,020 0,631	0,020 0,527	0,000 0,918	-0,040 0,263	-0,050 0,136	-0,050 0,134		
Varição do ROE	0,050 0,094	0,050 0,124	0,130 0,000*	-0,040 0,170	0,020 0,500	-0,100 0,002*	-0,020 0,455	0,010 0,659	-0,040 0,252	0,520 0,000*	
Varição do LPA	0,050 0,100	0,050 0,151	0,130 0,000*	-0,050 0,109	0,020 0,540	-0,090 0,004*	-0,040 0,213	0,040 0,190	-0,050 0,143	0,510 0,000*	0,960 0,000*

p valor

(*) correlação com nível de significância inferior a 5%

Fonte: dados da pesquisa

Novamente a resposta não parece estar fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores, sendo as correlações estimadas extremamente baixas. As estatísticas descritivas para este grupo são apresentadas a seguir, seguindo a mesma ordem do grupo anterior:

Tabela 8 – Análise estatística descritiva grupo 2 – Financeiro e outros 1ª parte

Grupo 2	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin
Mínimo	0,000	0,000	6,650	-34,000	-25,200	-0,621
1º quartil	0,000	0,000	13,370	0,000	0,002	0,322
Mediana	0,000	1,000	15,030	0,121	0,006	0,502
Média	0,101	0,601	14,810	0,408	0,492	2,039
3º quartil	0,000	1,000	16,340	1,228	0,223	1,120
Máximo	1,000	1,000	20,770	27,331	15,503	74,432

Fonte: dados da pesquisa

Tabela 9 – Análise estatística descritiva grupo 2 – Financeiro e outros 2ª parte

Grupo 2	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE	Varição do LPA
Mínimo	-72,000	-9,000	0,000	-178,034	-211,145	-211,965
1º quartil	-0,102	-0,009	0,000	1,000	0,000	0,000
Mediana	0,000	0,028	0,001	0,919	0,807	0,826
Média	0,209	-0,040	0,068	1,976	4,976	4,998
3º quartil	0,112	0,069	0,010	1,376	1,606	1,648
Máximo	55,429	0,934	0,792	434,176	431,450	430,863

Fonte: dados da pesquisa

Avaliando o Q de Tobin nos subgrupos de sustentabilidade, obteve-se como medidas resumo:

Tabela 10 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 2 – Financeiro e outros

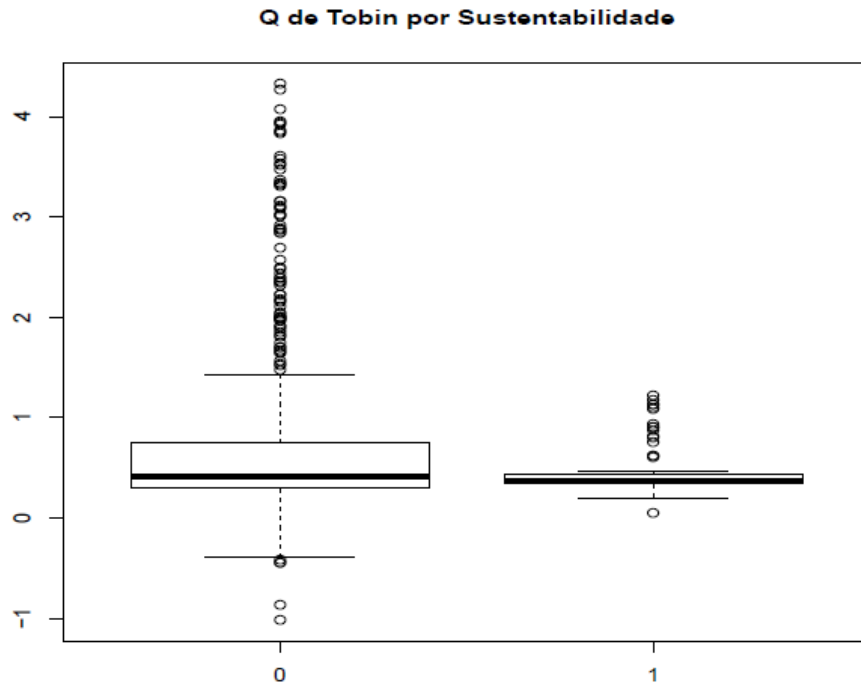
Grupo 2	q_{it}	q_{it}
	não ISE	ISE
Mínimo	-1,010	0,050
1º quartil	0,290	0,338
Mediana	0,410	0,376
Média	0,660	0,440
3º quartil	0,750	0,433
Máximo	4,320	1,220

Fonte: dados da pesquisa

Para o grupo de empresas que compunham o ISE, o desvio padrão observado foi de 0,720, enquanto que o grupo das demais empresas o desvio foi de 0,238. A diferença observada entre os grupos foi de -0,22, sentido oposto ao observado

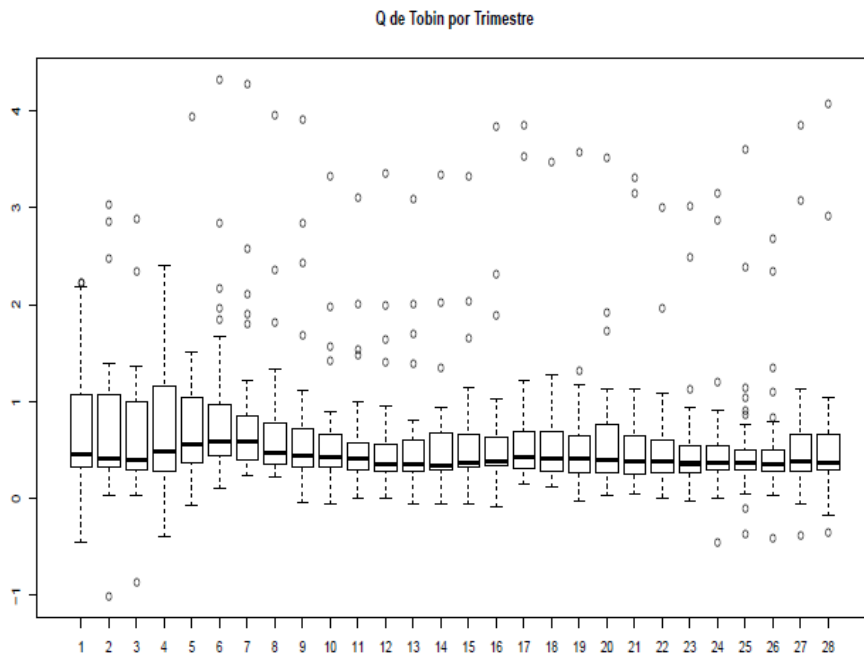
anteriormente. Essa diferença e a dispersão podem ser visualizadas nos gráficos a seguir:

Gráfico 4 – *Blogspot* da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 2 – Financeiro e outros



Fonte: dados da pesquisa

Gráfico 5 – *Blogspot* da variável de criação de valor por trimestre grupo 2 – Financeiro e outros



Fonte: dados da pesquisa

Procedendo, foram ajustados os modelos GEE para os dados levando em consideração a natureza longitudinal das observações, sendo o modelo inicial dado por:

Tabela 11 – Análise do modelo grupo 2 – Financeiro e outros

Grupo 2 - Financeiro e outros

	Coefficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	3,044308	0,700531	18,89	1,4 e⁻⁰⁵ *
Trimestre	-0,002376	0,004500	0,28	0,5975
Adesão ao ISE	0,640200	0,215370	8,84	0,0030*
Acesso ao Mercado Financeiro	-0,007883	0,090083	0,01	0,9303
Tamanho da Empresa	-0,165997	0,045883	13,09	0,0003*
Alavancagem Financeira	-0,008320	0,006391	1,69	0,1930
Alavancagem Operacional	-0,004022	0,010412	0,15	0,6993
Crescimento de Vendas	-0,006721	0,002844	5,58	0,0181*
Crescimento dos Investimentos	-0,040371	0,044256	0,83	0,3617
Grau de Endividamento	0,507757	0,201567	6,35	0,0118*
Variação do ROA	-0,002017	0,000861	5,49	0,0191*
Variação do ROE	0,000815	0,001438	0,32	0,5709
Variação do LPA	-0,001003	0,001331	0,57	0,4512

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que algumas das covariáveis apresentam efeito significativo na resposta, destacadas em negrito e com um asterisco. O modelo final ficou assim definido:

Tabela 12 – Análise do modelo ajustado grupo 2 – Financeiro e outros

Grupo 2 - Financeiro e outros

	Coefficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	3,016703	0,714872	17,81	2,4 e⁻⁰⁵*
Adesão ao ISE	0,631558	0,205791	9,42	0,00215*
Tamanho da Empresa	-0,166641	0,045917	13,17	0,00028*
Crescimento de Vendas	-0,008018	0,003542	5,12	0,2360*
Grau de Endividamento	0,436349	0,212594	4,21	0,04012*
Variação do ROA	-0,002174	0,000978	4,94	0,02619*

Fonte: dados da pesquisa

Novamente o modelo não aponta efeito de tempo e a principal covariável, Adesão ao ISE, foi significativa ($p = 0,002$), sendo seu efeito estimado em 0,632. Importante destacar que os dados desse grupo apresentam elevada dispersão, o que pode ter levado a essa aparente discrepância do efeito da Sustentabilidade. Além disso, o efeito estimado pelo modelo, diferente daquele calculado pelas médias (efeito marginal), tem interpretação diversa (condicional): é o efeito estimado mantendo as outras covariáveis do modelo fixadas. Assim, 0,63 é a diferença estimada da

Sustentabilidade na resposta, comparando duas empresas com valores iguais de todas as outras covariáveis apontadas como significativas (Tamanho da Empresa, Crescimento de Vendas, Grau de Endividamento e Variação do Retorno sobre o Ativo).

4.2.3 Grupo 3 Materiais Básicos

Para as 25 empresas do Grupo 3 obteve-se o seguinte resultado das correlações:

Tabela 13 – Teste de correlação de Spearman grupo 3 Materiais básicos
Grupo 3 - Materiais Básicos

	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Variação do ROA	Variação do ROE
Acesso ao Mercado	-0,080	0,040*									
Tamanho da Empresa	0,570	0,657	-0,020								
Alavancagem Financeira	0,020	0,090	0,090								
Alavancagem Operacional	-0,030	0,130	-0,110	0,070							
Q de Tobin	-0,010	-0,040	-0,200	-0,080	-0,220						
Crescimento de Vendas	0,020	0,020	0,010	-0,020	-0,060	0,050					
Crescimento dos Investimentos	0,030	0,070	0,110	0,070	-0,040	0,050	-0,010				
Grau de Endividamento	0,260	0,010	0,380	-0,100	0,020	0,000	0,000	0,040			
Variação do ROA	0,010	0,090	0,000	0,240	-0,020	0,000	-0,020	0,100	-0,130		
Variação do ROE	0,020	0,070	0,030	0,330	-0,070	0,000	0,040	0,160	-0,200	0,410	
Variação do LPA	0,020	0,070	0,030	0,330	-0,070	-0,010	0,040	0,150	-0,210	0,410	0,980
	0,624	0,019*	0,020*								
	0,391	0,000*	0,003*	0,072							
	0,743	0,293	0,000*	0,046*	0,000*						
	0,530	0,568	0,743	0,516	0,120	0,230					
	0,458	0,056	0,004*	0,056	0,327	0,211	0,756				
	0,000*	0,717	0,000*	0,007*	0,531	0,969	0,903	0,243			
	0,809	0,019*	0,988	0,000*	0,513	0,997	0,571	0,010*	0,000*		
	0,680	0,077	0,382	0,000*	0,063	0,972	0,318	0,000*	0,000*	0,000*	
	0,620	0,061	0,456	0,000*	0,070	0,832	0,307	0,000*	0,000*	0,000*	0,000*

Fonte: dados da pesquisa

Como observado nos grupos anteriores, a resposta não parece estar fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores, sendo as correlações estimadas extremamente baixas. As estatísticas descritivas para este grupo são apresentadas a seguir, seguindo a mesma ordem dos grupos anteriores:

Tabela 14 – Análise estatística descritiva grupo 3 – Materiais básicos 1ª parte

Grupo 3	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin
Mínimo	0,000	0,000	11,058	-86,500	-80,900	-0,666
1º quartil	0,000	0,000	13,078	0,400	1,074	0,582
Mediana	0,000	1,000	14,235	1,450	1,805	0,810
Média	0,206	0,534	14,739	1,405	1,918	1,059
3º quartil	0,000	1,000	16,598	2,100	2,675	1,120
Máximo	1,000	1,000	19,423	98,300	62,298	11,764

Fonte: dados da pesquisa

Tabela 15 – Análise estatística descritiva grupo 3 – Materiais básicos 2ª parte

Grupo 3	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE	Varição do LPA
Mínimo	-1,954	-7,319	0,000	-210,000	-365,568	-357,210
1º quartil	-0,052	-0,008	0,152	0,059	-0,021	0,026
Mediana	0,022	0,014	0,291	0,730	0,471	0,976
Média	0,057	0,010	0,284	0,216	1,146	1,240
3º quartil	0,110	0,047	0,401	1,258	1,257	1,439
Máximo	6,371	0,787	0,898	165,591	384,213	383,245

Fonte: dados da pesquisa

Avaliando o Q de Tobin nos subgrupos de sustentabilidade, obteve-se as medidas resumo:

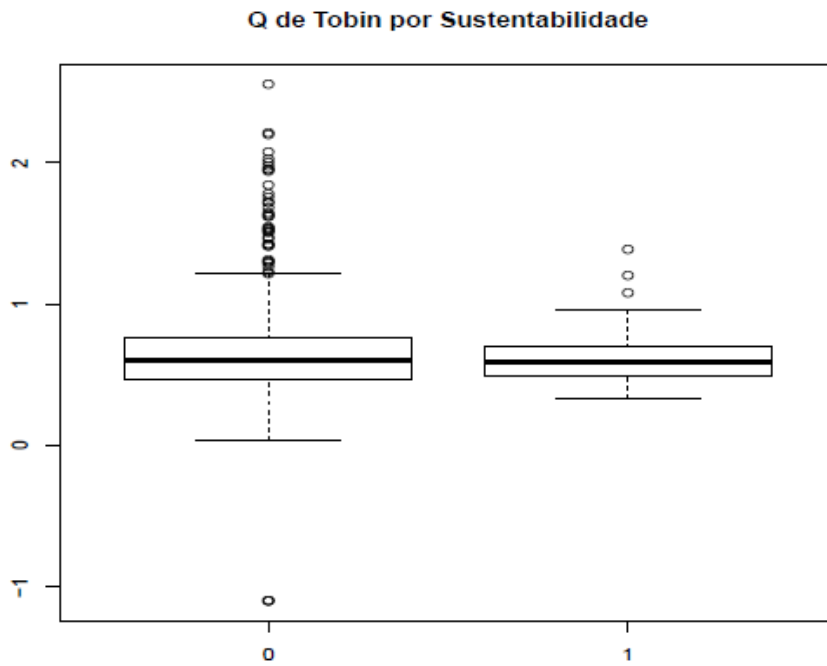
Tabela 16 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 3 – Materiais básicos

Grupo 3	q_{it} não ISE	q_{it} ISE
Mínimo	-1,100	0,329
1º quartil	0,466	0,496
Mediana	0,597	0,587
Média	0,664	0,615
3º quartil	0,767	0,701
Máximo	2,550	1,380

Fonte: dados da pesquisa

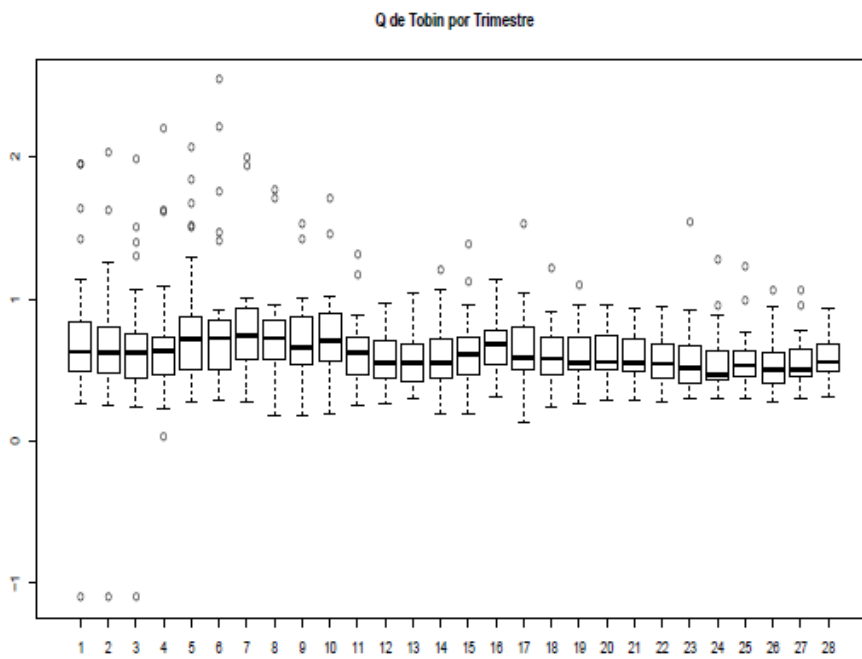
Para o grupo de empresas que compunham o ISE, o desvio padrão observado foi de 0,370, enquanto que o grupo das demais empresas o desvio foi de 0,173. As médias do Q de Tobin foram bastante semelhantes. Os gráficos a seguir demonstram o comportamento da resposta entre os dois grupos e a tendência longitudinal.

Gráfico 6 – *Blogspot* da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 3 – Materiais básicos



Fonte: dados da pesquisa

Gráfico 7 – *Blogspot* da variável de criação de valor por trimestre grupo 3 – Materiais básicos



Fonte: dados da pesquisa

Procedendo, foram ajustados os modelos GEE para os dados levando em consideração a natureza longitudinal das observações, sendo o modelo inicial dado por:

Tabela 17 – Análise do modelo grupo 3 – Materiais básicos

Grupo 3 - Materiais básicos

	Coefficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	1,47 e ⁺⁰⁰	4,39 e ⁻⁰¹	11,20	0,00082*
Trimestre	-8,11 e ⁻⁰³	3,63 e ⁻⁰³	4,98	0,02557*
Adesão ao ISE	1,22 e ⁻⁰¹	9,34 e ⁻⁰²	1,72	0,19018
Acesso ao Mercado Financeiro	9,03 e ⁻⁰³	4,24 e ⁻⁰²	0,05	0,83127
Tamanho da Empresa	-5,26 e ⁻⁰²	3,20 e ⁻⁰²	2,70	0,10012
Alavancagem Financeira	6,24 e ⁻⁰⁵	1,58 e ⁻⁰³	0,00	0,96852
Alavancagem Operacional	-4,65 e ⁻⁰³	2,36 e ⁻⁰³	3,88	0,04872*
Crescimento de Vendas	4,92 e ⁻⁰²	2,04 e ⁻⁰²	5,83	0,01575*
Crescimento dos Investimentos	4,03 e ⁻⁰²	1,68 e ⁻⁰²	5,77	0,01627*
Grau de Endividamento	1,69 e ⁻⁰¹	1,99 e ⁻⁰¹	0,72	0,39473
Variação do ROA	3,32 e ⁻⁰⁴	6,95 e ⁻⁰⁴	0,23	0,63312
Variação do ROE	-1,17 e ⁻⁰²	2,23 e ⁻⁰³	27,60	1,5 e^{-07*}
Variação do LPA	1,18 e ⁻⁰²	2,31 e ⁻⁰³	26,18	3,1 e^{-07*}

Fonte: dados da pesquisa

Diferente dos grupos anteriores nota-se pelos gráficos e agora pelo modelo ajustado que o tempo tem efeito sobre a resposta. O modelo final aponta efeito significativo de tempo ($p = 0,022$) sendo estimado em $-0,0079$. Para esse grupo o efeito de sustentabilidade não foi significativo. Abaixo o modelo definitivo para o grupo 3.

Tabela 18 – Análise do modelo ajustado grupo 3 – Materiais básicos

Grupo 3 - Materiais básicos

	Coefficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	1,28442	0,31400	16,73	4,3 e^{-05*}
Trimestre	-0,00791	0,00345	5,25	0,022*
Tamanho da Empresa	-0,03476	0,02057	2,86	0,091
Alavancagem Operacional	-0,00452	0,00250	3,26	0,071
Crescimento de Vendas	0,05165	0,02322	4,95	0,026*

Fonte: dados da pesquisa

4.2.4 Grupo 4 Utilidade Pública

Para as 35 empresas do Grupo 4 do setor Utilidade Pública, os dados apontam as seguintes correlações:

Tabela 19 – Teste de correlação de Spearman grupo 4 Utilidade pública
Grupo 4 - Utilidade Pública

	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE
Acesso ao Mercado	0,020	0,470									
Tamanho da Empresa	0,550	-0,170									
Alavancagem Financeira	0,080	0,180	-0,090								
Alavancagem Operacional	-0,120	-0,180	0,050	-0,040							
Q de Tobin	-0,080	0,140	-0,480	0,090	-0,360						
Crescimento de Vendas	0,000	-0,010	0,040	-0,010	0,070	-0,020					
Crescimento dos Investimentos	-0,030	0,000	0,010	0,040	0,060	-0,020	-0,010				
Grau de Endividamento	-0,130	-0,020	-0,050	0,310	0,100	0,180	0,100	0,110			
Varição do ROA	-0,030	0,040	-0,020	0,080	-0,080	0,040	-0,070	0,020	0,090		
Varição do ROE	-0,020	0,080	-0,050	0,100	-0,070	0,090	0,020	0,060	0,140	0,610	
Varição do LPA	0,507	0,015*	0,105	0,002*	0,026*	0,006*	0,525	0,069	0,000*	0,000*	
	-0,020	0,080	-0,050	0,100	-0,070	0,080	0,010	0,070	0,130	0,600	0,980
	0,497	0,012*	0,086	0,002*	0,031*	0,016*	0,662	0,029*	0,000*	0,000*	0,000*

p valor

(*) correlação com nível de significância inferior a 5%

Fonte: dados da pesquisa

Conforme pode ser facilmente observado, esse grupo assim como os demais analisados, apresenta o mesmo padrão de correlações baixas. A seguir são apresentadas as estatísticas descritivas dos dados:

Tabela 20 – Análise estatística descritiva grupo 4 – Utilidade pública 1ª parte

Grupo 4	Adesão ao ISE	Acesso ao Mercado Financeiro	Tamanho da Empresa	Alavancagem Financeira	Alavancagem Operacional	Q de Tobin
Mínimo	0,000	0,000	10,775	-6,876	-4,210	0,167
1º quartil	0,000	1,000	14,757	1,500	1,160	0,740
Mediana	0,000	1,000	15,258	1,856	1,300	0,947
Média	0,322	0,784	15,380	2,029	1,580	1,580
3º quartil	1,000	1,000	16,334	2,400	1,600	1,528
Máximo	1,000	1,000	18,964	10,564	27,700	17,340

Fonte: dados da pesquisa

Tabela 21 – Análise estatística descritiva grupo 4 – Utilidade pública 2ª parte

Grupo 4	Crescimento de Vendas	Crescimento dos Investimentos	Grau de Endividamento	Varição do ROA	Varição do ROE	Varição do LPA
Mínimo	-5,902	-1,487	0,000	-21,934	-62,204	-62,233
1º quartil	-0,025	-0,006	0,199	0,697	0,389	0,412
Mediana	0,029	0,014	0,303	0,964	0,813	0,897
Média	0,023	0,015	0,291	1,087	2,340	2,232
3º quartil	0,086	0,036	0,377	1,316	1,614	1,581
Máximo	9,510	0,652	0,697	41,853	114,400	133,400

Fonte: dados da pesquisa

Avaliando o Q de Tobin nos subgrupos de sustentabilidade, obteve-se como medidas resumo:

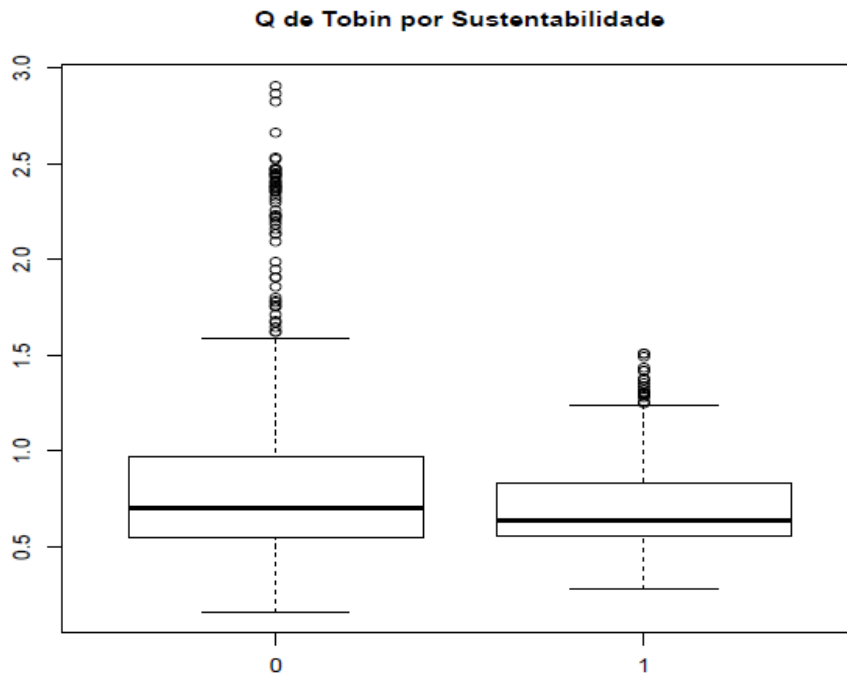
Tabela 22 – Estatística descritiva relação Q de Tobin e Adesão ao ISE grupo 4 – Utilidade pública 1ª parte

Grupo 4	q_{it} não ISE	q_{it} ISE
Mínimo	0,160	0,281
1º quartil	0,548	0,559
Mediana	0,702	0,639
Média	0,855	0,719
3º quartil	0,974	0,831
Máximo	2,910	1,510

Fonte: dados da pesquisa

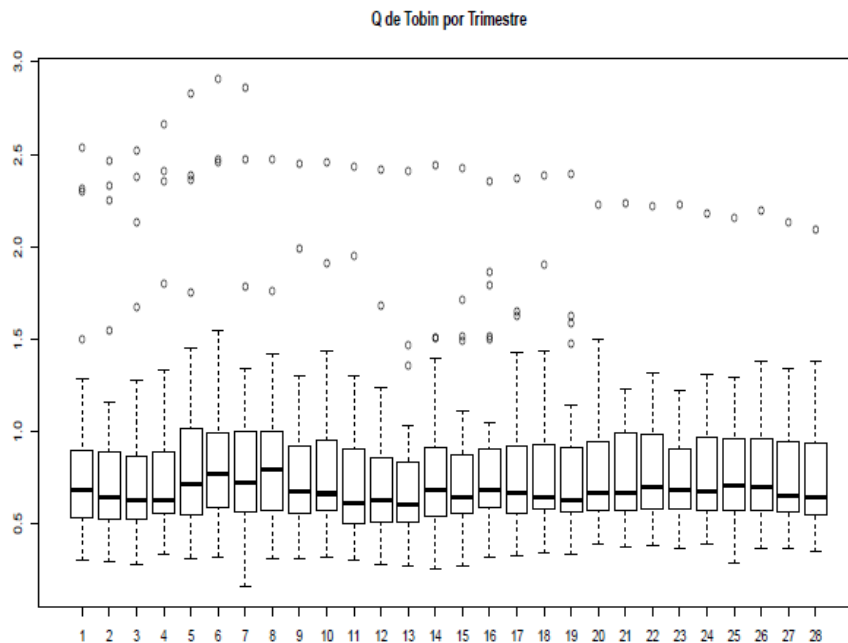
Para o grupo de empresas que compunham o ISE, o desvio padrão observado foi de 0,497, enquanto que o grupo das demais empresas o desvio foi de 0,258. A diferença apurada entre os grupos foi de -0,136. Os gráficos a seguir demonstram o comportamento da resposta entre os dois grupos e a tendência longitudinal.

Gráfico 8 – *Blogspot* da variável de criação de valor por adesão ou não ao ISE grupo 4 – Utilidade pública



Fonte: dados da pesquisa

Gráfico 9 – *Blogspot* da variável de criação de valor por trimestre grupo 4 – Utilidade pública



Fonte: dados da pesquisa

Procedendo, foram ajustados os modelos GEE para os dados considerando a natureza longitudinal das observações, sendo o modelo inicial dado por:

Tabela 23 – Análise do modelo grupo 4 – Utilidade pública
Grupo 4 - Utilidade Pública

	Coeficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	3,251400	0,505880	41,31	1,4 e⁻¹⁰ *
Trimestre	-0,002020	0,002940	0,47	0,493
Adesão ao ISE	0,122460	0,082240	2,22	0,136
Acesso ao Mercado Financeiro	-0,161660	0,172940	0,87	0,350
Tamanho da Empresa	-0,167780	0,031720	27,98	1,2 e⁻⁰⁷ *
Alavancagem Financeira	0,072820	0,054940	1,76	0,185
Alavancagem Operacional	-0,008130	0,018270	0,20	0,656
Crescimento de Vendas	0,011710	0,026910	0,19	0,664
Crescimento dos Investimentos	-0,320440	0,128410	6,23	0,013*
Grau de Endividamento	0,493920	0,283180	3,04	0,081
Variação do ROA	-0,010500	0,006090	2,98	0,085
Variação do ROE	0,002490	0,007850	0,10	0,751
Variação do LPA	-0,002750	0,007610	0,13	0,718

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que nem sustentabilidade nem a variável tempo, parecem associados com a resposta. Tem-se como modelo final:

Tabela 24 – Análise do modelo ajustado grupo 4 – Utilidade pública
Grupo 4 - Utilidade Pública

	Coeficiente	erro padrão	Wald	p-valor
Intercepto	2,855760	0,524490	29,65	5,2 e⁻⁰⁸ *
Tamanho da Empresa	-0,131810	0,031480	17,53	2,8 e⁻⁰⁵ *
Crescimento de Vendas	-0,251570	0,110440	5,19	0,023*
Variação do ROA	-0,008250	0,004790	2,96	0,085

Fonte: dados da pesquisa

Realizadas as demonstrações dos dados obtidos pela pesquisa, parte-se para as considerações finais juntamente com as conclusões extraídas da análise dos mesmos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Esta dissertação procurou responder à seguinte pergunta norteadora: o fato de uma empresa integrar o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) propicia a ela desempenho econômico-financeiro superior e, conseqüentemente, maior criação de valor em comparação às demais empresas da BM&FBOVESPA?

Este estudo está relacionado com a área de Finanças Corporativas, as teorias dos *Stakeholders* e dos *Shareholders*, a função-objetivo e social das empresas, o conflito de agência, a governança corporativa e o mercado de capitais. Aborda-se também a criação de valor associada a aspectos relacionados com as práticas socioambientais das empresas.

Pode-se concluir que esta pesquisa buscou atender ao objetivo proposto, que foi investigar se as práticas socioambientais promovidas pelas empresas compromete seu desempenho econômico-financeiro, bem como minimiza a riqueza de seus acionistas, comparando empresas que integram o ISE desde sua criação com empresas que participaram eventualmente ainda aquelas que nunca fizeram parte do referido índice.

As empresas que compuseram a amostra foram divididas em quatro grupos distintos, formado pelos setores econômicos Consumo não cíclico, Financeiro e outros, Materiais básicos e Utilidade pública, uma vez que são os setores que possuem empresas nas três categorias pré-estabelecidas: integrar o ISE desde sua criação em 2005 até a última listagem para 2013; ter integrado o índice em pelo menos uma das edições; e nunca ter participado do ISE.

O primeiro grupo analisado é o de Consumo não cíclico, composto por 24 empresas do setor. Nenhum dos preditores analisados apresentou associação isolada significativa, apesar de diversos apresentarem p valor inferior a 5%. O modelo de regressão ajustado apresentou a covariável Adesão ao ISE significativa com efeito positivo estimado em 0,575. Desta forma, para as empresas integrantes do setor Consumo não cíclico analisadas, a sustentabilidade tem relação positiva com a

criação de valor, corroborando os estudos de Lo e Sheu (2007); Ott, Alves e Flores (2009), Bisco (2009); e Lameira *et al.* (2012).

O segundo grupo analisado, Financeiro e outros, é composto de 34 empresas. Assim como o primeiro grupo, Consumo não cíclico, nenhuma resposta demonstrou estar fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores. O modelo de regressão ajustado também apresentou a Adesão ao ISE, utilizada como *proxy* de sustentabilidade, como covariável significativa ($p = 0,002$) com efeito positivo estimado em 0,632.

Esse grupo apresenta características marcantes, uma vez que seu sistema de funcionamento se distancia da maioria das empresas de outros setores. O setor financeiro possui um órgão regulador, o Banco Central do Brasil, que regulamenta todo o funcionamento do mercado financeiro, além de possuir regimentos próprios. A dispersão dos dados produziu uma grande quantidade de *outliers*, o que pode ter levado à discrepância do efeito da sustentabilidade. De toda forma, os resultados também convergem com os estudos de Lo e Sheu (2007); Ott, Alves e Flores (2009), Bisco (2009); e Lameira *et al.* (2012).

O terceiro grupo, formado por 25 empresas do setor Materiais Básicos, assim como os dois grupos anteriores, também não apresentou nenhuma resposta fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores. Quanto ao modelo ajustado, esse grupo não apresentou relação entre a sustentabilidade e criação de valor, contrariando o verificado nos setores Consumo não cíclico e Financeiro e outros. Tal constatação vai ao encontro dos estudos apresentados por Fernandes (2012); Maia, Nossa, Nossa (2012); Vellani, Albuquerque e Chaves (2009); Nossa, Cezar e Nossa (2008); Salgado (2012); Dias (2007); Rezende (2006); e Borba (2005).

O quarto e último grupo, representado pelas 35 empresas do setor Utilidade Pública, confirmando o verificado em todos os demais grupos analisados, também não apresentou nenhuma resposta fortemente associada isoladamente com qualquer dos preditores. Quanto ao modelo ajustado, esse grupo não apresentou relação entre a sustentabilidade e criação de valor, assim como no setor Materiais Básicos. Tal constatação vai ao encontro dos estudos apresentados por Fernandes (2012);

Maia, Nossa, Nossa (2012); Vellani, Albuquerque e Chaves (2009); Nossa, Cezar e Nossa (2008); Salgado (2012); Dias (2007); Rezende (2006); e Borba (2005).

5.1 Limitações da pesquisa

A primeira limitação é concernente à mensuração das ações que as empresas que adotam práticas de sustentabilidade e responsabilidade social é um assunto que está longe de se tornar pacífico. Muitas são as discussões sobre o tema, porém ainda não foi encontrada uma metodologia capaz de quantificá-la. Paralelo a este fato, a legislação também não obriga as empresas a divulgar tais ações e seus respectivos resultados, o que gera uma lacuna de informações para quem se dispõe a estudar o assunto.

Uma das alternativas mais empregadas pelos pesquisadores no Brasil é a utilização do Índice de Sustentabilidade Empresarial lançado pela BM&FBOVESPA como indicativo de adoção de práticas socioambientais efetivas por parte das empresas que o compõem. Este estudo aplicou o mesmo raciocínio, porém este fato merece uma reflexão sobre os resultados alcançados e descritos na primeira parte desta seção.

A segunda limitação refere-se a não inclusão das demais empresas dos setores analisados, face não possuírem informações pertinentes ao período analisado. A participação destas tornaria a análise mais próxima da realidade dos setores.

A terceira e última limitação é inerente à própria pesquisa, pois segundo Richardson (1999), toda pesquisa, por si só, já carrega consigo sua limitação, não existindo, portanto, pesquisa perfeita, mas uma expectativa por um processo de melhoria contínua, no qual se busca aperfeiçoar a forma de análise de uma dada realidade.

5.2 Sugestões para pesquisas futuras

Como sugestão para futuras pesquisas sobre o tema, apresenta-se um estudo comparativo entre as empresas que publicam relatórios de sustentabilidade de forma conjunta com o porte de certificação expedida por Organismo Certificador

Acreditado, tomando-se como referência a criação de valor e o desempenho financeiro para as empresas, separando-as por setor econômico.

REFERÊNCIAS

- ALLAYANNIS, George; WESTON, James. The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. **The Review of Financial Studies**, v.14, n.1, p. 243-276. 2001. Disponível em: <<http://www2.hhs.se/personal/giannetti/4109/allayannis.pdf>>. Acesso em: 24 jun. 2013
- ALVES, Lauro Eduardo Soutello. Governança e cidadania empresarial. **Revista de Administração e Empresas**, São Paulo, vol. 41, n.4, out./dez. 2001. Disponível em: <<http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-75902001000400009&script=sciarttext>>. Acesso em: 22 mar.2013
- ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. 2.ed. São Paulo: Thomson. 2002. 373 p.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2007. 302 p.
- BISCO, Emerson. **Sustentabilidade Empresarial: um estudo comparativo sobre desempenho e valor financeiro de empresas listadas no mercado acionário brasileiro**. 2009. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Metodista de São Paulo, São Paulo. 2009.
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. 408 p.
- BOAVENTURA, João Maurício Gama; et al. Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. **RBGN**, São Paulo, v.11, n.32, p.289-307, jul./set. 2009. Disponível em: <<http://200.169.97.104/seer/index.php/RBGN/article/viewFile/378/510>>. Acesso em: 05 mar. 2013
- BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. 127 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- BM&FBOVESPA – BM&F BOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 26 jan.2013
- CALDELLI, Andrea; PAMIGIANI, Marisa Luisa. Management Information System - A tool for Corporate Sustainability. **Journal of Business Ethics**, vol. 55, 2004. Disponível em: <http://www.researchgate.net/publication/226990827_Management_Information_System__A_Tool_for_Corporate_Sustainability>. Acesso em: 10 mar. 2013
- CAMARGO, Ricardo Zagallo. **Responsabilidade Social das Empresas: Formações Discursivas em Confronto**. 2009. 432 fl. Tese (Doutorado em Comunicação) – Universidade de São Paulo, São Paulo. 2009

CAMARGOS, Marcos Antônio; COUTINHO, Eduardo Senra. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v.2, n.2, p.273-295, mai./ago. 2008. Disponível em: <www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_738.pdf>. Acesso em: 29 mar. 2013.

CARROLL, Archie B. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**, vol. 38, n. 3, 1999. Disponível em: <http://www.academia.edu/419517/Corporate_Social_Responsibility_Evolution_of_a_Definitional_Construct>. Acesso em: 08 mar. 2013.

CHUNG, Kee; PRUITT, Stephen. A simple approximation of Tobins'Q. *Financial Management*, v.23, n.3, p.70-74, Autumn, 1994. Disponível em: <<http://www.questia.com/library/1G1-16531928/a-simple-approximation-of-tobin-s-q>>. Acesso em: 20 mar.2013.

COASE, Ronald Harry. **The nature of the firm**. 1937. Disponível em: <www3.nccu.edu.tw/~jsfeng/CPEC11.pdf>. Acesso em: 26 mar.2013.

COLLINS, James C.; PORRAS, Jerry I. **Feitas para Durar**: práticas bem-sucedidas de empresas visionárias. 6. ed. Rio de Janeiro: Rocco, 1998. 408 p.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 349 p.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; FREIRE, Fátima de Souza; VASCONCELLOS, Felipe Cortes. Responsabilidade Social Corporativa, Valor e Desempenho da Empresa Brasileira. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2009, São Paulo. **Anais...São Paulo**: ANPAD, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2009/CONT/CON1814.pdf>. Acesso em 12 jun.2013

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Porto Alegre: Bookman, 2002. 576 p.

DIAS, Édson Aparecido. **Índice de Sustentabilidade Empresarial e retorno ao acionista**: Um estudo de evento. 2007. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.academicoo.com/tese-dissertacao/indice-de-sustentabilidadeempresarial-e-retorno-ao-acionista-um-estudo-de-evento>>. Acesso em: 16 mar.2013

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**, New York, v.20, n.1, p.65-91, 1995. Disponível em: <<http://zonecours.hec.ca/documents/A2010-1-2410481.stakeholdertheoryofthe corporation,concepts.pdf>>. Acesso em: 07 mar.2013

ELKINGTON, John. **Canibais com garfo e faca**. São Paulo: Makron Books, 2001. 472 p.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. **CRSP Working Paper**, n. 506, dez. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=199431>>. Acesso em 23 jun. 2013

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B.de C. Q de Tobin e seu uso em Finanças: aspectos Metodológicos e Conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v.7, n.4, out./dez. 2000. Disponível em: <www.regeusp.com.br/arquivos/v07-4art03.pdf>. Acesso em: 25 mar. 2013

FERNANDES, Sheila Mendes. A Relação entre o Disclosure Ambiental e Retorno Anormal: uma análise das empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/SHEILA.pdf>. Acesso em 12 jun. 2013

FREEMAN, Robert Edward. **Strategic Management: stakeholder approach**. Londres: Pitman, 1984. 276 p.

FREEMAN, Robert Edward; McVEA, John, A Stakeholder Approach to Strategic Management. **Darden Business School Working Paper**, n. 01-02. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263511>>. Acesso em: 12 mar. 2013

FREITAS, Débora Pool da Silva; et al. Contabilidade Ambiental: um estudo bibliométrico em revistas científicas brasileiras. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 4, n. 1, p.72-88, jan./jun. 2012. Disponível em: <<http://www.ccsa.ufrn.br/ojs/index.php/ambiente/article/view/441>>. Acesso em: 05 jan. 2013.

FRIEDMAN, Andrew L.; MILES, Samantha. **Stakeholders: theory and practice**. Oxford: Oxford University Press, 2006. 360 p.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalism and Freedom** (1962). Novo prefácio do autor. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 175 p.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2005. 845 p.

HELFERT, Erich A. **Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir o desempenho dos negócios**. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 411p.

HOWE, Keith M.; VOGT, Stephen. On “q”. **Financial Review**, v.31, n.2, may 1996. P.265-286. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6288.1996.tb00873.x/abstract>>. Acesso em: 20 mar. 2013

JENSEN, Michael C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, Nova Iorque, vol. 14, n.3, out. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671>. Acesso em: 29 mar. 2013.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of Firm: Managerial, Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. **Journal of Financial Economist**, 1976 n.4, p. 305-360. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 10 mar. 2013

KRAEMER, Maria Elisabeth Pereira. **A contabilidade como alavanca do desenvolvimento sustentável**. 2003. Disponível em: <<http://artigocientifico.uol.com.br/artigos/?mnu=1&smnu=5&artigo=1057>>. Acesso em: 20 mar. 2013.

KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens. Teoria da Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento. **Caderno de Pesquisas em Administração**. v.2, n.5. 2º sem.1997. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C5-art1.pdf>>. Acesso em: 12 fev. 2013

LAMEIRA, Valdir de Jesus; et al. Sustentabilidade tem valor? – Uma investigação no mercado de capitais brasileiro. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2012/CONT/Tema%2002/2012_CON414.pdf>. Acesso em 12 jun. 2013

LA PORTA, Rafael; et al. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 1-37, 2000. Disponível em: <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/lopezdesilanes02_roundtable.pdf>. Acesso em: 02 mar. 2013

LO, Shih-Fang; SHEU, Her-Jiun. Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?. Corporate Governance. **International Review**, v.15, n.2, p. 345-358, mar. 2007. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x>>. Acesso em: 18 mar. 2013

LÓPEZ, M.Victoria; GARCIA, Arminda; RODRIGUEZ, Lazaro. Sustainable Development and Corporate Performance: A Study based on the Dow Jones Sustainability Index. **Journal of Business Ethics**. 2007. n. 75, p.285-300.

MAIA, Sueli Gonçalves da Silva; NOSSA, Valcemiro; NOSSA, Sylvania Neris. Análise do Retorno Anormal das Empresas Winners e Losers participantes ou Não do Índice

de Sustentabilidade Empresarial (ISE): Um estudo empírico na BM&FBOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. Disponível em:

<http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/SUELI.pdf>. Acesso em 12 jun. 2013

MAINARDES, Emerson Wagner; et al. Categorização por importância dos stakeholders das universidades. **Revista Íbero-Americana de Estratégia**, São Paulo, v. 9, n. 3, p.5-40, set./dez. 2010. Disponível em:

<http://home.furb.br/maria_domingues/site/publicacoes/2011/periodicos/periodico-2011-02.pdf>. Acesso em: 27 mar. 2013.

MARCONDES, Adalberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes. **ISE: sustentabilidade no mercado de capitais**. São Paulo: Report Ed., 2010. 173 p.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 282 p.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1994. 136 p.

MELO NETO, Francisco Paulo de; FROES, César. **Responsabilidade social e cidadania empresarial: a administração do terceiro setor**. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 208 p.

MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, New York, v.22, n.4, p.853-886, 1997. Disponível em:<<http://www.jstor.org/stable/259247>>. Acesso em: 27 mar. 2013.

MONEVA, Jose M.; RIVERA-LIRIO, Juana M.; MUÑOZ-TORRES, María J. The corporate stakeholder commitment and social and financial performance. **Industrial Management & Data Systems**, v. 107, n. 1, p. 84-102, 2007. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/search.htm?st1=he+corporate+stakeholder+commitment+and+social+and+financial+performance%22&ct=all&ec=1&bf=1>>. Acesso em: 10 fev. 2013.

MORIMOTO, Risako; ASH, John; HOPE, Christopher. Corporate Social Responsibility Audit: From Theory to Practice. **Journal of Business Ethics**, vol. 62, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670144>. Acesso em: 13 mar.2013

NAKAYASU, Gilberto Noburu. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006, 134p. Disponível em:

<http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&o_obra=46438>. Acesso em: 18 mar. 2013.

NOGUEIRA, Ígor Vasconcelos; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo Douglas. Q de Tobin e Medidas Financeiras Tradicionais em Companhias Siderúrgicas Brasileiras e Americanas com Ações na BOVESPA e na NYSE. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 28, n.3, p.9-23, set./dez. 2009.

NOSSA, Valcemiro; CEZAR, Jezuína Figueira; NOSSA, Silvania Neris. A Relação Entre O Retorno Anormal E A Responsabilidade Social E Ambiental: Um Estudo Empírico Na Bovespa No Período De 1999 A 2006. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Valcemiro%20%20a%20relacao%20entre.pdf>. Acesso em 12 jun. 2013

NUNES, Juliana Goldner. **Análise das Variáveis que Influenciam a Adesão das Empresas ao Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial**. 2008. 48 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2008.

OTT, Ernani; ALVES, Tiago Wickstrom; FLORES, Giovana Shai'Anne da Silva. Investimentos Ambientais e o Desempenho Econômico das Empresas: Um estudo utilizando dados em painel. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2009/CONT/CON2307.pdf>. Acesso em 12 jun. 2013

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833/>>. Acesso em: 07 abr. 2013.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Estratégica e Operacional**. 3 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012. 507 p.

PEREIRA, José Matias; **Manual de Metodologia da Pesquisa Científica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 154 p.

Petrobrás é excluída do ISE. (25 de Novembro de 2008). Disponível em: <<http://mercadoetico.terra.com.br/arquivo/bovespa-exclui-petrobras-do-indice-de-sustentabilidade-empresarial/>>. Acesso em: 21 jul. 2013

REZENDE; Idália Antunes Cangussú. **Análise da Rentabilidade e Performance dos investimentos Socialmente Responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro**. 2006. 100 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças

(FUCAPE). Vitória, 2006

RIBEIRO, Maísa de Souza; LISBOA, Lázaro Plácido. Balanço Social. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Brasília, n.115. jan./fev. 1999.

RODRIGUES, Walmire. **Função Social da Empresa**. Disponível em: <<http://pt.shvoong.com/law-and-politics/1768681-fun%C3%A7%C3%A3o-social-da-empresa/>>. Acesso em: 16 mar. 2013

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Ramdolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: Coporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011. 776 p.

ROSSETTI, José Paschoal. **Contabilidade Social**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 1994, 320 p.

SÁ, Antônio Lopes de. **Teoria da Contabilidade**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SALGADO, Sandra Inês Ferreira. **Variáveis Determinantes de criação de valor para as empresas integrantes do Índice Bovespa de Sustentabilidade (ISE)**. 2012. 144 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte. 2012.

SANTOS, Izequias Estevam dos. **Manual de Métodos e Técnicas de Pesquisa Científica**. 7. ed. Niterói: Impetus, 2010. 384 p.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/>>. Acesso em: 10 mar. 2013.

SILVEIRA, A. D. M., YOSHINAGA, C. E., BORBA, P. F. Crítica à Teoria dos Stakeholders como Função-Objetivo Corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.2, n.1, p. 33-42, janeiro/março 2005. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/v12n1art3.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2013

SILVEIRA; Maria Lizete. **O Impacto dos Padrões Corporativos de Ética, Governança Corporativa, Responsabilidade Social, Sustentabilidade e Transparência na Volatilidade das Ações de Financeiro e Outros Latino-Americanos**. 2006. 166 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Brasília (UnB) - Brasília, 2006. Disponível em: <<http://repositorio.bce.unb.br/handle/10482/3632>>. Acesso em: 12 mar. 2013

SOLOW, Robert M. Sustainability: an economist's perspective. In: STAVINS, Robert N. (Ed.). **Economics of the environment: selected readings**. New York: Norton, 2000. Disponível em: <<http://www.owlnet.rice.edu/~econ480/notes/sustainability.pdf>>. Acesso em 02 mar. 2013

SUNDARAM, Anant K.; INKPEN, Andrew C. The corporate objective revisited. **Thunderbird American Graduate School of International Management**. Glendale, Ensaio, out. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293219>. Acesso em: 29 mar. 2013

TENÓRIO, Fernando Guilherme. **Responsabilidade socioambiental: Teoria e prática**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2004. 207 p.

TOBIN, James; BRAINARD, William C. Pitfalls in Financial Model Building. **American Economic Review**, v.58, n.2, mai.1968. Disponível em: <<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p02b/p0279.pdf>>. Acesso em: 24 mar.2013

TOBIN, James. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, **Journal of Money, Credit and Banking**, v.1, n.1, fev.1969, p.15-29. Disponível em: <<http://www.deu.edu.tr/userweb/yesim.kustepeli/dosyalar/tobin1969.pdf>>. Acesso em: 24 mar. 2013

VAN MARREWIJK, Marcel. Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion. **Journal of Business Ethics**, vol. 44, 2003. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/25075020?uid=3737664&uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21102130586207>>. Acesso em: 10 mar. 2013

VELLANI, Cassio Luiz; ALBUQUERQUE, Andrei Aparecido; CHAVES, Eduardo de Paula Silva. Uma Tentativa de Mensuração da Relação entre Valor de Mercado e Sustentabilidade Empresarial nas Ações Listadas no ISE da Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2009, São Paulo. **Anais...**São Paulo: ANPAD, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2009/CONT/CON2686.pdf>. Acesso em 12 jun. 2013

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 94 p.