

FACULDADE NOVOS HORIZONTES

Programa de Pós-graduação em Administração
Mestrado

**VARIÁVEIS DETERMINANTES DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA AS
EMPRESAS INTEGRANTES DO ÍNDICE BOVESPA DE
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE)**

Sandra Inês Ferreira Salgado

**Belo Horizonte
2012**

Sandra Inês Ferreira Salgado

**VARIÁVEIS DETERMINANTES DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA AS
EMPRESAS INTEGRANTES DO ÍNDICE BOVESPA 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: Tecnologia de Gestão e Competitividade.

Área de Concentração: Organização e Estratégia.

Belo Horizonte
2012

S164v Salgado, Sandra Inês Ferreira
Variáveis determinantes de criação de valor para as empresas integrantes do índice Bovespa de sustentabilidade empresarial (ISE) / Sandra Inês Ferreira Salgado. – 2012.
144 f. : il., tabs.

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração, do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu. Orientador: Wendel Alex Castro Silva.
Dissertação (mestrado) – Faculdade Novos Horizontes.

1. Empresas – Finanças – Teses. 2. Administração financeira – Avaliação – Teses. 3. Responsabilidade social – Teses. 4. Desenvolvimento sustentável – Teses. 5. Mercado de capitais – Teses. I. Silva, Wendel Alex Castro. II. Faculdade Novos Horizontes. IV. Título.

CDD 658.152



Faculdade Novos Horizontes
Mestrado Acadêmico em Administração

**MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO
DA FACULDADE NOVOS HORIZONTES**

ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: Organização e Estratégia

MESTRANDO(A): **SANDRA INÊS FERREIRA SALGADO**

Matrícula: 770385

LINHA DE PESQUISA: Tecnologias de Gestão e Competitividade

ORIENTADOR(A): Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva

**TÍTULO: VARIÁVEIS DETERMINANTES DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA AS
EMPRESAS INTEGRANTES DO ÍNDICE BOVESPA DE SUSTENTABILIDADE
EMPRESARIAL - ISE.**

DATA: 13/02/2012

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva
ORIENTADOR
Faculdade Novos Horizontes

Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo
Faculdade Novos Horizontes

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
UFMG

DECLARAÇÃO DE REVISÃO DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Declaro ter procedido à revisão da Dissertação de Mestrado, área de concentração: Organização e Estratégia, de autoria de **SANDRA INÊS FERREIRA SALGADO**, sob a orientação do Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva, apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, intitulada: **"VARIÁVEIS DETERMINANTES DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA AS EMPRESAS INTEGRANTES DO ÍNDICE BOVESPA DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE)"**, contendo 138 páginas.

Dados da revisão:

- Ortográfica
- Redação

Início: 17/01/2012 Término: 22/01/2012

Belo Horizonte, 22 de janeiro de 2012.

Prof.(a): Patrícia Rodrigues Tanuri Baptista

Assinatura: _____



AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, pelo amor incondicional: pela vida, inteligência, sabedoria, paz ...

Ao meu orientador, Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva, que acreditou em mim, na minha potencialidade, que me incentivou, que me introduziu na trajetória de pesquisa. Por sua atenção, pelas sábias orientações, seu exemplo de persistência, dedicação, paciência, confiança, pela alegria de viver.

Ao prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo, com quem pude aprender as primeiras lições acerca de Finanças, despertando em mim o interesse pela matéria.

À prof^a. Dr^a. Kely Cesar Martins de Paiva, que, por meio de suas lições em sala de aula, me ajudou a trilhar os primeiros passos em Pesquisa em Administração.

À Prof^a. Dr^a. Aleixina Maria Lopes Andalécio, pelas correções, sugestões e pelo carinho. Serei sempre grata pela atenção na fase da qualificação do projeto.

Aos demais professores do Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, com os quais pude aprender excelentes lições, não somente em sala de aula, mas também com exemplos de dedicação, de conhecimento e de vida.

A todos os meus colegas do mestrado, pela amizade, companheirismo, pela alegria em compartilhar momentos felizes, às vezes, difíceis, mas nos quais sempre existiu uma palavra, um gesto de carinho, de solidariedade, de amor, de apoio, de crítica sincera. Por tudo isso que me fez crescer. Em especial, ao grupo formado por: Alson, Cristina, Nereida e Valéria. A Tianinha, pelas palavras de ânimo e de reconhecimento pelo meu trabalho.

A Edna, Wânia, Beatriz e aos demais funcionários do Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes com quem pude contar.

Ao Francisco da Silva Oliveira Júnior, pela assessoria prestada em Estatística, pelas respostas encontradas aos vários questionamentos e por contribuir na realização deste trabalho.

Aos bolsistas Bruno, Giovanna e Nathália, por me auxiliaram na coleta de dados, pela amizade: minha eterna gratidão.

Ao CEFET-MG, que me possibilitou cursar este mestrado.

Um agradecimento especial ao Prof. Dr. Sérgio Ricardo de Souza, do Programa de Pós-Graduação - Curso Mestrado em Modelagem e Matemática Computacional, do CEFET-MG, com quem tive a oportunidade de conviver e de aprender não somente sobre o mundo acadêmico. Pelo seu exemplo de dedicação aos estudos e ao ensino, que sempre me corrigiu com o intuito de edificação.

Agradeço também a Jane Lanza e Elisângela Barbieri, pela credibilidade e confiança.

Ao meu querido pai Mario (*in memoriam*).

À minha querida mãe Rufina.

Ao meu querido filho Caetano.

Dedico.

*“E tudo quanto desejaram os meus olhos não lhes neguei,
nem privei o meu coração de alegria alguma;
mas o meu coração se alegrou por todo o trabalho,
e esta foi a minha porção de todo o meu trabalho”.*

(Ec. 2:10)

RESUMO

Sustentabilidade tem sido tema de debates por parte da sociedade em geral. Recentemente, conceitos de *Triple Bottom Line* e Investimento Socialmente Responsável (ISR) têm sido utilizados no Brasil, por meio do Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE - Bovespa, que teve seu início registrado em 2005, cujo principal objetivo, de acordo com a Bovespa (2011), é “refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial”. Nesse contexto, estão as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*. Sendo assim, a questão norteadora consiste em: **empresas que integram o ISE (Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial) criam valor adicional para os acionistas e apresentam desempenho econômico-financeiro superior em relação a outras empresas de capital aberto que têm ações negociadas na Bovespa?** O objetivo geral é analisar se as variáveis de responsabilidade social e de sustentabilidade determinam a criação de valor e se afetam positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o ISE no período 2005 a 2010. Trata-se de um estudo causal, com abordagem quantitativa. Os dados coletados consistiram em demonstrações financeiras (DFs) do Economática® e na cotação das ações na Bovespa. A amostra, composta por 47 empresas, foi dividida em dois grupos: 35 empresas integrantes do ISE e 12 empresas da Bovespa. Foram utilizadas 15 variáveis distribuídas em 4 grupos: a) criação de valor; b) responsabilidade social; c) investimento; d) desempenho econômico-financeiro. Os dados coletados foram tabulados e submetidos a análises uni, bi e multivariadas com o auxílio do software SPSS (*Statistical Package for the Social Science*). Foram empregados o coeficiente de correlação não paramétrico de Spearman para analisar possíveis associações entre os fatores de investimento em sustentabilidade, responsabilidade social, criação de valor e desempenho financeiro e o teste não paramétrico de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney, a fim de analisar características quantitativas para os grupos estudados. Para determinar se as diferenças e associações encontradas são estatisticamente significativas, considerou-se o nível de significância de 5%. Os resultados mostram que não se pode afirmar, de maneira geral, que as “empresas sustentáveis” tragam maior retorno ao investidor. Com relação à criação de valor, não existe diferença significativa entre o valor do retorno acionário, a variação VM/VP e o retorno anormal observado para as empresas participantes do ISE em relação às que não participam do índice no período avaliado. Os investimentos sociais, por sua vez, impactam de forma inversa na criação de valor tendo em vista que as empresas que mais investiram no âmbito social foram as que apresentaram menor criação de valor e empresas com baixa frequência na adesão ao ISE tendem a ter maior criação de valor. Quanto ao desempenho financeiro, observou-se que independe da responsabilidade social e dos investimentos em sustentabilidade.

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

ABSTRACT

Sustainability has been a topic of discussion by society in general. Recently, concepts of Triple Bottom Line and Socially Responsible Investment (SRI) have been used in Brazil, through the Corporate Sustainability Index - ISE - Bovespa, which had its first recorded in 2005, whose main objective, according to the Bovespa (2011), is "to reflect the return of a portfolio composed of shares of companies with a recognized commitment to social responsibility and corporate sustainability." In this context, are the theories of stakeholders and shareholders. Thus, the central question of this research is: companies in the ISE create value for shareholders? Already a secondary issue: such firms have superior financial performance relative to other publicly traded companies that have shares traded on the Bovespa? The overall objective is to investigate whether the variables of social responsibility and sustainability determine the value creation and positively affect the financial performance of companies in the ISE for the period 2005 to 2010. It is a descriptive study with a quantitative approach. The data collected consisted of financial statements (FSs) of Economática ® and the quotation of the shares on the Bovespa. The sample consisted of 47 companies, was divided into two groups: members of the ISE 35 companies and 12 companies in the Bovespa. We used 15 variables divided into four groups: a) creation of value, b) social responsibility, c) Investment d) economic and financial performance. The data collected were tabulated and submitted to univariate, bivariate and multivariate analysis with the aid of SPSS (Statistical Package for Social Science). We used the nonparametric correlation coefficient Spearman to investigate possible associations between the factors of investment in sustainability, social responsibility, value creation and financial performance and non-parametric test comparing two independent groups the Mann-Whitney test to analyze quantitative characteristics for the groups studied. To determine whether the differences and associations found are statistically significant, we considered the significance level of 5%. The results show that we can not say, in general, that "sustainable enterprises" most profitable to the investor. With respect to value creation, there is no significant difference between the value of stock returns, the variation VM / VP and the abnormal returns observed for the companies participating in the ISE than those who do not participate in index over the period evaluated. The social investments, in turn, impact in reverse to create value in order that the companies that invested in the social sphere showed the lowest value creation and firms with low frequency in the ISE membership tend to have higher establishment of value. The financial performance, it was observed that is independent of social responsibility and sustainability investments.

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

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

ADR - *American Depositary Receipt*

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento

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

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CA - Concentração Acionária

CISE - Conselho Deliberativo do ISE

CMMA - Comissão Mundial Sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento

CNUMAD - Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento

DFs - Demonstrações Financeiras

DJSI - *Dow Jones Sustainability Group Indexes*

EBITDA - *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*

FGV-EAESP - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas

GRI - *Global Reporting Initiative*

GVCES - Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getulio Vargas

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Ibovespa - Índice Bovespa

IBrX - Índice Brasil

IBrX-50 - Índice Brasil 50

ICO₂ - Índice Carbono Eficiente

ICON - Índice de Consumo

IEE - Índice de Energia Elétrica

IFC - *International Finance Corporation*

IFNC - Índice Financeiro

IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

IGCT - Índice de Governança Corporativa Trade

IA - Investimento Ambiental

IBASE - Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas
II - Investimento em Inovação
IMOB - Índice Imobiliário
INDX - Índice do Setor Industrial
IPO - *Initial Public Offering*
IS - Investimento Social
ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISR - Investimento Socialmente Responsável
ITAG - Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado
ITEL - Índice Setorial de Telecomunicações
IVBX-2 - Índice Valor BM&FBOVESPA
LPA - Lucro por Ação
M/B - *Market-to-book ratio*
MLCX - Índice Mid-Large Cap
OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico
ONU - Organização das Nações Unidas
OSCIP - Organização da Sociedade Civil de Interesse Público
PL - Patrimônio Líquido
PNUMA - Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente
RA - Retorno Acionário
RAN - Retorno Anormal
ROA - Retorno sobre o Ativo
ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido
RSC - Responsabilidade Social Corporativa
RSE - Responsabilidade Social Empresarial
SC - Sustentabilidade Corporativa
SMLL - Índice Índice Small Cap
TBL - *Triple Botton Line*
TM - Tamanho
VM - Valor de Mercado
WBCSD - *World Business Council for Sustainable Development*
WCED - *World Commission on Environment and Development*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquema do Referencial Teórico	25
Figura 2 – Modelo da visão dos <i>stakeholders</i>	27
Figura 3 – Dimensões-chave do valor ao acionista.....	33
Figura 4 – Modelo de valor sustentável.....	34
Figura 5 – Relação entre os determinantes contemporâneos de criação de valor, o desempenho econômico-financeiro e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no contexto das teorias dos <i>stakeholders</i> e <i>shareholders</i>	35
Figura 6 – Desenvolvimento sustentável: representações	42
Figura 7 – Dinâmica da Inovação e o Processo de criação de Valor	45
Figura 8 – Esquema da distribuição dos grupos das variáveis e as hipóteses.....	83
Figura 9– Modelo Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil	98
Figura 10 – Modelo esquemático do teste de hipótese proposto por Silveira (2002)	99
Figura 11 – Construção de hipóteses do modelo	100

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Índices de Sustentabilidade no Mercado Internacional.....	65
Quadro 2 – Carteira ISE – 2011	69
Quadro 3 – Carteiras ISE BOVESPA - 2005 a 2010	70
Quadro 4 – Resumo de Estudos Empíricos - Desempenho Socio-Ambiental e Financeiro no Âmbito Internacional	76
Quadro 5 – Resumo de Estudos Empíricos - Desempenho Socioambiental e Financeiro e Estudos Correlatos Realizados no Brasil	79
Quadro 6 – Amostra: Empresas do ISE e da Bovespa	82
Quadro 7 – Variáveis de Criação de Valor	84
Quadro 8 – Variáveis Independentes de Responsabilidade Social.....	87
Quadro 9 – Classificação setorial de acordo com a dimensão ambiental.....	89
Quadro 10– Variáveis Relativas de Investimento.....	91
Quadro 11 – Variáveis Dependentes de Desempenho Econômico Financeiro	93
Quadro 12 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa	96
Quadro 13 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa com embasamento teórico	97
Quadro 14 – Participação das empresas nas variáveis de Criação de Valor, Responsabilidade Social e Desempenho econômico-financeiro	143
Quadro 15 – Participação das empresas do ISE nos investimentos	144

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Carteiras ISE 2005-2010	69
Tabela 2 – Distribuição das empresas por ano segundo participação no ISE	104
Tabela 3 – Caracterização das empresas.....	105
Tabela 4 – Análise descritiva do tamanho e do controle acionário.....	106
Tabela 5 – Análise descritiva das características da criação de valor das empresas ..	107
Tabela 6 – Análise descritiva das características de desempenho econômico-financeiro	108
Tabela 7 – Análise descritiva das características de investimento em sustentabilidade	109
Tabela 8 – Retorno acionário em relação às características de responsabilidade social	111
Tabela 9 – Variação da razão do valor de mercado em relação ao valor do patrimônio líquido, segundo as características de responsabilidade social	112
Tabela 10 – Retorno anormal em relação aos fatores de responsabilidade social	113
Tabela 11 – Correlação entre os fatores de responsabilidade social e criação de valor	114
Tabela 12 – Variação do lucro por ação (Δ LPA) em relação às características de responsabilidade social.	115
Tabela 13 – Variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA) em relação às características de responsabilidade social	116
Tabela 14 – Variação do ROE em relação às características de responsabilidade social	117
Tabela 15 – Correlação entre os fatores de responsabilidade social e desempenho financeiro.....	118
Tabela 16 – Correlação entre os fatores de investimento e criação de valor	119
Tabela 17 – Correlação entre os fatores de investimento e desempenho financeiro ...	120
Tabela 18 – Sumário dos Resultados Obtidos a Partir do Modelo Revisado	121
Tabela 19 – Comparação das empresas ISE x Não ISE em relação à criação de valor	122
Tabela 20 – Comparação das empresas ISE x Não ISE em relação ao desempenho financeiro.....	123

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Problema de Pesquisa	21
1.2 Objetivos	22
1.2.1 Objetivo Geral	22
1.2.2 Objetivos Específicos:	23
1.3 Justificativa.....	23
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	25
2.1 Teoria dos <i>Stakeholders</i> e Teoria dos <i>Shareholders</i>.....	26
2.2 A criação de valor e os determinantes contemporâneos de criação de valor ..	30
2.2.1Sustentabilidade e Desenvolvimento Sustentável	36
2.2.2 Inovação.....	41
2.2.3 Responsabilidade Social	45
2.2.4 Governança.....	52
2.3 Mercado de capitais	56
2.3.1 Contexto nacional do mercado de capitais.....	56
2.3.1.1 Experiências recentes de empresas brasileiras no mercado de capitais: Natura e Suzano	57
2.3.2 Ferramentas para análise de ações como opção de investimentos.....	58
2.3.3 Eficiência do mercado de capitais	61
2.3.4 Índices de ações.....	63
2.3.4.1 Índices de ações do mercado internacional	63
2.3.4.2 Índices de ações do mercado brasileiro	65
2.3.4.2.1 Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).....	66
2.3.4.2.2 Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC	71
2.3.4.2.3 Índice de Governança Corporativa Trade - IGCT.....	73
2.3.4.3 Outros Índices	73

2.4 Estudos Empíricos – Desempenho Sócio-Ambiental e Financeiro	74
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	80
3.1 Tipo de Pesquisa.....	80
3.2 Coleta de Dados	81
3.3 Unidades de análise e de observação	81
3.4 Universo e Amostra de Pesquisa.....	81
3.5 Variáveis e Fontes de Dados.....	83
3.5.1 Variáveis de criação de valor	84
3.5.1.1 Retorno Acionário (RA).....	84
3.5.1.2 M/B (<i>Market-to-book ratio</i>).....	85
3.5.1.3 Retorno Anormal (RA_N).....	86
3.5.2 Variáveis Independentes de Responsabilidade Social	87
3.5.2.1 Adesão ao ISE	87
3.5.2.2 Tamanho das empresas.....	88
3.5.2.3 Setor de Atividade	88
3.5.2.4 Concentração Acionária	89
3.5.2.5 Emissão de ADR (<i>American Depositary Receipt</i>).....	90
3.5.2.6 Propriedade Estatal.....	90
3.5.3 Variáveis Independentes de Investimento	90
3.5.3.1 Variação do Investimento em Inovação	91
3.5.3.2 Variação do Investimento Ambiental.....	92
3.5.3.3 Variação do Investimento Social.....	92
3.5.4 Variáveis Dependentes de Desempenho Econômico Financeiro	93
3.5.4.1 Variação do Lucro por Ação.....	93
3.5.4.2 Variação do Retorno sobre o Ativo.....	94
3.5.4.3 Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido	94
3.5.4.4 Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa	95
3.6 O Modelo e a Construção de Hipóteses	97
3.6.1 Coeficiente de correlação não paramétrico de Spearman.....	101

3.6.2 Teste não paramétrico de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney	101
3.6.3 Nível de significância	102
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	103
4.1 Metodologia de análise	103
4.2 Estatísticas descritivas da amostra.....	104
4.3 Associação entre as características empresariais.....	110
4.4 Comparação: Empresas ISE x Não ISE (2005-2010).....	122
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO.....	124
5.1 Limitações da pesquisa	128
5.2 Sugestões para pesquisas futuras	128
REFERÊNCIAS.....	129
APÊNDICES	141

1 INTRODUÇÃO

Sustentabilidade tem sido tema de debates há algumas décadas. Entretanto, recentemente, intensificou-se a discussão de maneira estimulante, por parte de vários grupos: profissionais, ambientalistas, acadêmicos, administradores, enfim, a sociedade em geral.

Temas correlatos, como desenvolvimento sustentável, responsabilidade social empresarial, cidadania e governança corporativa, conflitos de agência, valores como a ética nos negócios e a transparência, mercado de capitais, criação de valor para os acionistas, a relação entre *stakeholders*¹ e *shareholders*², sob a égide da sustentabilidade, serão abordados no desenvolvimento deste estudo.

O termo sustentabilidade, conforme Ferreira (2004), é definido como uma “qualidade sustentável”, ou seja, “capaz de se manter mais ou menos estável, ou constante por um longo período”. Atualmente, pode ser identificado como um conceito sistêmico, que se encontra cada vez mais em evidência e que se relaciona continuamente com aspectos econômicos, sociais, culturais e ambientais da sociedade humana.

Para muitos autores, o conceito de sustentabilidade ainda está em construção, mas o que tem sido mais difundido refere-se à sua origem, à definição dada pela Comissão de Desenvolvimento e Meio Ambiente da Organização das Nações Unidas (ONU), Comissão Brundtland³, em 1987, acerca do desenvolvimento sustentável. É universalmente aceito como “aquele que atende as necessidades do presente sem comprometer as possibilidades de gerações futuras atenderem suas próprias necessidades” (CMMA, 1991, p. 46). Foram progressivamente introduzidos a esse conceito, fatores de gestão estratégica, a questão da preservação ambiental, bem-estar social ou os direitos humanos (MONEVA; RIVERA; MUNOZ, 2007).

¹ *Stakeholders* - significa “parte interessada” e é um tema pouco mais amplo que os *shareholders*.

² *Shareholders* - significa “acionistas”, é um termo utilizado para designar todos aqueles que possuem parte da empresa ou da organização.

³ Comissão Brundtland ou Relatório Brundtland ou Relatório da Comissão Mundial para o Meio Ambiente e Desenvolvimento das Nações Unidas, presidida pela Primeira Ministra da Noruega Gro Harlem Brundtland em 1987. Esse Relatório também é conhecido como “Nosso Futuro Comum”.

Campos e Lemme (2008) afirmam que, nos últimos anos, a associação entre Finanças e Sustentabilidade Corporativa (SC) ganhou relevância. Os gestores de ativos financeiros buscam alternativas para a inclusão de aspectos sociais e ambientais na seleção de carteiras de investimentos, por meio da incorporação dos conceitos de *Triple Bottom Line* e Investimento Socialmente Responsável (ISR).

Na área de Finanças Corporativas, segundo Assaf Neto (2009), há demandas relacionadas a várias responsabilidades para os administradores, sendo que as decisões financeiras corporativas podem afetar as empresas, tanto no segmento externo quanto no interno, além de refletir sobre os vários interesses da empresa. Essas decisões devem ser reportadas não só aos acionistas, mas a todos os *stakeholders* (partes interessadas).

Dentro do contexto das empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial, as teorias dos *stakeholders* e *shareholders* são aspectos importantes, pois auxiliam na compreensão do ambiente em que essas empresas estão inseridas e na análise dos determinantes de criação de valor para essas organizações.

Boaventura *et al.* (2008) postulam que há discussões contemporâneas e polêmicas envolvendo a Teoria da Firma (ou teoria dos *shareholders*) e a Teoria dos *Stakeholders* e que um dos aspectos centrais dessas discussões refere-se à função-objetivo das empresas. A primeira tem como referência a obra de Freeman (1984), cuja abordagem é mais sociológica. A segunda referencia a obra de Friedman (1962), Nobel de Economia, que remonta ao século XVIII. Defende que a empresa possui um único objetivo: o desempenho econômico.

De acordo com Andrade e Rossetti (2009), num ambiente de governança, devem ser considerados três elementos importantes: a criação de valor, a harmonia de interesses e a promoção do crescimento econômico. Cabe ainda salientar que esses elementos integrados são capazes de criar um círculo virtuoso. Além disso, são importantes para a proposição deste estudo.

O ambiente onde as organizações estão inseridas está mais competitivo a cada dia devido a diversos fenômenos, como: globalização, desregulamentação do mercado, fusões, aquisições, privatizações, dentre outros.

A globalização, os desastres ambientais e as mudanças de larga escala industrial têm gerado novas preocupações e expectativas entre os cidadãos, consumidores, órgãos governamentais e investidores sobre o impacto da atividade econômica sobre o desenvolvimento sustentável (MONEVA; ORTAS, 2010).

Tachizawa (2009, p.67) afirma que “a responsabilidade social está se transformando num parâmetro referencial de excelência para o mundo dos negócios e para todo o Brasil corporativo”. Esse conceito relaciona-se ao da governança corporativa e ao de gestão empresarial, num ambiente cada vez mais complexo e competitivo e converge também com estratégias de sustentabilidade de longo prazo.

Nesse contexto, estão as sociedades por ações, ao intensificar a pressão dos acionistas por maiores retornos. O desafio é ainda maior quando se trata de aliar a busca por maiores retornos à questão da sustentabilidade.

Nesse sentido, conforme preconizado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), empresas sustentáveis tendem a gerar valor para o acionista no longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais. A Bovespa e outras instituições, tais como: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), *International Finance Corporation (IFC)*⁴, Instituto Ethos e Ministério do Meio Ambiente, decidiram criar um índice de ações, denominado ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) para ser um referencial (“*benchmark*”)⁵ para os investimentos socialmente responsáveis (BOVESPA, 2010).

⁴ IFC – *International Finance Corporation* – Corporação Financeira Internacional.

⁵ *Benchmark* - Expressão do inglês que pode ser traduzida por “ponto de referência” ou “termo de comparação”. No vocabulário financeiro, *benchmark* significa indicador usado para comparar o desempenho de um investimento.

Cabe ressaltar que o ISE teve seu início registrado em 2005 e tem como principal objetivo, de acordo com a Bovespa (2011), “refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial”. Além disso, procura atuar como “promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro”.

Quanto às vantagens acerca da integração de empresas no ISE, a Bovespa anuncia: são reconhecidas pelo mercado como empresa que atuam com responsabilidade social corporativa, sustentabilidade no longo prazo e são reconhecidas por se preocuparem com o impacto ambiental das suas atividades. Em suma, o ISE refere-se a “um selo de qualidade” (BOVESPA, 2011). Para que sejam integradas ao ISE, torna-se necessário responder a um questionário proposto pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVCES), além de atender a uma série de requisitos para que sejam classificadas.

Outros elementos, como inovação, marketing verde, ecoeficiência, estão cada vez mais presentes no cotidiano das organizações sustentáveis. Assim, novos modelos de gestão passam a se tornar aspectos centrais das estratégias empresariais.

Para Hart e Milstein (2004, p.2), a descrição para empresa sustentável está pautada em três vertentes e corresponde a “aquela que contribui para o desenvolvimento sustentável ao gerar, simultaneamente, benefícios econômicos, sociais e ambientais – conhecidos como os três pilares do desenvolvimento sustentável”.

Um dos maiores desafios deste novo milênio está relacionado à sustentabilidade, ao fazer com que as forças de mercado protejam e melhorem a qualidade do ambiente, com a ajuda de padrões baseados no desempenho e com o uso criterioso de instrumentos econômicos, num quadro harmonioso de regulamentação. O novo contexto econômico caracteriza-se por uma postura diferenciada dos clientes, voltada à expectativa de interação com organizações que valorizam a ética, uma boa imagem institucional no mercado, e cuja atuação seja de forma ecologicamente responsável (TACHIZAWA, 2009).

Cabe ainda abordar um estudo realizado por Nunes, Teixeira e Nossa (2009), em que os autores procuraram investigar, no âmbito brasileiro, a análise de variáveis, como: tamanho das empresas, setor de atividade, concentração acionária, que influenciam a adesão das empresas ao Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial. Assim, pretende-se analisar os determinantes de criação de valor, no âmbito das empresas de capital aberto, de sociedade anônima, que integram o ISE Bovespa.

Especificamente para este estudo, o modelo de empresa a ser analisado refere-se ao modelo de gestão ambiental e de responsabilidade social corporativa. As empresas sustentáveis, além de se relacionarem com a criação de valor, estão também relacionadas com diversos outros determinantes.

1.1 Problema de Pesquisa

De acordo com Gil (2009, p. 27), “ao formular perguntas sobre o tema, provoca-se a sua problematização”. Partindo de alguns questionamentos, procura-se identificar quais são as determinantes de criação de valor em empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial.

Rappaport (1998) aborda que a avaliação da empresa com o intuito de gerenciá-la, com base na evolução do seu valor, tem sido preocupação atual de praticamente todos os principais executivos. Isso faz com que a criação de valor para o acionista se torne o padrão global para mensuração da empresa.

Empresas sustentáveis relacionam-se com a criação de valor e com diversos outros fatores: sustentabilidade, responsabilidade social, inovação e competitividade, governança corporativa etc. Tais empresas criam valor adicional para os acionistas? A responsabilidade social e sustentabilidade são fatores determinantes para a criação de valor? Quais variáveis podem ser identificadas dentro desse contexto? É necessário que essas empresas sejam inovadoras e competitivas? As empresas consideradas sustentáveis apresentam desempenho econômico-financeiro

semelhante, superior ou inferior em relação a outras empresas de capital aberto, que têm ações negociadas na Bovespa? Qual a relação das empresas que mais participaram do ISE com as questões da criação de valor, com a sustentabilidade, com a responsabilidade social, com os aspectos inerentes ao investimento ambiental, ao investimento social, a inovação e o desempenho financeiro?

À luz do que foi exposto, a questão norteadora que se apresenta para esta dissertação consiste em: **empresas que integram o ISE (Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial) criam valor adicional para os acionistas e apresentam desempenho econômico-financeiro superior em relação a outras empresas de capital aberto que têm ações negociadas na Bovespa?**

Pretende-se, ao responder a tais questionamentos, analisar as variáveis que estão relacionadas com a criação de valor e com o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o ISE (Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial), no período de 2005 a 2010.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

O presente trabalho tem como objetivo geral analisar se as variáveis de responsabilidade social e de investimento determinam a criação de valor e se afetam positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período 2005 a 2010.

1.2.2 Objetivos Específicos:

A fim de que o objetivo geral pudesse ser alcançado, foram propostos os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar as variáveis dependentes de criação de valor por meio do retorno acionário (RA), M/B (*Market-to-book ratio*) e retorno anormal (RA_N);
- b) Analisar as variáveis independentes de responsabilidade social, por meio dos seguintes critérios: adesão ao ISE; tamanho (ativo total); concentração acionária; setor de atividade; ADR (*American Depositary Receipt*); propriedade estatal;
- c) Analisar as variáveis independentes de investimento, levando-se em consideração três aspectos: inovação, ambiental e social;
- d) Analisar as variáveis dependentes de desempenho econômico-financeiro, de acordo com três parâmetros, a saber: variação do lucro por ação; variação do retorno sobre o ativo e variação do retorno sobre o patrimônio líquido;
- e) Analisar os resultados de criação de valor e de desempenho econômico-financeiro das empresas do ISE, comparando-os com outras empresas que não integram o ISE (grupo de controle) e que têm ações negociadas na Bovespa.

1.3 Justificativa

Este estudo pode ser justificado de vários pontos de vista, a saber: teórico, acadêmico, empresarial, social, ambiental e econômico.

Do ponto de vista teórico, este estudo pode ser justificado por se tratar de um tema

cujo arcabouço teórico encontra-se ainda em construção, além de contribuir para uma maior reflexão acerca do tema proposto.

Do ponto de vista acadêmico, esta pesquisa mostra-se importante, porque permite uma maior abrangência em estudos acerca de sustentabilidade, governança corporativa, responsabilidade social e criação de valor. Também poderá servir como fonte de pesquisa para estudos futuros.

Justifica-se também do ponto de vista empresarial, uma vez que o objeto de estudo refere-se às empresas, do tipo sociedade anônima, de capital aberto. Cabe ainda ressaltar que este estudo poderá trazer contribuições para essas empresas, bem como para outras organizações.

E, por último, considera-se a justificativa para este trabalho sob os pontos de vista social, ambiental e econômico, uma vez que o desenvolvimento sustentável está pautado no *triple botton line*. Parte-se da premissa de que as empresas que integram o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) devam possuir compromisso com a sustentabilidade e o desenvolvimento sustentável.

Esta Dissertação encontra-se estruturada em cinco capítulos: esta introdução; referencial teórico, procedimentos metodológicos; análise e discussão de resultados; considerações finais e a conclusão, seguidas das referências, do glossário, dos apêndices e anexos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção de referencial teórico é composta por quatro temas centrais: as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*; a criação de valor e os determinantes contemporâneos de criação de valor; e o mercado de ações e estudos empíricos acerca de desempenho socioambiental e econômico-financeiro. No esquema ilustrado na FIG. 1, apresentam-se os conceitos centrais deste estudo de forma estruturada.

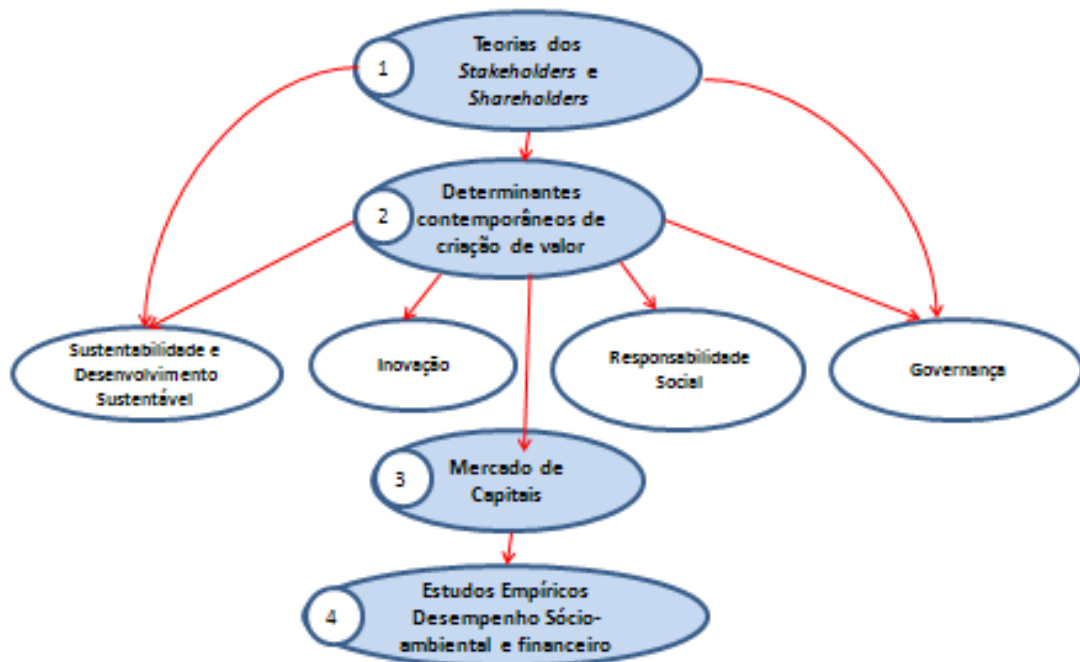


Figura 1 – Esquema do Referencial Teórico

Fonte: Elaborada pela autora

Em primeiro lugar, estudam-se as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*, as quais se relacionam com toda a estrutura, além de apresentarem uma abordagem mais abrangente, procurando mostrar a importância dessas teorias para este estudo.

Em segundo lugar, procura-se abordar os determinantes contemporâneos de criação de valor: sustentabilidade; inovação e competitividade; responsabilidade social corporativa e governança corporativa.

Em terceiro lugar, aborda-se o mercado de capitais, que contempla: o contexto nacional do mercado de capitais, ferramentas para análise de ações como opção de investimento, eficiência no mercado de capitais, índices de ações no mercado internacional e índices de ações no mercado brasileiro. Dentre estes últimos, destacam-se: o índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o Índice de Ações com Governança Diferenciada (IGC), o Índice de Ações com Governança Trade (IGCT) e outros índices, por terem relação mais direta com a pesquisa.

Em quarto lugar, são apresentados estudos empíricos de vários autores, no âmbito internacional e nacional, referentes à questão do desempenho sócio-ambiental e econômico-financeiro e à questão da criação de valor.

2.1 Teoria dos *Stakeholders* e Teoria dos *Shareholders*

É importante esclarecer os significados da teoria dos *stakeholders* e da teoria dos *shareholders*, mediante a visão de alguns teóricos, uma vez que tais teorias oferecem um embasamento teórico para esta pesquisa.

A definição de *stakeholder* mais utilizada é dada por Freeman (1984, p. 46), que define como “qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa”. Trata da relação positiva entre RSC e desempenho financeiro, em que se devem considerar os retornos, cuja otimização de resultados deve ser de todos os *stakeholders*, e não somente os resultados dos acionistas. Além disso, defende a ideia de que as empresas, ao adotarem boas práticas de sustentabilidade, têm uma melhor aceitação da sua imagem perante a sociedade. Isso traz melhor credibilidade para o mercado, proporciona impactos positivos, gera maiores lucros e, conseqüentemente, cria valor.

O termo *stakeholders*, para o Instituto Ethos (2011), é de origem inglesa e é amplamente utilizado. Refere-se a “partes interessadas, ou seja, qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar o negócio, por meio de suas opiniões ou ações, ou ser por ele afetado: público interno, fornecedores, consumidores, comunidade, governo, acionistas, etc.”

De acordo com a teoria dos *stakeholders*, para que a empresa possa manter um resultado financeiro satisfatório, é necessário que ela procure atender melhor as necessidades de todas as partes interessadas (*stakeholders*), buscando, assim, uma melhor reputação no mercado. Gitman (2002) postula que há outros objetivos da organização que não sejam apenas relacionados aos *stakeholders*. Devem ser considerados também os resultados patrimoniais e financeiros, a sustentabilidade e a função social.

A FIG. 2 apresenta o modelo da visão dos *stakeholder*, de acordo com Freeman (2000) onde os proprietários possuem uma porção (*stake*) financeira da empresa, na forma de ações ou cotas, e esperam por algum tipo de retorno por apresentar esta porção.

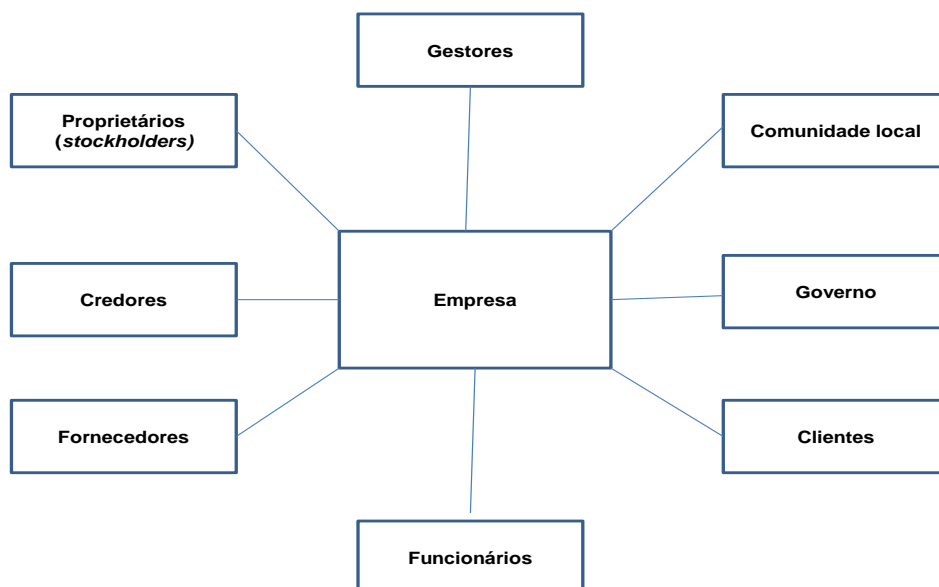


Figura 2 – Modelo da visão dos *stakeholders*

Fonte: FREEMAN, 2000 citado por MACHADO FILHO, 2002, p.92

Donaldson e Preston (1995) reconhecem três formas distintas usadas pelas empresas que envolvem os *stakeholders*: descritiva, instrumental e normativa. A primeira ocorre quando a empresa utiliza o modelo para representar e entender as suas relações e papéis nos ambientes: externo e interno. O aspecto instrumental é identificado como uma ferramenta de gestão para os administradores. Já o uso normativo surge quando a administração reconhece os interesses de todos os *stakeholders*, conferindo a estes uma importância intrínseca.

Ainda segundo os autores, o termo *stakeholder* foi utilizado inicialmente na área de administração, especificamente, em um memorando interno do *Stanford Research Institute (SRI)* em 1963. A definição inicial do termo teria o objetivo de identificar todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir.

Scholl (2002) aborda que a teoria dos *stakeholders* pode ser vista sob vários enfoques, dentre eles: a teoria da agência, a teoria de redes, a teoria dos jogos, o desempenho social das empresas, a teoria baseada em recursos, a teoria dos custos de transação, a teoria do contrato, e destaca que todas elas convergem para um ponto, cuja origem encontra-se nas ciências sociais.

Para Friedman⁶ (1970), citado por Machado Filho e Zylbersztajn (2004), os gastos com responsabilidade social podem adicionar custos para os *stakeholders*. A visão dessa corrente defende que os gestores possuem deveres para com diversos grupos, a saber: clientes, fornecedores, empregados, comunidade, sendo que todos podem ser afetados pelas decisões da firma.

As ações de responsabilidade social com base na teoria dos *stakeholders* se justificariam, de acordo com Wood⁷ (1991), citado por Nunes, Teixeira e Nossa (2009), pois o conceito básico da responsabilidade social corporativa (RSC) é que a atividade de negócios e a sociedade são entidades conectadas e não diferentes.

⁶ FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is Increase Its Profits. *New York Magazine*. New York, n. 33, p. 122-126, set. 1970.

⁷ WOOD, D. J. Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, v.16, n. 4, p. 691-718, out. 1991.

Nessa mesma linha, identifica-se a visão de Tenório (2006), ao se considerar a teoria dos *stakeholders* como uma visão sistêmica, que aborda a interação das empresas com os vários agentes envolvidos e como estas podem influenciar o meio ambiente.

Nunes, Teixeira e Nossa (2009, p.3-4) observam que a teoria dos *stakeholders* aproxima-se do conceito de responsabilidade social corporativa (RSC), utilizada por Carrol⁸ (1979), ao identificar “vantagens estratégicas para adoção de uma administração voltada para os interesses de todos os grupos envolvidos direta e indiretamente nas atividades da empresa”.

Já a segunda vertente, a teoria dos *shareholders*, refere-se à função-objetivo, que é a maximização dos lucros, a preocupação em proporcionar um maior retorno para o acionista. Além disso, está relacionada à teoria da firma, que teve sua origem no século XVIII, com o nascimento da Ciência Econômica, tendo referência a obra de Adam Smith⁹. Para a teoria dos *shareholders* destaca-se a obra de Friedman¹⁰ (1962).

Conforme Brealey e Myers (1995), a Teoria dos *shareholders*, também conhecida como a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, está relacionada com as teorias de finanças e de economia, em que o administrador financeiro deve agir em interesse dos proprietários com objetivo de maximizar sua própria riqueza. Assim, para a teoria dos *shareholders*, os interesses são voltados para os acionistas.

Para Mcguire, Sundgren e Schneeweis, a teoria dos *shareholders* também compreende que o alto nível de responsabilidades resulta em custos adicionais, colocando, assim, as empresas em desvantagem econômica se comparadas com outras empresas que possuem menos ações e práticas de responsabilidade social.

Santos (2010) defende que essas duas correntes teóricas são antagônicas, pois, enquanto a primeira, também conhecida como a teoria dos grupos de interesse,

⁸ CARROLL, A. B.. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance,' *Academy of Management Review*, v. 4, n.4, p.497-505, 1979.

⁹ SMITH, Adam. A riqueza das nações. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

¹⁰ FRIEDMAN, M. Capitalism and Freedom. Chicago: University of Chicago Press, 1962.

defende a ideia de que a empresa deve criar valor para seus clientes (internos e externos), fornecedores, bancos, governo e sociedade em geral; a segunda teoria, a teoria dos *shareholders*, compreende que a empresa deve priorizar o máximo de valor da empresa para seus acionistas, através da ação de seus administradores.

Por último, ressalta-se que as teorias dos *stakeholders* e *shareholders* são aspectos importantes na abordagem de empresas sustentáveis, uma vez que auxiliam na compreensão do contexto em que essas empresas estão inseridas. Por sua vez, essas teorias auxiliam também no estudo dos determinantes de criação de valor, que é assunto da próxima seção.

2.2 A criação de valor e os determinantes contemporâneos de criação de valor

A busca de valor para os acionistas, embora derive de um conceito bem antigo, consiste em objetivo fundamental para a empresa moderna. De acordo com Assaf Neto (2009, p. 146), “os acionistas têm a expectativa de que a empresa gere um retorno superior ao custo dos recursos investidos, promovendo uma valorização em seu valor de mercado, ou seja, a criação de riqueza”.

Assaf Neto (2009) diferencia os termos criação de valor e criação de riqueza. O primeiro “é identificado nos próprios resultados levantados pela empresa e expressos em seus diversos relatórios financeiros, como consequência das várias estratégias e políticas adotadas”. O segundo termo está relacionado, sobretudo, ao valor de mercado formado com base nas expectativas dos investidores em ações.

A criação de valor econômico é o principal indicador de agregação de riqueza e que se realiza através da aplicação de estratégias financeiras eficientes. Ainda conforme o autor: “para avaliar a capacidade de agregação de valor da empresa, são desenvolvidos direcionadores de valor dos negócios, cobrindo as diversas variáveis das estratégias selecionadas por sua administração” (ASSAF NETO, 2009, p. 147).

Nessa mesma linha, Antunes e Procianoy (2003) afirmam que, por meio da análise do valor das ações das empresas, é possível constatar a criação de valor, sendo necessário analisar as variações no preço das ações. Tais variações podem ocorrer devido às informações ou divulgações das demonstrações financeiras ou mesmo devido às decisões de investimento. Essas informações, segundo Procianoy e Antunes (2001), devem atender às exigências legais e às expectativas dos seus participantes. Além disso, informações relevantes afetam o fluxo de caixa da firma e as expectativas futuras dos investidores, interferindo no processo de precificação de títulos.

Carlsson (2001) expõe três proposições fundamentais relacionadas com a propriedade e a criação de valor: i) o mercado como processo de “destruição criadora” e inovações contínuas; ii) a firma como centro de aprendizagem e iii) a questão da propriedade e risco.

A primeira proposição refere-se ao processo de criação e destruição de valor, que citando a concepção de Schumpeter, procura compreender a natureza fundamental do capitalismo e os pré-requisitos externos da criação de valor, com incessante renovação e com inovações de todos os tipos: novos produtos, novos processos tecnológicos, novos conceitos de serviços, novas formas de organizações.

A segunda proposição relaciona as empresas ou firmas num mercado de competição no qual esse processo por si só não garante a sustentabilidade e o sucesso das companhias. O sucesso vai depender da habilidade das empresas em lidar com o processo, com os desafios de inovações incessantes gerados pelo ambiente de mercado.

A terceira proposição expõe o negócio e os processos de criação de valor para muitos tipos de riscos, a saber: riscos específicos do próprio negócio, organizacionais, financeiros, políticos, legais, riscos relacionados a seguros. Van Horne (2002) postula que o elemento realmente importante na maximização do preço da ação é o risco empresarial e que o elevado retorno de um projeto pode também aumentar o risco da empresa.

A ocorrência de risco é definida por Van Horne (1975, p. 98) “como a instabilidade dos possíveis retornos de um projeto de investimento”. O autor ainda distingue risco de incerteza: o primeiro envolve situações cujas probabilidades de ocorrências são conhecidas, já para as condições de incerteza, as probabilidades são desconhecidas.

A maximização da riqueza dos acionistas pode, algumas vezes, conflitar com os objetivos dos gestores das empresas, notadamente em empresas de grande porte. Esse fato tipifica o conflito de agência descrito por Jensen e Meckling¹¹ (1976), em que os acionistas (principais) apenas conseguirão que os administradores (agentes) tomem as melhores decisões caso seja concedido um conjunto de incentivos pelos resultados alcançados, além de exercerem um monitoramento maior da gestão. Caso contrário, “os acionistas passam a conviver com uma situação de destruição de valor, em virtude de posições conflitantes dos gestores em relação aos seus interesses de maximização de riqueza” (ASSAF NETO, 2009).

De acordo com Camargos, Silva e Dias (2009), o objetivo principal da área de finanças é a maximização da riqueza dos proprietários das empresas, sendo apropriadas as decisões de investimento, de financiamento e de destinação dos lucros (política de dividendos). Nesse contexto, as práticas de governança corporativa e de responsabilidade sócio-ambiental são cada vez mais valorizadas e encaradas como solução para vários problemas organizacionais e empresariais. Os autores abordam o crescimento sustentável das empresas e o considera uma vertente na área de finanças. Passa a surgir um campo denominado “finanças comportamentais”, que está associado às finanças sustentáveis, e que resgata os conceitos sobre a ‘racionalidade limitada’, bem como o comportamento dos gestores no cotidiano empresarial e de mercado, combinando a Teoria Econômica Clássica aos estudos da Psicologia Humana e da Neurociência (CAMARGOS; SILVA; DIAS, 2009).

¹¹JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98060106.pdf?abstractid=94043>>.

No que se refere à criação de valor para o acionista, Hart e Milstein (2004) propõem um modelo multidimensional que é ilustrado por meio das FIG. 3 e FIG. 4. A primeira refere-se às dimensões-chaves do valor para o acionista. Já a segunda corresponde ao modelo de valor sustentável. Ambas as figuras são compostas por quatro quadrantes e permitem vislumbrar os diferentes estágios para agregação de valor aos acionistas, a partir da sustentabilidade.

As dimensões-chaves são: inovação e reposicionamento, caminho de crescimento e trajetória, custo e redução de custo, reputação e legitimidade. As duas primeiras dimensões têm foco no longo prazo, enquanto a redução de custo, reputação e legitimidade visam ao curto prazo. Voltados para o ambiente interno, encontram-se os aspectos inovação e reposicionamento, no quadrante superior esquerdo, tendendo para o mercado do futuro. Custo e redução de custo, no quadrante inferior esquerdo, tendem para o mercado presente. De maneira análoga, caminho de crescimento e trajetória, localizado no quadrante superior direito, as empresas posicionam-se para o mercado do futuro, enquanto reputação e legitimidade tendem para o mercado presente, ao mesmo tempo, voltados para o ambiente externo.

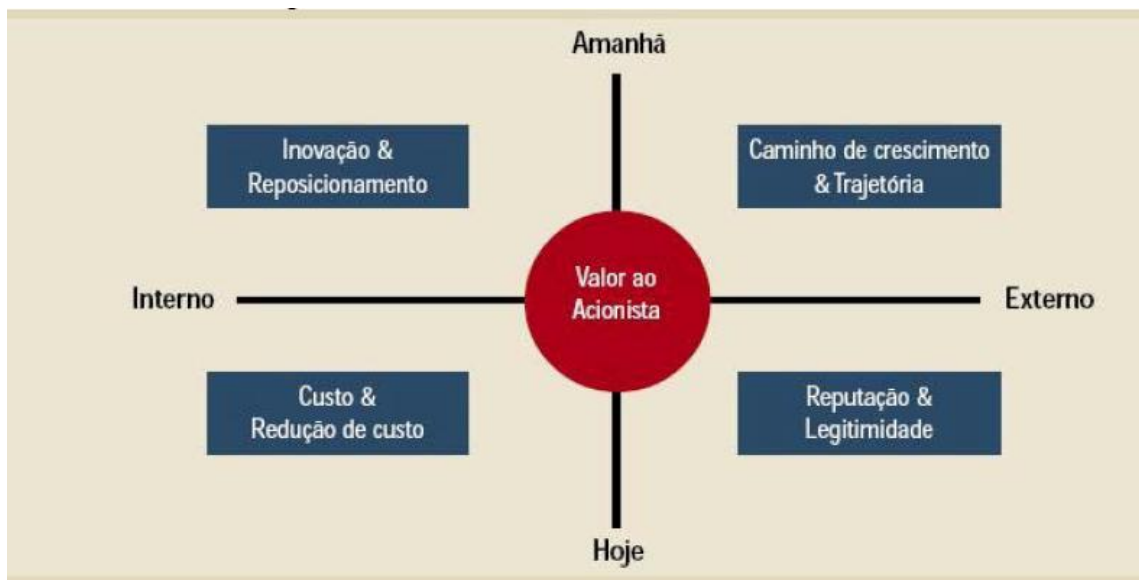


Figura 3 – Dimensões-chave do valor ao acionista

Fonte: HART; MILSTEIN, 2004, p. 67

Hart e Milstein (2004, p.66) abordam que o eixo vertical “reflete a necessidade simultânea que a empresa tem de manter os negócios atuais e de criar a tecnologia

e os mercados de amanhã”. Além disso, essa dimensão captura a tensão representada pela necessidade de alcance de resultados no curto prazo ao mesmo tempo em que pensa no crescimento futuro da empresa – tipifica o tempo (curto prazo e longo prazo). Já o eixo horizontal tipifica o ambiente (interno e externo) no qual o valor ao acionista é posicionado e “reflete a necessidade de crescimento da empresa e de proteger as habilidades e potenciais organizacionais internos, e, ao mesmo tempo, de infundir na empresa novas perspectivas e conhecimentos vindos de fora” (HART; MILSTEIN, 2004, p. 67), conforme indica a FIG. 4.

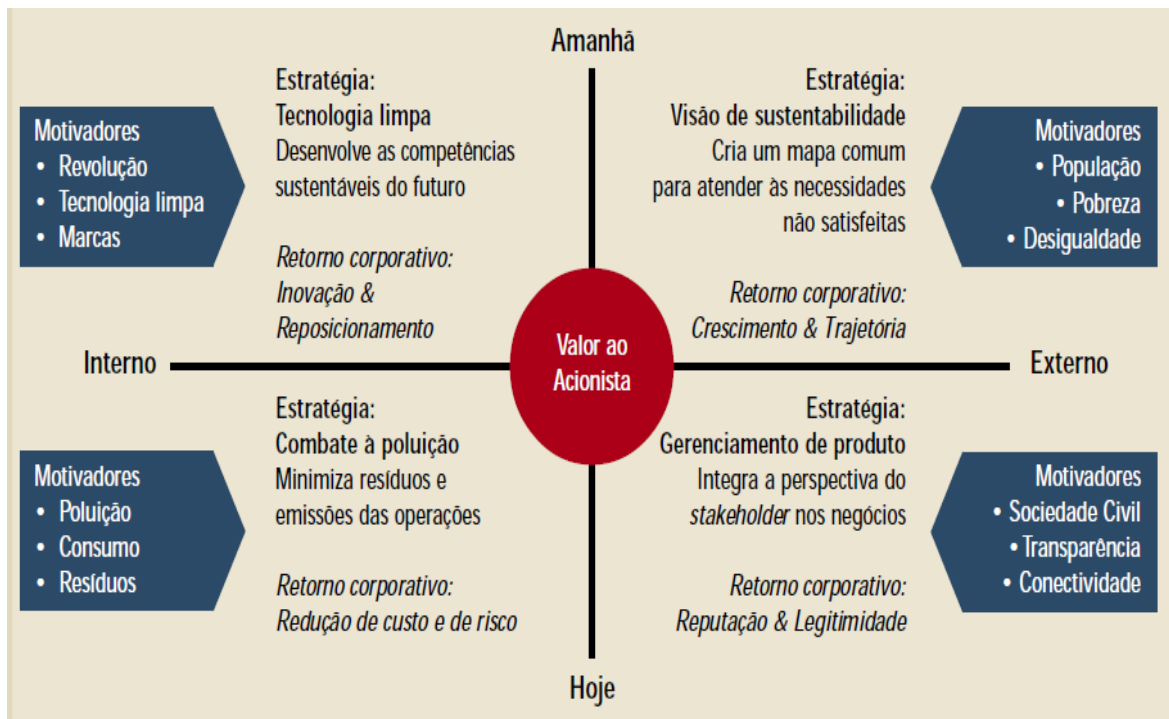


Figura 4 – Modelo de valor sustentável

Fonte: HART; MILSTEIN, 2004, p. 71

As empresas que estão começando a se engajar na agenda de sustentabilidade encontram-se nos quadrantes inferiores, enquanto aquelas com um maior grau de maturidade identificam-se com os quadrantes superiores, conforme FIG. 3 e FIG. 4. Quanto ao modelo de valor sustentável, considerando o longo prazo, destaca-se como forma de estratégia no âmbito interno, a tecnologia limpa. Percebe-se que podem ocorrer “externalidades positivas” com o bom uso dessa tecnologia. Muito se tem falado sobre o marketing verde e diversas empresas têm adotado essa prática como forma de mitigação dos impactos causados ao meio ambiente.

Diante do exposto, torna-se necessário relacionar a criação de valor para as empresas que integram o ISE a diversos fatores, além de auxiliar a compreender como as variáveis de tais modelos poderão ser identificadas no processo de criação de valor.

A seguir, são estudados os seguintes determinantes contemporâneos de criação de valor: sustentabilidade, inovação, responsabilidade social e governança. A FIG.5 mostra a relação entre os determinantes contemporâneos de criação de valor, o desempenho econômico-financeiro e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), no contexto das teorias dos *stakeholders* e *shareholders*.

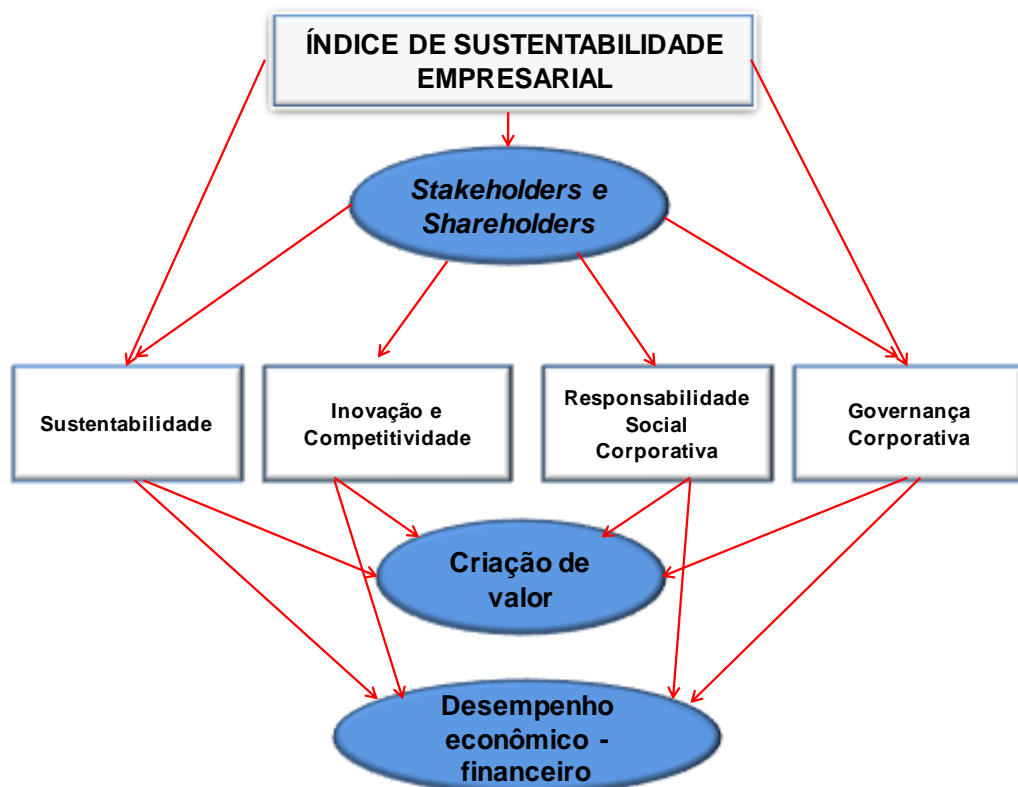


Figura 5 – Relação entre os determinantes contemporâneos de criação de valor, o desempenho econômico-financeiro e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no contexto das teorias dos *stakeholders* e *shareholders*

Fonte: Elaborada pela autora

2.2.1 Sustentabilidade e Desenvolvimento Sustentável

A descrição para sustentabilidade, conforme Merico (1996, p 141), “significa tornar as coisas permanentes ou duráveis. Desenvolvimento sustentável significaria, portanto, discutir a permanência ou durabilidade da estrutura do funcionamento de todo o processo produtivo”. Além disso, há necessidade de mudanças nos paradigmas da economia e a sustentabilidade corresponde ao novo elemento reorganizador. Inúmeros sinais indicam essa necessidade, tais como: apropriação humana dos produtos da fotossíntese, aquecimento global, ruptura na camada de ozônio, desertificação e ameaças à extinção da biodiversidade (MÉRICO, 1996).

Para Donaire (1999), a ciência econômica passou a se interessar pela questão ambiental a partir de 1950, ao reavaliar os resultados do crescimento econômico.

Libanori¹² (1990), citado por Donaire (1999), afirma que é na década de 70 que a Economia, de forma significativa, se debruça sobre as relações desenvolvimento econômico versus meio ambiente. Dois fatores, em 1972, contribuíram para isso: a publicação do Relatório do Clube de Roma, conhecido como Limites do Crescimento e a declaração sobre o Meio Ambiente aprovada na Conferência de Estocolmo, que cria o Programa das Nações Unidas para Meio Ambiente (PNUMA).

Segundo Donaire (1999), a disseminação da expressão “desenvolvimento ecologicamente sustentado” passa a existir a partir de 1987, com o Relatório de Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento ou “Nosso Futuro Comum”. É definido o desenvolvimento sustentado “como aquele que responde à necessidade do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de responder às suas necessidades” (DONAIRE, 1999, p. 40).

As principais correntes econômicas relacionadas à questão do meio ambiente são expostas por Donaire (1999): os ecodesenvolvimentistas, os pigouvianos, os neoclássicos e os economistas ecológicos.

¹² LIBANORI, A.. *A aplicação de mecanismos econômicos na política de controle da poluição*. 1990. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica (PUC). São Paulo, 1990.

A primeira corrente tem a sua origem com o termo ecodesenvolvimento, em 1972, com a Conferência sobre o Meio Ambiente. O significado, em sua forma mais elementar, consiste em “transformar o desenvolvimento numa soma positiva com a natureza, propondo que tenha por base o tripé: justiça social, eficiência econômica e prudência ecológica” (DONAIRE, 1999, p. 41).

A segunda corrente destaca Pigou e seus seguidores, que defendem que a poluição tem sua origem na falha do sistema de preços, associada à externalidade. Abordam a importância dos custos sociais no mercado competitivo ou numa situação de monopólio ou mesmo oligopólio. Esses custos sociais também são conhecidos como “princípio do poluidor pagador”, em que a empresa deve pagar pelos danos causados ao meio ambiente da mesma forma que paga por outros recursos como mão de obra, capital etc. (DONAIRE, 1999).

A terceira corrente, conforme Donaire (1999), encontra-se associada à incorporação de externalidades, isto é, se certos tipos de recursos (no caso o meio ambiente) possuem propriedade indefinida, permanecem fora do mercado de fatores e não têm preço definido. Dessa forma, não é considerado como recurso escasso e provoca superutilização pelos usuários. Libaroni¹³ (1990), citado por Donaire (1999), argumenta que os neoclássicos apresentam sugestões para determinar os direitos de propriedade sobre os recursos ambientais. Uma dessas sugestões refere-se à negociação desses direitos em mercados privados, implicando em um custo que deve ser incorporado ao custo de produção.

A quarta corrente surgiu no final da década de 80, em contraposição aos modelos de economia neoclássica e ecologia convencional. De acordo com Costanza e Daly¹⁴ (1991), citado por Donaire (1999), a Economia Ecológica tem como objetivo: agregar os estudos de ecologia e economia de forma sistemática e harmoniosa, além de buscar novos paradigmas.

¹³ LIBANORI, A.. *A aplicação de mecanismos econômicos na política de controle da poluição*. 1990. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica (PUC). São Paulo, 1990.

¹⁴ CONSTANZA, R.; DALY, H. *Toward and ecological economics: modelling ecological*. New York: Elsevier, 1991.

O conceito de sustentabilidade, conforme Lage e Barbieri (2001, p.3), “tem as raízes fincadas na Ecologia e está associado à capacidade de recomposição e regeneração dos ecossistemas”. Além disso, os autores reconhecem as dificuldades quanto à delimitação da sustentabilidade entre cada das dimensões, já que estão inseridas no contexto de uma sociedade plural. Os autores anunciam sete dimensões da sustentabilidade: a ecológica, a econômica, a social, a espacial, a cultural, a tecnológica e a política:

A primeira dimensão refere-se a questões relacionadas à gestão integrada dos recursos naturais como o manejo sustentável dos recursos, a preservação, a reciclagem, a reutilização, o combate ao desperdício, a conservação dos recursos finitos, de forma que o desenvolvimento seja possível considerando-se uma ética ambiental mais solidária com a natureza e com as gerações futuras.

A segunda dimensão, proposta por Lage e Barbieri (2001), pressupõe a complementaridade de atividades econômicas com o sistema produtivo. Já a terceira implica em atendimento às necessidades essenciais de uma sociedade: saúde, educação, habitação, infraestrutura, saneamento básico, a garantia dos direitos fundamentais do ser humano, a redução das desigualdades sociais, o combate à pobreza.

A quarta dimensão prevê a inclusão da promoção relativa à desconcentração de atividades econômicas do centro urbano, além da ampliação da infraestrutura, do atendimento às necessidades básicas da população nas áreas rurais etc. Deve agregar valor à produção local e melhorar a qualidade de vida da região.

A quinta dimensão, a dimensão cultural, inclui a contribuição para preservação da diversidade cultural e relaciona a cidadania consciente, através de valores tradicionais e éticos.

A sexta dimensão, a dimensão tecnológica, ocorre através da promoção do desenvolvimento científico e tecnológico. A sétima e última dimensão considerada por Lage e Barbieri (2001) é a dimensão política, que pressupõe a criação de condições para a participação da sociedade civil no que se refere ao planejamento e

controle social das políticas públicas relacionados ao desenvolvimento sustentável. Fazem parte dessa filosofia: contas equilibradas e responsabilidade com o patrimônio público.

João e Van Bellen (2006), numa perspectiva multidimensional, trazem para o conceito de desenvolvimento, a ideia de que sustentabilidade implica em mudanças gerais na sua maneira de avaliação. Surgem diferentes sistemas de indicadores, cujo objetivo é procurar incorporar essa “nova maneira de olhar o desenvolvimento”. Os autores abordam a utilização desses novos indicadores como ferramentas de gestão aplicadas, cuja principal função é o fornecimento de informações a respeito das condições e tendências de um determinado sistema. A avaliação quanto à evolução do sistema tem como critérios o tempo, o espaço, as metas e os objetivos fixados.

De acordo com Bessa e Carvalho (2009), a demora das organizações brasileiras em internalizar o conceito de desenvolvimento sustentável se deve à concepção, que predominou durante décadas, de que a preservação do meio ambiente e o lucro eram antagônicos e isso se refletiu em organizações de todas as partes e setores. Refutar essa concepção tem sido um processo lento, tendo-se chegado, em alguns países, na incorporação da visão de *stakeholders* nas novas estratégias de desenvolvimento.

A origem do conceito de sustentabilidade, de acordo com Barbosa (2007), encontra-se nas disciplinas de Economia Ambiental e Ética Empresarial. Entretanto, vários autores têm buscado uma concepção mais ampla do termo e a integração desse conceito à realidade corporativa. Dentre eles, destacam-se: Hart e Milstein (2004), João e Van Bellen (2006), Bessa e Carvalho (2009), Barbieri *et al.* (2010), Rico (2010) etc. Dessa forma, surgem conceitos para integrar e destacar outras responsabilidades das empresas e objetivos puramente financeiros. Os mais citados são: sustentabilidade corporativa, desenvolvimento sustentável, cidadania corporativa, responsabilidade social corporativa, performance social corporativa e *Triple Bottom Line*¹⁵ (TBL).

¹⁵*Triple Bottom Line* (TBL) ou tripé da sustentabilidade, cujas dimensões são: ambiental, social econômica e social.

A ideia de desenvolvimento sustentável começou a ser difundida na proporção em que crescia a consciência sobre o esgotamento dos recursos naturais. O termo desenvolvimento sustentável passou a existir na década de 70. Entretanto, apenas na década de 90, sua utilização foi ampliada. A partir da Conferência das Nações Unidas para o Meio Ambiente e Desenvolvimento (CNUMAD), realizada no Rio de Janeiro em 1992 é que a expressão “desenvolvimento sustentável” começou a se tornar popular (BARBIERI *et al.*, 2010).

Elkington (2001) foi quem denominou o tripé da sustentabilidade e estabeleceu os princípios norteadores das ações das empresas, que devem integrar os elementos econômicos, sociais e ambientais, como forma de desenvolver ações específicas que venham proporcionar crescimento econômico, lucratividade e, ao mesmo tempo, respeito ao meio ambiente e às pessoas.

Rico (2010) aponta para a sustentabilidade que incorpora o conceito de responsabilidade social das sociedades como um todo e das empresas que estão diretamente envolvidas nessa temática. Afirma que as empresas são os principais atores econômicos responsáveis pela impulsão do desenvolvimento de muitas nações à custa da extração de reservas naturais, de emissão de gases efeito estufa, contribuindo para o aumento da poluição do planeta. Por outro lado, as empresas são os agentes que poderão inovar e renovar as formas de produção e prestação de serviços sustentáveis, utilizando-se das mais variadas formas de tecnologias.

Os componentes fundamentais para o desenvolvimento sustentável consistem em: crescimento econômico, proteção ao meio-ambiente e igualdade social. Esses fundamentos aliados à mudança do paradigma das empresas, que tinham como único foco o lucro, passam para uma concepção de desenvolvimento sustentável, dando origem ao *Triple Bottom Line - TBL* - (BARBOSA, 2007).

Barbieri *et al.* (2010) mencionam o processo de institucionalização do desenvolvimento sustentável para as organizações em geral e, em especial, para as empresas. Argumentam que esse processo de institucionalização não teve precedente – tanto no que se refere à abrangência espacial, quanto no que se refere

à rapidez com que o conceito se tornou popular. Os autores atribuem uma explicação para esse fenômeno:

talvez uma explicação plausível possa ser encontrada na teoria institucional, que mostra que, quando novos valores são institucionalizados na sociedade e se tornam “mitos” a serem seguidos em um determinado setor, as organizações respondem a essas pressões adotando esses modelos e as práticas tidas como as melhores em um dado sistema social. (BARBIERI *et al.*, 2010, p.149).

2.2.2 Inovação

O cenário de crescente competitividade entre empresas e nações impõe a necessidade de introduzir e cultivar a noção de mudança e inovação nas organizações, deixando de ser apenas um modismo para se tornar um foco da gestão estratégica para conseguir inserção, sobrevivência e sucesso nesse ambiente turbulento e incerto (FLEURY; FLEURY, 1997).

Para Carvalho (2009), nesse cenário de competitividade, estão presentes fatores propulsores, como inovação e conhecimento, para que se possa obter vantagem competitiva. Entretanto, as empresas precisam construir competências tendo como foco a inovação.

De acordo com Leite (2005), inovação pressupõe uma nova ideia, que deve estar aliada à sua implementação, tendo por objetivo a consecução de um fim desejado. Existem muitas definições de inovação, mas basicamente inovar é ter uma ideia antes dos concorrentes e explorá-la com sucesso.

Quando uma inovação é introduzida pioneiramente por uma única empresa, seus impactos econômicos são limitados ao âmbito do inovador e, eventualmente, de seus clientes. Uma inovação só produz impactos econômicos abrangentes quando se difunde amplamente entre empresas, setores e regiões, desencadeando novos empreendimentos e criando novos mercados (TIGRE, 2006).

Barbieri *et al.* (2010) referem-se à relação entre inovação e sustentabilidade, destacando a importância de a empresa inovar considerando as três dimensões: social, ambiental e econômica. Aliar inovação à sustentabilidade reúne duplo esforço e consiste em um desafio para as organizações inovadoras e sustentáveis. Não bastam as empresas apenas inovarem, é preciso desenvolver inovação pautada no tripé da sustentabilidade.

Para Hart e Milstein (2004), ecoeficiência está entre as práticas mais básicas para as empresas sustentáveis. Consiste no uso mais eficiente de recursos naturais, no intuito de reduzir os custos econômicos e os impactos ambientais, por meio da melhoria de eficiência nos processos produtivos.

Nesse sentido, Barbieri *et al.* (2010) corrobora os estudos de Hart e Milstein (2004), em que “ecoefficiência” ou “ecoinovação” ou “inovação ecoeficiente” corresponde a “um modo de atuação que resulta da interseção de duas dimensões da sustentabilidade, a econômica e a ambiental”. (BARBIERI *et al.*, 2010, p. 151-152). A FIG. 6, a seguir, mostra os principais aspectos relacionados ao desenvolvimento sustentável e as linhas dos pilares que compõem o TBL.

Figura 1 - Desenvolvimento sustentável: representações

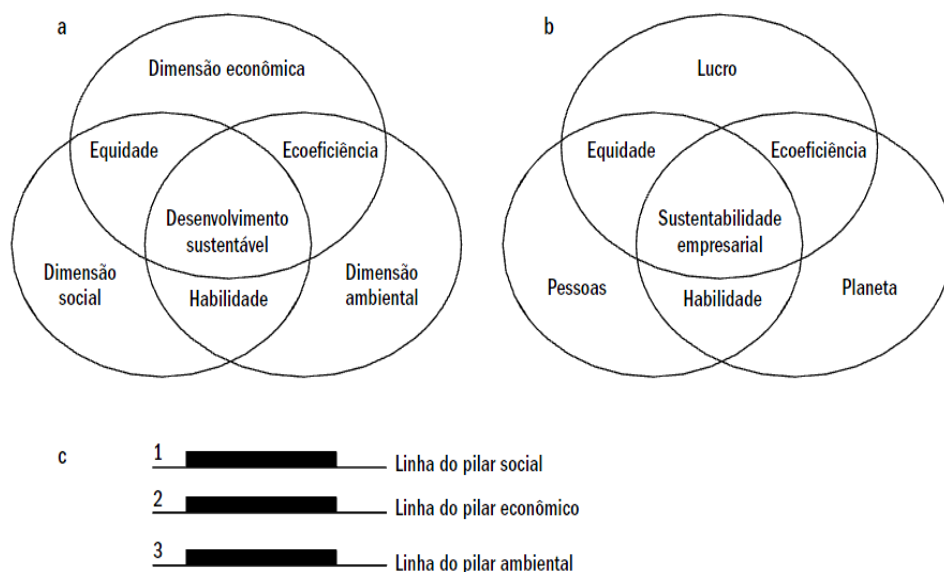


Figura 6 – Desenvolvimento sustentável: representações

Fonte: BARBIERI *et al.*, 2010, p.151

O Manual de Oslo (2005, p.55) descreve o conceito de inovação da seguinte forma:

é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas (MANUAL DE OSLO, 2005, p.55).

Cabe ressaltar que o Manual de Oslo (2005) faz referência a Schumpeter quanto à influência que exerceu sobre as teorias da inovação.

o desenvolvimento econômico é conduzido pela inovação por meio de um processo dinâmico em que as novas tecnologias substituem as antigas, um processo por ele denominado “destruição criadora” (...) Inovações “radicais” engendram rupturas mais intensas, enquanto inovações “incrementais” dão continuidade ao processo de mudança (MANUAL DE OSLO, 2005, p.36).

Inovação, para Schumpeter (1982), é sinônimo de progresso econômico e consiste essencialmente na alocação de recursos produtivos em usos ainda não experimentados. Assim, seu conceito de inovação envolve as diferentes possibilidades de introdução de novidades no sistema econômico, desde a melhoria da qualidade de um determinado bem até o estabelecimento de uma nova organização.

Além disso, conforme o Manual de Oslo (2005, p.36) menciona, Schumpeter¹⁶ (1934) propôs uma lista de cinco tipos de inovação:

i) introdução de novos produtos; ii) introdução de novos métodos de produção; iii) abertura de novos mercados; iv) desenvolvimento de novas fontes provedoras de matérias-primas e outros insumos; v) criação de novas estruturas de mercado em uma indústria.

É importante ressaltar que o Manual de Oslo (2005) relaciona a inovação ao desenvolvimento econômico e tecnológico (tanto é que menciona Schumpeter), mas não aborda a questão do desenvolvimento sustentável, assim como também não trata do tema sustentabilidade.

¹⁶ SCHUMPETER, J. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

Gallouj (2007) distingue, em uma perspectiva schumpeteriana, quatro tipos de inovação: inovação do produto-serviço, inovação de processo, inovação organizacional e inovação de relação externa. O primeiro tem uma aceção mais ampla, que permite captar produtos materiais e imateriais, por exemplo: uma nova fórmula de treinamento, um novo campo de consultoria; o segundo trata de sistemas técnicos ou de processos imateriais, como o método dos consultores; o terceiro constitui a estrutura de atendimento das atividades e dos processos; e, por último, a inovação de relação externa é definida como sendo a implantação de relações particulares com os parceiros da empresa (*stakeholders*).

As inovações tecnológicas são classificadas, de acordo com Leite (2005), em inovação incremental e radical. A primeira relaciona-se à melhoria do desempenho de um processo, produto ou serviço, objetivando aprimorar ou expandir sua aplicabilidade (exemplo: a redução do consumo energético ou do impacto ambiental no processo de produção ou na aplicação do produto) e a redução de seu custo. A segunda refere-se ao surgimento de um novo processo ou produto com desempenho, características ou atributos significativamente diferentes que impactem o mercado existente, abrindo oportunidade a novos negócios.

Num cenário de crescente competitividade entre empresas, a busca pela inovação tem se tornado cada vez mais constante, sendo que muitas delas procuram aliar esses aspectos à criação de valor, ao objetivo que é o lucro, às questões de sustentabilidade e de responsabilidade social. Nesse sentido, procura-se analisar se a inovação seria fator determinante para a criação de valor e de desempenho econômico financeiro para as empresas integrantes do ISE.

Estivalete, Madruga e Silva (2006) corroboram essa linha de pensamento, mencionando que um dos principais desafios para as organizações consiste na necessidade de incorporar em suas estratégias a perspectiva de práticas inovadoras interativas e de criação de valor tanto para os *shareholders* quanto para os *stakeholders*, em face da sustentabilidade. As autoras também apresentam as tensões propostas por Dougherty¹⁷ (2004), que são: a tensão interna e externa; a

¹⁷ DOUGHERTY, D. Organizando para a Inovação. In: CLEGG, S. R., HARDY, C., NORD, W. *Handbook de Estudos Organizacionais*. São Paulo: Atlas, 2004. v. 3. p.337-360

tensão entre o novo e o velho; a tensão entre o determinismo e a emergência de ações; a tensão entre liberdade e responsabilidade e associam essas tensões às dimensões propostas por Hart e Milstein (2004), a saber: inovação e reposicionamento; caminho de crescimento e trajetória; custo e redução de risco; reputação e legitimidade. Ressalta-se que é necessária a busca do equilíbrio entre essas tensões a fim de que o processo de inovação possa materializar-se e isso exige envolvimento e comprometimento com os *stakeholders* (Ver FIG. 7).

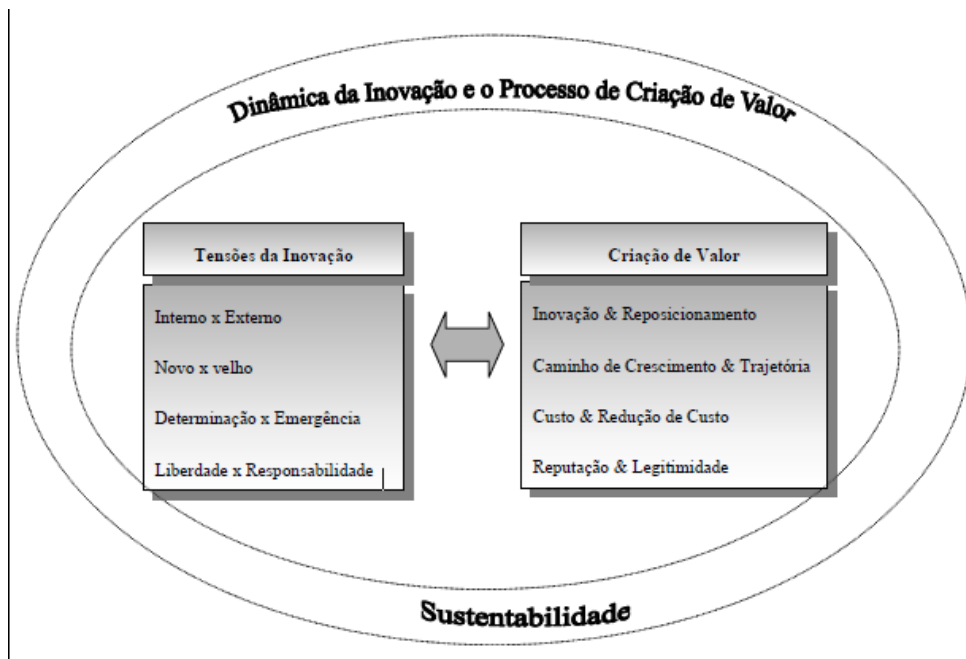


Figura 7 – Dinâmica da Inovação e o Processo de criação de Valor

Fonte: ESTIVALETE; MADRUGA; SILVA, 2006, p. 9, com base em DOUGHERTY, 2004 e HART; MILSTEIN, 2004.

2.2.3 Responsabilidade Social

A história do pensamento acerca da responsabilidade social é apresentada por Araújo (2006), a qual afirma que as ideias e ações relacionadas à responsabilidade social não são recentes e seus registros datam de séculos. Entretanto, nas últimas cinco décadas, vem ocorrendo maior difusão. As primeiras manifestações de responsabilidade social, na Europa, foram feitas por meio de movimentos sindicais.

Destaca-se o aparecimento dos primeiros pensadores e ativistas, classificados por Marx como socialistas utópicos, por meio de críticas à sociedade burguesa. Pode-se citar Robert Owen, 1771-1858, socialista utópico inglês e rico industrial, que instituiu vários benefícios para os seus empregados: a redução da jornada de trabalho para dez horas, a criação de jardins de infância para os filhos dos operários; a criação de armazéns para venda de gêneros alimentícios e outros artigos a preço de custo para os operários, além da recusa em empregar mão de obra infantil (menos de dez anos – fato inédito na época). Suas indústrias passaram a ser modelo de legislação social, tendo obtido lucros crescentes (ARAÚJO, 2006).

Tenório (2006) corrobora Araújo (2006) quanto à evolução dos conceitos de responsabilidade empresarial - o início é marcado pela década de 1950, num contexto de sociedade pós-industrial. Esse autor considera que a responsabilidade empresarial abrange os seguintes conceitos: filantropismo, voluntariado empresarial, cidadania corporativa, responsabilidade social corporativa e desenvolvimento sustentável.

Até 1950, a responsabilidade social empresarial tem em seus traços, predominantemente, a dimensão econômica, que é entendida “como a capacidade empresarial de geração de lucros, criação de empregos, pagamento de impostos e cumprimento das obrigações legais” (TENÓRIO, 2006, p. 18).

Borges¹⁸ (2001), citado por Tenório (2006), utiliza-se do termo “responsividade social”, que corresponde à ideia central de que as empresas devem apresentar respostas às demandas sociais para sobreviver, de maneira a adaptar o comportamento corporativo às necessidades sociais.

Tenório (2006) aborda que, a partir do conceito estabelecido por Borges, a responsabilidade social empresarial passa a ser compreendida como fundamental para continuidade dos negócios e argumenta que, embora a atividade empresarial seja de natureza privada, o serviço é público, portanto, deve-se atender ao interesse público.

¹⁸ BORGES, Fernanda G. *Responsabilidade social: efeitos da atuação social na dinâmica empresarial*. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

A partir de 1970 é que os trabalhos ganham maior destaque para esse tema. Tenório (2006) aborda dois trabalhos: o primeiro refere-se a Preston e Post, que propõem o termo responsabilidade pública, por entender que se trata de uma função administrativa inserida no contexto público, embora muitas vezes seja difícil delimitar o público e o privado. O segundo trabalho refere-se ao conceito dado por Carrol, que percebe a ampliação do conceito já abordado de Preston e Post. Carrol propõe um modelo piramidal que vai além da responsabilidade pública. Esse modelo abrange as dimensões econômica, legal, ética e filantrópica (TENÓRIO, 2006).

Tenório também compara a teoria do *stakeholder* como uma visão sistêmica, mostrando como a interação das companhias com vários agentes envolvidos pode influenciar o meio ambiente.

A década de 1980, com a globalização e a ideologia liberal, reveste-se de novas transformações, dentre elas, a argumentação a favor do mercado, que passa a ser o principal responsável pela regulação e fiscalização das atividades empresariais. Ao consumidor, cabe responder às empresas que desrespeitam os agentes e o meio ambiente, por meio de protestos e boicotes (TENÓRIO, 2006).

Tenório (2006) ressalta que, na década de 1990, surge novo marco, que é o conceito originado e elaborado pelo *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD), passando a responsabilidade social empresarial a fazer parte do desenvolvimento sustentável.

Tachizawa (2009) acrescenta que, na década de 90, o conceito de desenvolvimento sustentável consolida-se porque há constatação da exaustão dos sistemas naturais do planeta no sentido de absorver os efeitos da produção e do consumo. Sendo assim, torna-se inviável manter as políticas econômicas que causam danos ambientais irreversíveis. Emerge uma nova consciência, com rígida postura dos clientes, orientada para a ética, com boa imagem institucional no mercado e com atuação ecologicamente responsável.

A expressão cidadania empresarial, segundo Tenório (2006), está sendo muito usada para demonstrar o envolvimento das empresas em programas sociais de participação comunitária. O autor distingue cidadania de voluntariado empresarial: o primeiro termo representa uma atuação social bem mais ampla, enquanto que o segundo corresponde a uma forma de atuação própria da empresa, junto à comunidade.

Tenório (2006) ainda argumenta que um dos fatos que justifica a responsabilidade social por parte das empresas “é a forma instrumental, como meio de obtenção de algum tipo de benefício ou vantagem”. O governo concede benefícios através de várias formas, como por exemplo: a Lei 9470/97, que promove “o equilíbrio do desenvolvimento socioeconômico entre as diferentes regiões do país” e a Lei 8313/91, conhecida como Lei Rouanet, que autoriza patrocínios e doações de pessoas jurídicas a projetos culturais.

Segundo Melo Neto e Froes (1999), atualmente, as empresas, a fim de aumentarem as vantagens competitivas, têm buscado incorporar o conceito de responsabilidade social à estratégia de negócios. Dentre os aspectos mais destacados pelos autores, encontram-se: ganho de imagem; melhor relacionamento com o governo; fidelidade dos clientes; marca e produtos mais conhecidos; maior disposição de fornecedores em realizar parcerias, além de maior apoio; motivação, lealdade e desempenho de funcionários e de parceiros.

Lacombe (2004) aborda que a responsabilidade social não é amplamente aceita pelas empresas porque elas já contribuem com o bem-estar da sociedade ao gerarem empregos, dividendos aos acionistas, bens almejados pelos consumidores a um preço que eles estão dispostos a pagar.

Responsabilidade social vai além de ação social, uma vez que a organização deve estar completamente voltada para desenvolver a sociedade no longo prazo, e não com ações isoladas, mas com projetos contínuos. A responsabilidade social integra o desenvolvimento sustentável e, conforme o próprio nome sugere, trata das questões sociais, tendo como foco a sustentabilidade (ARAÚJO, 2006).

Van Marrewijk¹⁹ (2003), citado por Luz (2009), ressalta as diferenças entre os termos sustentabilidade e responsabilidade social, admitindo que vários autores os considerem sinônimos. No passado, o primeiro termo estaria relacionado somente a aspectos ambientais, tendo o foco sobre conflitos de interesse e estaria relacionado à criação de valor, à gestão ambiental e do capital humano, do sistema de produção limpo etc. Já o segundo termo refere-se a questões sociais, concentra-se na questão do relacionamento entre pessoas e organizações, na questão da transparência e do diálogo com grupos de interesse.

Ashley, Coutinho e Tomei (2000) consideram que o conceito de responsabilidade social corporativa vem consolidando-se como interdisciplinar, multidimensional e está associado a uma abordagem sistêmica. Além disso, tem como foco as relações entre os *stakeholders* que, direta ou indiretamente, estão associados aos negócios da empresa.

Roczanski (2008, p.7) menciona a experiência do Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social. Foi criado em 1998 pelo empresário Oded Grajewl e, de acordo com seus estatutos, “foi constituído para servir como um elo de ligação entre o mundo empresarial e as necessidades sociais”. A responsabilidade social de uma empresa, de acordo com o Instituto, vai além de sua postura legal, filantrópica ou de práticas de apoio à comunidade. Significa mudança de atitudes da empresa, numa perspectiva de gestão e foco na qualidade das relações e na geração de valor para todos.

De acordo com Rico (2010), qualquer discussão acerca de responsabilidade social empresarial perpassa pela discussão de sustentabilidade. A autora apresenta um estudo acerca da responsabilidade social e empresarial no qual expõe reflexões relacionadas a questões históricas, políticas, sociais e econômicas que dizem respeito à “sustentabilidade do planeta”. Aborda “possíveis soluções para equacionar e controlar o caos social”, “a crise internacional do capital”. A autora ainda postula que:

¹⁹ VAN MARREWIJK, M. Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion. *Journal of Business Ethics*, v. 44, p 95-105, 2003.

A responsabilidade social empresarial emerge num momento de desenvolvimento do próprio capital, da sociedade de produção sob a égide do capitalismo. Com a derrocada de estado de bem-estar social onde o Estado vinha suprindo benefícios ao trabalhador que lhe garantissem um padrão de qualidade de vida que atendesse as suas necessidades básicas, as empresas observam que, para serem competitivas, para buscarem o alcance de seu objetivo final, o lucro, não poderiam mais contar apenas com a qualidade do seu produto ou do serviço que prestavam. Era preciso mais do que isso. Além de seduzir o consumidor para que consumisse este e não aquele produto, a empresa precisou demonstrar que estava se importando com as vantagens que o consumo poderia acarretar ao indivíduo procurando eliminar gradativamente as desvantagens daquele produto ou serviço. Ou seja, esse algo mais, teve o nome de vantagem competitiva (RICO, 2010, p. 32-33).

A proposição de um modelo piramidal feita por Carrol²⁰ (1979), conforme Carlisle e Faulkner²¹ (2004), divide a Responsabilidade Social (RS) em quatro categorias, a saber: econômica, legal, ética e filantrópica. A primeira relaciona a produção de bens e serviços necessários à sociedade e encontra-se na base da pirâmide; a segunda refere-se ao alcance dos objetivos traçados pelas empresas além de observar a estrutura e as exigências legais em diversos níveis governamentais; a terceira categoria envolve critérios comportamentais – valores como justiça, equidade, imparcialidade e direitos individuais devem fazer parte na tomada de decisão dos responsáveis. E, por fim, a quarta, que corresponde ao topo da pirâmide e possui resposta voluntária / discricionária da firma às expectativas da sociedade em relação à responsabilidade social (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Existem diversas abordagens em torno deste tema, permitindo-se a realização de comparações entre elas. Para Windsor²² (2006), citado por Ferreira (2009), a visão simplificada da RSC (Responsabilidade Social Corporativa) corresponde à perspectiva meramente econômica, buscando relacionar responsabilidade social com o retorno financeiro ou com a valorização das ações das empresas.

Sob a perspectiva do Instituto ETHOS (2011), a responsabilidade social empresarial pode ser entendida como:

²⁰ CARROLL, A. B. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance,' *Academy of Management Review*, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.

²¹ CARLISLE, Ysanne M.; FAULKNER, David O. Corporate social responsibility: a stages framework. *European Business Journal*, v. 16, n.4, p. 143-151, 2004.

²² WINDSOR, Duane. Corporate Social Responsibility: Three key Approaches. *Journal of Management Studies*, v. 43, n. 1, Jan. 2006.

Uma forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais que impulsionem o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais (INSTITUTO ETHOS, 2011).

A disseminação da prática de responsabilidade social empresarial do Instituto Ethos é considerada como uma das diretrizes da missão e ajuda as instituições a:

1. Compreender e incorporar de forma progressiva o conceito do comportamento empresarial socialmente responsável;
2. Implementar políticas e práticas que atendam a elevados critérios éticos, contribuindo para o alcance do sucesso econômico sustentável em longo prazo;
3. Assumir suas responsabilidades com todos aqueles que são atingidos por suas atividades;
4. Demonstrar a seus acionistas a relevância de um comportamento socialmente responsável para o retorno em longo prazo sobre seus investimentos;
5. Identificar formas inovadoras e eficazes de atuar em parceria com as comunidades na construção do bem-estar comum;
6. Prosperar, contribuindo para um desenvolvimento social, econômica e ambientalmente sustentável (INSTITUTO ETHOS, 2011).

Vale ressaltar que o Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social é uma associação de empresas sem fins lucrativos. Juridicamente é uma Organização da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIP). Foi Criado em 1998, por um grupo de empresários e executivos oriundos da iniciativa privada, e corresponde a um polo de organização de conhecimento, cujo objetivo consiste na troca de experiências e desenvolvimento de ferramentas que auxiliam as empresas a analisar suas práticas de gestão e aprofundar seu compromisso com a responsabilidade social e o desenvolvimento sustentável. Além disso, é uma referência internacional nesses assuntos e desenvolve projetos em parceria com diversas entidades no mundo todo (INSTITUTO ETHOS, 2011).

Carrieri, Silva e Pimentel (2009) afirmam que, na proporção em que surgem pressões coletivas para uma consciência ecológica, as organizações incorporam a responsabilidade social. Surgem, assim, os discursos com a temática ambiental, atrelados à questão da responsabilidade social das organizações. Outro aspecto importante que os autores abordam é a questão da dualidade implícita nesses discursos. Observe que isso está presente na fala e nas ações da alta direção e de outros atores.

(...) existe a possibilidade de muitos atores enfrentarem dificuldades para lidar com essa dualidade. Isso é algo que ocorre com certa frequência nas organizações brasileiras. Maimon (1992) identificou três tipos de organizações no Brasil: a) as responsáveis, que agem conforme o seu discurso de proteção ambiental, geralmente numa gestão de longo prazo; b) as seguidoras, sem um discurso estruturado, elas seguem as normas dos órgãos de controle e as pressões ambientais; c) as mentirosas, que são contraditórias a respeito do seu discurso ambiental, atuam no curto prazo utilizando maquiagem para melhorar sua imagem (CARRIERI; SILVA; PIMENTEL, 2009, p. 7).

Subentende-se que muitas empresas, por trás do discurso da sustentabilidade (que pressupõe a responsabilidade social), procuram utilizar-se de “propaganda enganosa” para alcançarem visibilidade, status e projeção. Entretanto, há também empresas sérias e comprometidas com a sustentabilidade e o desenvolvimento sustentável.

Harrison e Freeman (1999) enfatizam que, apesar de a Responsabilidade Social ser um tema que já existe há décadas, somente agora é que está sendo reconhecida como um campo dentro da Administração. Para Van Horn (2002), a Administração Financeira é tida como uma ciência em permanente transformação, com novas ideias e técnicas.

2.2.4 Governança

Tradicionalmente, a governança corporativa se preocupou em solucionar os conflitos de interesse existentes entre administradores e acionistas. De acordo com Lodi (2000), a governança corporativa corresponde ao novo nome dado ao sistema de relações entre acionistas, auditores independentes, executivos e Conselho de Administração.

Para Silveira (2002), governança corporativa significa um sistema por meio do qual há o exercício de monitoramento, do controle nas corporações que também está intimamente relacionado à estrutura de propriedade, além de apresentar características do sistema financeiro e dos mercados de capitais e do arcabouço legal de cada economia. O autor também se refere ao problema de agência em que,

no ambiente de negócios, esse problema ganha importância e, com a evolução das empresas, a gestão passa a ser exercida por administradores profissionais (agentes) e não mais por seus proprietários (principal). Devido à assimetria de informações e ao conflito de interesses entre agente e principal, dá-se a ocorrência do conflito de agência.

A palavra *governance*, de acordo com Zingales²³ (2000), citado por Mello (2007), implica em exercício de autoridade. O objetivo principal do sistema de governança é proteger a integridade da empresa e ressalta-se a necessidade de compreender o como e o porquê do exercício dessa autoridade, uma vez que a economia na qual se vive é de livre mercado, sendo este o responsável pela alocação de todos os recursos, eficientemente, sem a intervenção de autoridades.

Lodi (2000) aborda o cenário de governança corporativa no Brasil: os anos 50 e 60 são caracterizados pela forte presença do acionista controlador familiar. Já a década de 1970 é marcada pela publicação da primeira Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6.404, onde se destaca a atribuição das competências para o Conselho de Administração. Os principais pontos a serem referenciados na década de 1980 são: mercado para controle corporativo, abertura de capital, fundos de pensão e fundos de investimentos e valorização dos acionistas. Em relação à década de 1990, ressalta-se que é marcada pela maturidade da governança corporativa e por maiores poderes para os Conselhos. Ocorrem privatizações, fusões e aquisições.

Além disso, ampliou-se a importância da governança corporativa, devido à pressão de alguns fatores: investidores institucionais (sócios externos, exigência para retorno sobre investimento, valorização do acionista), desempenho fraco da empresa, excesso na remuneração de dirigentes, decisões estratégicas erradas e o surgimento dos Códigos de Melhores Práticas de Governança. (LODI, 2000).

Para o Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVCES), a dimensão governança corporativa encontra-se estruturada segundo os seguintes critérios: propriedade,

²³ ZINGALES L. In Search of New Foundations. *Journal of Finance*, Chicago, American Finance Association, v. 55, n. 4, p. 1623-1653, 2000.

conselho de administração, gestão, auditoria e fiscalização, conduta e conflito de interesses.

Já para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), conceitualmente, a Governança Corporativa surgiu para superar o "conflito de agência", decorrente da polarização entre a propriedade e a gestão empresarial. Assim, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. Ocorre o "conflito de agência" ou "conflito agente-principal", porque os interesses do gestor nem sempre se encontram alinhados com os do proprietário (IBGC, 2011).

Existem três marcos históricos considerados como pilares da governança corporativa: o ativismo pioneiro de Robert Monks; o Relatório Cadbury e os princípios da OCDE. O primeiro marco aponta para Monks, que foi um ativista responsável por mudar o curso da governança corporativa nos Estados Unidos, tendo focado os direitos dos acionistas e destacado dois valores fundamentais da boa governança: *fairness* (que tem o significado de senso de justiça) e *compliance* (que quer dizer conformidade legal). O segundo marco, o Relatório Cadbury, o foco está localizado em aspectos financeiros e nos papéis dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos, além de se nortear por valores, como: *accountability* (prestação responsável de contas) e *disclosure* (transparência). O terceiro marco relaciona a boa governança ao processo de desenvolvimento econômico das nações e evidencia que as corporações, ao adotarem práticas de gestão confiáveis, atraem investidores para o mercado de capitais, além de reduzirem custos de captação de recursos e alavancarem o desenvolvimento da economia (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Dentro do contexto de governança, há três sínteses relevantes consideradas por Andrade e Rossetti (2009): a criação de valor, a harmonia de interesses e a promoção do crescimento econômico.

Quanto à primeira síntese, vale destacar a questão da boa gestão dos recursos. Segundo Andrade e Rossetti (2009, p. 324): "se não se disponibilizarem recursos para que as corporações invistam nas áreas de negócio a que se dedicam, o que

ocorrerá é a estagnação, não a geração criativa de valor”. Além disso, a governança constitui relevante valor corporativo e social e as boas práticas de governança possibilitam a maximização da criação de valor tanto para os acionistas quanto para outras partes interessadas.

A segunda síntese aborda a conciliação de interesses, que não constitui tarefa simples, já que há uma grande diversidade de atores e interesses. Conforme os autores, mais complexos se tornam os interesses quando ocorre separação entre propriedade e a estrutura de capital.

Já a terceira síntese, de acordo com a teoria econômica básica, dá ênfase a três fatores responsáveis pela alavancagem do crescimento econômico: “instituições estimulantes e confiáveis, bons fundamentos macroeconômicos e disponibilidade de recursos competitivos” (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p.326).

O ambiente de governança é importante para compreender a maneira como se dá a integração entre os principais elementos que o compõem:

o ambiente em que se define a estrutura de poder, os processos e as práticas de governança corporativa divide-se em pelo menos quatro blocos interligados: 1. Propriedade; 2. Controle; 3. Administração; e 4. Auditoria e fiscalização. O controle da companhia é exercido pelos proprietários controladores, o que não inclui os minoritários e os acionistas preferenciais. A administração é exercida pelo Conselho de Administração e pela Diretoria Executiva e o ambiente de auditoria e fiscalização pode ser integrado por quatro órgãos: 1. Conselho Fiscal; 2. Auditoria Independente; 3. Comitê de Auditoria; e 4. Auditoria Interna. (ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p.326-327).

De acordo com Andrade e Rossetti (2009), o despertar da governança corporativa também está relacionado aos conflitos de agência, teoria já consagrada, que associa dois axiomas: o primeiro postula que não existe contrato completo – axioma de Klein – e o segundo, que justifica a inexistência do agente perfeito – axioma de Jensen-Meckling²⁴. A governança corporativa surgiu para superar o denominado conflito de agência dos gestores, resultado da separação entre a propriedade e a gestão nas companhias. Tal conflito de interesses pode assumir características diferentes em função da estrutura de propriedade das empresas.

²⁴ JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

2.3 Mercado de capitais

A Bovespa 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”. Abrange bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas (BOVESPA, 2011).

2.3.1 Contexto nacional do mercado de capitais

De acordo com Campos e Leme (2007), a Bovespa foi fundada em 1890 e é considerado o único centro de negociação de ações no Brasil e a maior bolsa de valores da América Latina. Segundo os autores, o Brasil entrou recentemente no segmento que atende aos conceitos de sustentabilidade corporativa, por meio da implantação do Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bolsa de Valores de São Paulo.

Os principais títulos negociados no mercado de capitais 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” (BOVESPA, 2011).

2.3.1.1 Experiências recentes de empresas brasileiras no mercado de capitais: Natura e Suzano

No âmbito nacional do mercado de capitais, torna-se importante registrar relatos de experiências recentes de empresas brasileiras que estão à frente das iniciativas de reforma e melhoria das práticas de governança corporativa. Os dois exemplos a seguir referem-se a empresas que se destacam no mercado de capitais brasileiro e que também integram o ISE. O primeiro é a Natura, que tem estado presente desde que o ISE foi criado, em 2005. O segundo trata do Grupo Suzano que ingressou na Carteira do ISE em 2006 e tem-se mantido nos anos subsequentes (OCDE, 2005).

A Natura, por exemplo, começou com uma pequena loja, no final dos anos 60 e, por volta do ano 2000, essa empresa passou a estabelecer novos padrões para a cultura empresarial nacional. Já era considerada líder de seu setor de atividade, exibindo crescimento consistente tanto em termos de margens de vendas quanto de EBITDA²⁵ (OCDE, 2005).

Em 1979, a Natura optou por vender seus produtos diretamente a seus clientes - uma estratégia responsável por seu contínuo sucesso, tendo crescido consistentemente durante os anos 80 além de ter passado por um amplo processo de reestruturação. Em meados dos anos 90, a Natura se lançou no mercado externo, abrindo centros de distribuição em países como a Argentina, o Chile e o Peru. O terceiro ciclo iniciou-se no ano 2000, quando passou a receber enormes investimentos em infraestrutura e treinamento. A empresa também lançou a linha “Ekos”, um novo conceito em produtos gerados a partir da flora e da biodiversidade da Região Amazônica, sendo exploradas de modo sustentável (OCDE, 2005).

A abertura de seu capital ou IPO²⁶ (*Initial Public Offering*) passou a representar uma nova era para o mercado de capitais brasileiro. Essa decisão da Natura de abrir o capital, conforme OCDE (2005, p. 63), “não se fundamentava em alguma

²⁵ EBITDA - *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*), ou seja, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

²⁶ IPO (*Initial Public Offering*) - ou oferta inicial de ações em bolsa de valores.

necessidade financeira, mas em um profundo desejo de perpetuar não apenas os negócios da Natura, mas também o seu estilo de fazer negócios”.

Cabe ressaltar que o compromisso com a qualidade de seus relacionamentos e com as partes interessadas permitiu à Natura estabelecer um novo modelo de desenvolvimento sustentável em negócios, focado tanto em inovação quanto em melhoria constante de seus produtos (OCDE, 2005).

O segundo exemplo refere-se ao Grupo Suzano que, em 2001, começou a implementar práticas de governança aprimoradas como consequência de um processo amplo de renovação. Percebeu-se a necessidade de um novo modelo de gestão para seus negócios em 2002. E em 2003, ocorre a criação da Suzano Holding. Salienta-se que o acesso ao mercado de capitais é fundamental na estratégia financeira do Grupo (OCDE, 2005).

De acordo com a OCDE (2005), o reposicionamento no mercado de capitais das duas empresas (Suzano Papel e Celulose e Suzano Petroquímica) faz parte da filosofia de sustentabilidade empresarial do Grupo, sendo sua decisão estratégica pautada no princípio de que a sustentabilidade não depende apenas de sua lucratividade, mas necessita ser compreendida por todas as partes interessadas.

Além disso, o mercado de capitais está intimamente relacionado à sustentabilidade, na medida em que auxilia no financiamento do crescimento das empresas, ao reduzir seus custos de capital, melhorando sua imagem institucional e ao prover um mecanismo de saída para os membros do grupo controlador ao longo do tempo.

2.3.2 Ferramentas para análise de ações como opção de investimentos

Para compreensão e utilização do mercado de capitais, é preciso conhecer as principais ferramentas para análise de ações como opção de investimentos. Sendo assim, Pinheiro (2009) apresenta dois tipos de análise de ações: a análise fundamentalista e a análise técnica de ações.

A primeira tem suas origens no final do século XIX, com Benjamin Grahan²⁷, tendo como suporte a análise macroeconômica e setorial, a análise dos fundamentos da empresa e a valorização das ações. A segunda, também conhecida como análise grafista, consiste na observação da evolução dos mercados com base em sua representação gráfica e tem como principal pressuposto a ideia de que os preços das ações se movimentam em tendências que podem ser previstas de algum modo.

Segundo Mello e Melo (2010), embora exista a crença disseminada quanto à adoção de boas práticas de governança que, em geral, leva a um melhor desempenho das empresas nas bolsas de valores, os resultados de sua pesquisa não confirmaram tal hipótese. Essa conclusão refere-se a um estudo de multicasos, ao investigar a relação entre níveis diferenciados de governança corporativa e o desempenho das ações das empresas do setor elétrico.

Em outro estudo, realizado por Machado *et al* (2010), procurou-se verificar se existe relação entre investimentos socioambientais e a inclusão das empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa. Com base em uma amostra formada por empresas elegíveis para compor a carteira ISE, no período de dezembro de 2009 a dezembro de 2010, realizou-se o estudo e, de acordo com os resultados obtidos, pôde-se concluir que existe relação entre investimentos socioambientais e o ingresso das empresas na carteira ISE da BM&FBOVESPA e que os investimentos das empresas realizados e evidenciados em questões socioambientais representam um indício de comprometimento com a sustentabilidade e a responsabilidade social. Os resultados sugerem que empresas que investem recursos em prol da comunidade, seja voluntariamente ou por meio dos tributos, possuem maiores chances de entrar na composição da carteira ISE. (MACHADO *et al.*, 2010).

Ambos os estudos citados são recentes e referem-se à relação entre empresas de capital aberto, num contexto de governança corporativa, no âmbito da Bovespa. A

²⁷ Benjamin Grahan, também conhecido como Benjamin Grossbaum, pai da análise fundamentalista de seguridades. Em 1929, ao ministrar um curso intitulado “*Investments*”, causou uma revolução na análise de investimento em ações (PINHEIRO, 2009).

principal divergência entre eles está no resultado: no primeiro caso, não houve comprovação de que a adoção de boas práticas de governança possa levar a um desempenho das empresas do setor elétrico. No segundo, o resultado apenas sugere uma maior possibilidade de empresas que adotem práticas de governança ao integrarem a carteira do ISE.

Qualquer oscilação na economia faz com que as atenções se voltem às bolsas de valores. Isso acontece, porque, com a integração e o crescimento dos mercados de capitais, as bolsas são consideradas um termômetro da economia mundial. Surgem novas responsabilidades e novos posicionamentos. Para as duas últimas décadas, as bolsas de países desenvolvidos e emergentes incutiram a melhora na governança corporativa das empresas listadas, tendo gerado confiança nos investidores, além de aumentar, de forma significativa, o volume financeiro, atraindo mais empresas para o mercado (BOVESPA, 2011).

Ocorre, assim, um círculo virtuoso que salienta a importância da transparência e da prestação de contas. Com isso, surge a preocupação das questões socioambientais no mercado de capitais, ao incluir as bolsas na agenda da sustentabilidade corporativa.

São várias as iniciativas das bolsas, conforme Bovespa (2011), para a sustentabilidade do mercado, e estão divididas em duas grandes categorias:

1. Estímulo à transparência e ao desempenho socioambiental das empresas listadas:

- a) Critérios mínimos de listagem;
- b) Diretrizes e recomendações para a gestão e prestação de contas;
- c) Engajamento e treinamento das empresas;
- d) Fóruns para *networking* e troca de experiências.

2. Produtos e serviços que auxiliem a decisão dos investidores:

- a) Índices de Sustentabilidade amplos e/ou setoriais;
- b) Segmentos de listagem especiais;

- c) Mercados para empresas de tecnologias limpas, créditos de carbono e outros bens e serviços ambientais;
- d) *Exchange Traded Funds* (ETFs).

Observa-se que, para conferir valor a uma companhia e atrair investimentos, um bom desempenho financeiro deixou de ser critério único. Assim, investidores e analistas estão mais atentos à forma como as empresas lidam com questões socioambientais e de governança corporativa, passando a incorporar informações sobre essas práticas ao processo de análise de investimentos e gestão das carteiras. Além disso, a eficiência no mercado de capitais deve ser levada em consideração, conforme é abordado no próximo tópico.

2.3.3 Eficiência do mercado de capitais

Um dos conceitos importantes da Teoria de Finanças refere-se à eficiência dos mercados. De acordo com Stiglitz ²⁸ (1981), citado por Camargos e Barbosa (2003), a eficiência de mercado é diferente da eficiência da economia. A primeira refere-se à forma pela qual o mercado incorpora informações. Já a segunda relaciona a melhor forma de alocação de recursos, que é eficiente (Pareto-eficiente), caso não haja outra possibilidade de melhor desempenho.

Camargos e Barbosa (2003) postulam que a Teoria ou Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) corresponde a um dos pilares da Moderna Teoria de Finanças, cujo princípio encontra-se nos preços dos títulos que refletem instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis no mercado. Sua origem data do começo do século XIX e está relacionada aos estudos acerca do comportamento dos preços de títulos.

²⁸ STIGLITZ, J. E. The allocation role of the stock market: pareto optimality and competition. *The Journal of Finance*, Chicago, American Finance Association, v. 36, n. 2, p. 235-251, may. 1981.

Para que uma nova informação seja incorporada de maneira rápida, um mercado de capitais eficiente deve pressupor que as informações atendam às exigências legais e às expectativas dos seus participantes, além de ajuste nos preços dos títulos. Além disso, informações relevantes afetam o fluxo de caixa da firma e as expectativas futuras dos investidores, interferindo no processo de precificação de títulos (PROCIANOY; ANTUNES, 2001).

Para Fama²⁹(1991), citado por Procianoy e Antunes (2001), no mercado de capitais eficiente, o preço da ação é ajustado no instante em que informações relevantes (que afetam o fluxo de caixa futuro da empresa) tornam-se publicamente disponíveis. Assim, os dirigentes, ao comunicarem suas decisões de investimento ao mercado, têm o preço da ação ajustada de imediato: ocorre, assim, a capitalização do valor associado ao conteúdo da nova informação.

Nesta mesma linha, Brealey e Myers (1995) definem mercados eficientes como sendo aqueles em que os participantes criam expectativas em relação aos preços, com base em toda a informação disponível sobre eventos que venham influenciar os preços do ativo negociado.

Em um estudo proposto por Machado e Machado (2008), considerou-se a hipótese de mercado eficiente, em um contexto de responsabilidade socioambiental. A conclusão é que não existem evidências quanto ao ingresso das empresas no ISE da Bovespa em termos de contribuir significativamente para a alteração do preço das ações. Entretanto, ao se reportar à hipótese de mercado eficiente, declaram que não quer dizer que o mercado de capitais não valorize a questão de responsabilidade socioambiental, mas que informações quanto à inclusão das empresas no índice ISE já estavam refletidas nos preços das ações.

²⁹ FAMA, E. F. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, p. 1.575-617, Dec. 1991.

2.3.4 Índices de ações

Serão abordados, de forma resumida, os principais índices de ações de sustentabilidade empresarial tanto no mercado internacional quanto no mercado nacional.

2.3.4.1 Índices de ações do mercado internacional

Conforme Campos e Lemme (2007), os mercados de capitais internacionais apresentam como rotina a divulgação do desempenho de índices de ações formados por empresas que atendam aos conceitos de sustentabilidade corporativa.

Os índices de sustentabilidade empresarial que mais se destacam no mercado internacional são apresentados a seguir, em ordem cronológica, mostrando sua abrangência, origem, objetivos e critérios utilizados para fazerem parte de sua carteira. O QUADRO 1 apresenta de forma resumida os dez índices de sustentabilidade mais notáveis no mundo. O primeiro a ser lançado foi o *Domini Social Index*, em 1990.

O *Dow Jones Sustainability Group Indexes (DJSI)* é considerado o primeiro índice global de sustentabilidade. Esse índice representa o valor de um grupo de empresas consideradas sustentáveis segundo critérios financeiros, sociais e ambientais. Fazem parte desse grupo 317 empresas de 27 países. Estão incluídas sete empresas brasileiras: Aracruz, Bradesco, Cemig, Itaú Unibanco, Itausa, Petrobrás e Redecard (BOVESPA, 2011).

(continua)

NOME DO ÍNDICE	ANO / ORIGEM	OBJETIVO / CRITÉRIOS
<i>Domini Social Index</i>	1990	Considera elegíveis as companhias do índice S&P 500 e as que se destacam por fortes características sociais. Têm ênfase nos aspectos de responsabilidade social e nas relações da empresa com a comunidade. Um fator importante é que empresas com receitas provenientes das vendas de bebidas alcoólicas, armamentos e jogos de azar, não podem compor sua carteira.
<i>Citizens Index</i>	1994	Considera elegíveis as empresas listadas no S&P500
<i>Dow Jones Sustainability Group Indexes (DJSI)</i>	1999 / Bolsa de Valores de Nova Iorque	É o primeiro índice global para medir o desempenho financeiro das empresas que possuem em sua estratégia de negócios as práticas de sustentabilidade empresarial. A carteira é revisada anualmente e o critério de seleção predominante é o <i>best of class</i> . Os critérios são: 1. Estratégia da empresa com fatores de sustentabilidade; 2. Desempenho financeiro; 3. Relacionamento com os clientes e qualidade do produto; 4. Governança corporativa e <i>stakeholder</i> ; 5. Relações sociais; 6. Estratégias de sustentabilidade.
<i>Jantzi Social Index</i>	2000	Analisa os seguintes aspectos: práticas do negócio, relação com a comunidade, diversidade do quadro funcional, relação com os funcionários, impactos ambientais, relações internacionais e humanas e características do produto
<i>Calvert Social Index</i>	2000	São candidatas a compor a carteira teórica as 1000 maiores empresas dos Estados Unidos. A periodicidade de revisão do índice é anual. Incorporam práticas de responsabilidade social
<i>ASPI Index</i>	2001 / Europa	Avaliar o desempenho financeiro das empresas consideradas na Europa como líderes nas práticas de desenvolvimento sustentável, tendo como parâmetros: perspectiva do <i>TBL</i> ; abordagem ao meio ambiente; gestão de riscos; foco nos <i>stakeholders</i> .
<i>FTSE4 Good</i>	2001	Tem como candidatos à inclusão todos os ativos listados no <i>FTSE-All Share Index UK</i> e <i>FTSE All-World Developed Index</i> (Global). Sua composição é revista semestralmente e o primeiro critério de qualificação exige que as companhias estejam comprometidas com o desenvolvimento sustentável, o bom relacionamento com os grupos de interesse e o aprimoramento dos direitos humanos universais.
<i>Ethibel Sustainability Index</i>	2002	Considera como candidatas todas as companhias que fazem parte do registro de investimentos do Grupo <i>Ethibel</i> . Tem periodicidade trimestral

(conclusão)

<i>JSE Index</i>	2004	Tem como empresas elegíveis as participantes do <i>FTSE/JSE All Share Index</i> . O índice é revisto de forma dinâmica, sem periodicidade específica. O critério tenta avaliar os seguintes aspectos: Políticas e estratégias; Sistemas de gerenciamento e desempenho; Divulgação de informação de forma clara e transparente para os grupos de interesse.
<i>KLD Select Social Index</i>	2004	São analisadas questões como relações com a comunidade, governança corporativa, diversidade do corpo funcional, relação com os funcionários, impacto ambiental, direitos humanos e características do produto.

Quadro 1 – Índices de Sustentabilidade no Mercado Internacional
 Fonte: Elaborada pela autora, com base em SANTOS FILHO, 2010

2.3.4.2 Índices de ações do mercado brasileiro

Os índices da BM&FBOVESPA são indicadores de desempenho de um conjunto de ações, ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo. Os preços das ações podem variar devido a fatores internos ou fatores externos. Assim, as ações de um índice podem apresentar um comportamento diferente no mesmo período, podendo ocorrer tanto valorização quanto desvalorização (BOVESPA, 2011).

Os índices de ações do mercado brasileiro, de acordo com a BOVESPA (2011), são apresentados a seguir:

1. Índice Bovespa - Ibovespa;
2. Índice Brasil 50 - IBrX-50;
3. Índice Brasil - IBrX;
4. Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE;
5. Índice Carbono Eficiente - ICO2;
6. Índice Setorial de Telecomunicações - ITEL;
7. Índice de Energia Elétrica - IEE;
8. Índice do Setor Industrial - INDX;
9. Índice de Consumo - ICON;
10. Índice Imobiliário - IMOB;
11. Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC;

12. Índice de Governança Corporativa Trade - IGCT;
13. Índice de Ações com Tag Along Diferenciado - ITAG;
14. Índice Mid-Large Cap - MLCX;
15. Índice Small Cap - SMLL;
16. Índice Valor BM&FBOVESPA - IVBX-2;
17. Índice Financeiro - IFNC.

Dentre os 17 índices elencados pela Bovespa em 2011, três deles merecem destaque, em virtude do objeto da pesquisa, a sustentabilidade e a criação de valor para o acionista. São eles: ISE, IGC, IGCT.

2.3.4.2.1 Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)

O ISE teve seu início registrado em dezembro de 2005. Foi formulado com base no conceito internacional *Triple Bottom Line* (TBL), que avalia, de forma integrada, elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros. Foram adicionados a esses princípios outros três indicadores: governança corporativa, características gerais e natureza do produto (BOVESPA, 2011). Além disso, o GVCES salienta que o ISE consiste em uma iniciativa pioneira na América Latina e busca criar um ambiente de investimento que seja compatível com as demandas da sociedade contemporânea no que diz respeito ao desenvolvimento sustentável, além de estimular a responsabilidade ética das corporações.

Iniciou-se uma tendência mundial de investidores procurarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos. Essas aplicações são denominadas “investimentos socialmente responsáveis” (ISR). Tal tendência vem se fortalecendo ao longo do tempo e hoje é amplamente atendida por diversos instrumentos financeiros tanto no mercado nacional quanto no mercado internacional. Essa tendência já teve início no Brasil e a expectativa é de que ela cresça e se consolide rapidamente (BOVESPA, 2010).

A Bovespa, ao criar o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), com o objetivo de ser “um selo de qualidade”, possibilita que o mercado reconheça as vantagens que as empresas que integram esse índice podem ter. Dentre ele, destacam-se uma boa imagem reputacional e uma possibilidade de maior retorno no longo prazo.

A BOVESPA decidiu criar o ISE, tendo contado com outras instituições (ABRAPP, ANBID, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto ETHOS e Ministério do Meio Ambiente), no sentido de unir esforços para que este índice se tornasse um referencial (“*benchmark*”) para os investimentos socialmente responsáveis. Essas organizações formaram um Conselho Deliberativo presidido pela BOVESPA, que é o órgão responsável pelo desenvolvimento do ISE. Mais tarde, o Conselho passou a contar também com o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) em sua composição. Cabe salientar que a Bolsa é responsável pelo cálculo e pela gestão técnica do índice (BOVESPA, 2010).

O ISE é composto por 40 empresas selecionadas dentre as elegíveis emissoras das 200 ações mais líquidas (sendo que até 2009 eram 150 ações mais líquidas). O objetivo do ISE, de acordo com a BM&FBOVESPA (2011), é refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, e também atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro. A carteira é revista anualmente. Quanto à sua metodologia, baseia-se em questionário elaborado por meio de processo participativo. Abrange tanto a análise quantitativa, quanto a análise qualitativa, além de avaliação e decisão do Conselho Deliberativo do ISE (CISE).

De acordo com a Bovespa (2011), O ISE tem como missão:

- a) Ser composto por empresas que se destacam em responsabilidade social, com sustentabilidade no longo prazo;
- b) Ser um referencial do desempenho das ações desse tipo de empresa;
- c) Ser percebido como tal pelo mercado (credibilidade);
- d) Ser replicável;
- e) Estimular boas práticas por parte das demais empresas.

Existem vantagens acerca da integração de empresas no ISE: i) são reconhecidas pelo mercado como empresas que atuam com responsabilidade social corporativa; ii) têm sustentabilidade no longo prazo; iii) são reconhecidas por se preocuparem com o impacto ambiental das suas atividades. Em suma, o ISE refere-se a “um selo de qualidade” (BOVESPA, 2011).

A carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) para 2011 reúne o total de 47 ações de 38 companhias. Elas representam 18 setores e soma R\$ 1,17 trilhão em valor de mercado, o equivalente a 46,1% do valor de mercado total das companhias com ações negociadas na BM&FBOVESPA (em 24/11/2010). Os setores que estão ingressando no índice são três: serviços educacionais, *holdings* diversificadas e mineração (BOVESPA, 2011).

As companhias participantes da carteira do ISE 2011 foram selecionadas entre as 53 empresas que responderam ao questionário desenvolvido pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVCES) da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP). O questionário foi enviado a 182 empresas emissoras das 200 ações mais líquidas da BM&FBOVESPA. Dentre aquelas que responderam, 10 participaram pela primeira vez e quatro entraram como treineiras, ou seja, utilizam o processo de avaliação de 2011 para se preparar para os próximos anos (BOVESPA, 2011).

Na TAB.1, a seguir, é apresentada uma série estatística que abrange as carteiras ISE, no período compreendido entre 2005 e 2010. Observa-se que para os números de convidadas, destaca-se o ano de 2010, quando houve um aumento significativo quanto ao número de convidadas em relação aos anos anteriores, pois, se compararmos com os anos 2005 e 2006, por exemplo, o aumento é em torno de 50%. Quanto ao número de respondentes, para os três primeiros anos, mantém-se relativamente constante e esse fato ocorre também nos três últimos anos. Porém, entre 2007 e 2008, há um pequeno decréscimo (BOVESPA, 2011).

Tabela 1 – Carteiras ISE 2005-2010

CARTEIRAS	2005	2006	2007	2008	2009	2010
convidadas	121	120	137	137	136	182
respondentes	63	60	58	51	51	53
empresas	28	34	32	30	34	38
ações	34	43	40	37	43	47
setores	12	14	15	11	16	18

Fonte: BOVESPA, 2011

As empresas que fazem parte da Carteira ISE para 2011 perfazem um total de 38 e são apresentadas conforme mostra o QUADRO 2:

Empresas que integram a Carteira ISE BOVESPA para 2011							
AES Tietê	Braskem	Copasa	Eletropaulo	Gerdau	Light S/A	Sul América	Ultrapar
Anhanguera	BRF Foods	Copel	Embraer	Gerdau Met	Natura	Suzano Papel	Vale
Bicbanco	Cemig	CPFL Energia	Energias BR	Inds Romi	Redecar	Telemar	Vivo
Bradesco	Cesp	Durates	Even	Itau S/A	Sabesp	Tim Part S/A	
Brasil	Coelce	Eletrobrás	Fibria	Itau Unibanco	Santander	Tractebel	

Quadro 2 – Carteira ISE – 2011

Fonte: Elaborado pela autora, com base em FGVCS

Quanto às demais empresas que integram as carteiras do ISE, desde a sua fundação, até o ano de 2010, são apresentadas no QUADRO 3.

2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Belgo Mineira	Acesita	AES Tietê	AES Tietê	AES Tietê
Bradesco	All América Latina	Acesita	Banco do Brasil	Bradesco
Banco do Brasil	Aracruz	Aracruz	Bradesco	Brasil
Braskem	Arcelor BR	Bradesco	Braskem	Braskem
CCR Rodovias	Bradesco	Banco do Brasil	Celesc	BRF Foods
Celesc	Banco do Brasil	Braskem	Cemig	Cemig
Cemig	Braskem	CCR Rodovias	Cesp	Cesp
Cesp	CCR Rodovia	Cemig	Coelce	Coelce
Copel	Celesc	Cesp	CPFL Energia	Copel
Copesul	Cemig	Coelce	DASA	CPFL Energia
CPFL Energia	Coelce	Copel	Duratex	Dasa
DASA	Copel	CPFL Energia	Eletróbrás	Duratex
Eletróbrás	CPFL Energia	DASA	Eletrópaulo	Eletróbrás
Eletrópaulo	DASA	Eletróbrás	Embraer	Eletrópaulo
Embraer	Eletrópaulo	Eletrópaulo	Energias do Brasil (EDP)	Embraer
Gol	Embraer	Embraer	Gerdau	Energias BR
lochpe-Maxion	Energias BR	Energias do Brasil (EDP)	Metalúrgica Gerdau	Even
Itaubanco	Gerdau	Gerdau	Itaubanco	Fibria
Itausa	Metalúrgica Gerdau	Metalúrgica Gerdau	Light	Gerdau
Natura	Gol	lochpe-Maxion	Natura	Gerdau Met
Perdigão	lochpe-Maxion	Itaubanco	Odontoprev	Inds Romi
Suzano Papel	Itau banco	Light	Perdigão	Itau S/A
Tractebel	Itausa	Natura	Sabesp	Itau Unibanco
Unibanco	Localiza	Perdigão	Sadia	Light S/A
VCP	Natura	Petrobrás	Suzano Papel	Natura
WEG	Perdigão	Sabesp	Telemar	Redecar
	Petrobrás	Sadia	TIM Participações	Sabesp
	Suzano Papel	Suzano Papel	Tractebel	Sul América
	Suzano PETR	Suzano PETR	Unibanco	Suzano Papel
	TAM	Tractebel	VCP	Telemar
	Tractebel	VCP		Tim Part S/A
	Ultrapar	WEG		Tractebel
	Unibanco			Usiminas
	VCP			Vivo

Quadro 3 – Carteiras ISE BOVESPA - 2005 a 2010
Fonte: Elaborada pela autora, a partir de GVCES, 2011.

2.3.4.2.2 Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC

A descrição para esse índice é feita pela BOVESPA:

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC - tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA (BOVESPA, 2011).

São incluídas na carteira desse índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BM&FBOVESPA.

A Bovespa (2011) descreve o Novo Mercado como um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, de forma voluntária, com a adoção de práticas adicionais de governança corporativa em relação ao que é exigido pela legislação. Tais regras trazem alguns benefícios: ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações geralmente prestadas pelas companhias etc.

As principais inovações do Novo Mercado, em relação à legislação são: a proibição de emissão de ações preferenciais; a adesão a práticas de governança que distinguem a companhia como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa. De acordo com a Bovespa (2011), os principais aspectos para os segmentos são descritos a seguir:

- **Nível 1:** práticas diferenciadas de governança corporativa, que contemplam basicamente regras de transparência e dispersão acionária;
- **Nível 2:** além das regras de transparência e dispersão acionária exigidas no Nível 1, contempla também as de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários;
- **Novo Mercado:** conjunto ainda mais amplo de práticas de governança. A grande diferença do Novo Mercado para os Níveis é a proibição de emissão

de ações preferenciais; no Novo Mercado, as empresas devem ter somente ações ordinárias.

Quanto aos procedimentos para a inclusão de uma ação no índice IGC, obedecem à seguinte regra:

- Ações de novas empresas: serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação;
- Ações de empresas já negociadas na BM&FBOVESPA: serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

De acordo com a Bovespa (2011), uma vez que a empresa tenha aderido aos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita. Além disso, os critérios de exclusão para o IGC são: nível de liquidez muito reduzido, hipótese de regime de recuperação judicial e falência. Quanto aos processos de reavaliação da carteira, ocorrem a cada quadrimestre (no final de abril, agosto e dezembro).

Conforme a Bovespa (2011), para o nível 1, exige-se que as empresas adotem práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, devem divulgar informações adicionais às exigidas em lei, tais como: relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociações feitas por diretores, executivos e acionistas controladores e sobre operações com partes relacionadas. As companhias listadas nesse segmento também devem manter um *free float*³⁰ mínimo de 25%.

³⁰ *Free float* (Ações em Circulação): quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação livre em mercado de capitais. São todas as ações de emissão da companhia exceto aquelas: (i) de titularidade do acionista controlador, de seu cônjuge, companheiro(a) e dependentes incluídos na declaração anual de imposto de renda; (ii) em tesouraria; (iii) de titularidade de controladas e coligadas da companhia, assim como de outras sociedades que com qualquer dessas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; (iv) de titularidade de controladas e coligadas do acionista controlador, assim como de outras sociedades que com qualquer dessas integre um mesmo grupo de fato ou de direito; e (v) preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante.

2.3.4.2.3 Índice de Governança Corporativa Trade - IGCT

O Índice BM&FBOVESPA de Governança Corporativa Trade (IGCT) é composto pelas ações de empresas integrantes do IGC que atendam simultaneamente aos critérios de liquidez indicados, com base nos 12 meses anteriores. (BOVESPA, 2011).

2.3.4.3 Outros Índices

Além dos índices elencados pela BOVESPA, é importante mencionar os Indicadores Ethos de Responsabilidade Social Empresarial.

De acordo com a descrição do Instituto Ethos, tais indicadores correspondem a “uma ferramenta de aprendizado e avaliação da gestão no que se refere à incorporação de práticas de responsabilidade social empresarial ao planejamento estratégico e ao monitoramento e desempenho geral da empresa”. São também considerados como um “instrumento de auto-avaliação e aprendizagem de uso essencialmente interno”, pois permitem às empresas avaliarem suas práticas de responsabilidade social e se compararem com outras empresas.

Assim, através desses indicadores, podem-se verificar quais são os pontos fortes da gestão e também as oportunidades de melhoria. A questão da confidencialidade quanto aos dados das empresas e aos Relatórios Ethos é um outro aspecto basilar. Esses indicadores abrangem temas, tais como: valores, transparência e governança, público interno, meio ambiente, fornecedores, consumidores e clientes, comunidade e governo e sociedade (INSTITUTO ETHOS, 2011).

2.4 Estudos Empíricos – Desempenho Sócio-Ambiental e Financeiro

Nesta seção, são abordados estudos empíricos, no âmbito internacional e nacional, relacionados à questão do desempenho socioambiental e financeiro e à questão da criação de valor. O QUADRO 4 foi elaborado com base nos estudos de Alberton (2003) e adaptado para esta pesquisa, em que a autora apresenta uma série de estudos empíricos. É importante observar que os resultados apontam tanto para convergências quanto para divergências entre os autores.

(continua)

N.	Autores / foco	Principais medidas	Aspectos importantes: objetivo / metodologia / resultados
1	Hamilton (1995) Desempenho Ambiental	Retorno Anormal	Metodologia: estudo de evento. Foram encontrados retornos anormais negativos e estatisticamente significativos para as empresas consideradas mais poluidoras no dia da listagem, bem como retornos anormais cumulativos.
2	Cohen, Fenn e Konar (1997)	ROA, ROE e Retorno Ajustado ao Risco	Análise de dois portfólios de empresas: menos poluentes e mais poluentes. ROA e ROE apresentaram resultados maiores no portfólio de empresas menos poluentes em relação às mais poluentes. Conclusão: não existe penalidade em investir no portfólio 'verde' ou um retorno maior significativo em tal investimento.
3	Cormier, Magnan e Morard (1993)	Valor de Mercado, Capital de Giro, Ativos Fixos. P/L, dentre outras medidas contábeis	Metodologia: Análise de regressão. Os resultados sugerem que o desempenho em poluição é interpretado pelos participantes do mercado como uma informação sobre sua responsabilidade ambiental. Porém, os resultados apoiam debilmente a existência de um prêmio no valor de mercado das ações. O índice de poluição não se mostrou significativo, e não explica o prêmio no valor de mercado das ações. O índice P/L, apesar de significativo para o valor de mercado, apresentou alto grau de variância e deve ser considerado com cuidado em sua influência sobre o prêmio de mercado. (empresas canadenses)
4	Freedman e Jaggi (1982) Desempenho Ambiental	ROA, ROE, dentre outras medidas contábeis	Análise de correlação. Um fraco e negativo relacionamento entre desempenho ambiental e desempenho financeiro no curto prazo, que pode ser devido aos altos custos para redução da poluição. Essa relação não foi estatisticamente significativa, e os autores concluem quanto à inexistência da associação. No entanto, ao analisarem a influência do tamanho das empresas, verificou-se que, no quartil com as maiores empresas, algumas medidas mostraram-se significativas negativamente (empresas norte-americanas)

(continua)

N.	Autores / foco	Principais medidas	Aspectos importantes: objetivo / metodologia / resultados
5	Moore (2001) Responsabilidade Social Corporativa	Rentabilidade e LPA, empresas inglesas do setor supermercado	Uso de correlação, além de séries defasadas, a análise contemporânea dos desempenhos social e financeiro sugeriu que ambas são negativamente correlacionadas, enquanto que a análise do desempenho financeiro, a priori, é positivamente relacionado ao posterior desempenho social. Também encontraram relacionamento positivo entre tamanho e idade das empresas e desempenho social.
6	Ruf <i>et al</i> (2001) Responsabilidade Social Corporativa	ROE, ROS e Crescimento nas Vendas (empresas norte-americanas)	A partir de correlações e outras medidas estatísticas, consideram que as empresas que melhoram sua performance social corporativa podem ter um desempenho superior a seus competidores em certas medidas de desempenho financeiro. Porém, no estudo, o impacto na rentabilidade (no caso o ROE) não foi claro, e mudanças nesse indicador não foram significativas com relação a mudanças na <i>performance</i> social corporativa, a não ser para períodos mais longos.
7	Griffin e Mahon (1997) Responsabilidade Social Corporativa	ROA, ROE, Ativo Total, Idade dos Ativos e ROS (empresas norte-americanas)	Utilizando ranqueamentos, associam quatro medidas de desempenho social (Fortune, KLD, TRI e Filantropia Corporativa) em sete grandes empresas norte-americanas. Concluem que as medidas de desempenho social apresentam resultados divergentes entre si, no ranqueamento das empresas quanto ao desempenho social corporativo. Dependendo da variável utilizada, pode-se ou não identificar correlação com o desempenho financeiro.
8	Preston e O'Bannon (1997)	ROA, ROE e ROI	Utilizando correlações e séries defasadas, em todas as análises realizadas, as evidências sugeriram a existência de um relacionamento positivo entre desempenho social e desempenho financeiro, independentemente da medida financeira utilizada. (empresas norte-americanas)
9	McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) Responsabilidade Social Corporativa	ROA, Crescimento de Vendas e de Ativos, Retorno Total e Ajustado ao Risco, β e Desvio Padrão dos Retornos,	Análise de regressão e correlação, além de séries defasadas: as medidas contábeis, especialmente o ROA, explicaram melhor o comportamento em responsabilidade social corporativa do que as medidas de mercado. O risco é negativamente associado com a responsabilidade social corporativa. Utilizando análise de correlação e regressão antes-pós, e defasadas entre desempenho ambiental e desempenho financeiro, concluem que o desempenho financeiro influencia a responsabilidade social, mais do que o contrário (empresas norte-americanas).
10	Cochran e Wood (1984)	ROA (empresas norte-americanas)	Análise multivariada. Relacionamento entre certificação ISO 9000 e desempenho financeiro. Concluíram que a certificação tem impacto limitado no desempenho financeiro e se dissipa ao longo do tempo.

(conclusão)

N.	Autores / foco	Principais medidas	Aspectos importantes: objetivo / metodologia / resultados
11	Docking e Dowen (1999) Certificação da Qualidade	Retorno anormal (empresas norte-americanas)	Estudo de evento. Analisaram a reação no preço das ações por ocasião da primeira certificação ISO9000 e se isso afeta o valor da empresa. A hipótese nula de não existência de reação pelo mercado não pôde ser rejeitada. Porém, encontraram que, para as empresas menores, a certificação representa uma informação positiva para o investidor. Também encontraram que a reação do mercado à certificação é sensível à assinatura do Tratado de Maastricht (Criação da União Europeia) em 1992, o que leva a crer que é característica importante para realizar negócios na União Europeia.
12	Terziovski, Samson e Dow (1996)	Indicadores de <i>Performance Organizacional</i> (empresas neozelandesas e australianas)	A partir de questionários aplicados a empresas de manufatura, utilizando análise multivariada, relacionaram a certificação ISO 9000 a vários indicadores de <i>performance</i> organizacional. Concluíram que obter o certificado não tem um efeito positivo significativo nos indicadores organizacionais, pois essencialmente não encontraram diferenças entre empresas certificadas e não certificadas. Porém consideram que, por ser um estudo <i>cross-sectional</i> , afirmações mais conclusivas carecem de outros estudos de preferência longitudinais.

Quadro 4 – Resumo de Estudos Empíricos - Desempenho Socio-Ambiental e Financeiro no Âmbito Internacional

Fonte: Elaborado pela autora, adaptada de ALBERTON, 2003

A investigação sobre a relação empírica entre o desempenho ambiental e o financeiro explora diferentes abordagens, sendo que a maioria dos estudos internacionais concentrou-se em analisar essa relação nas empresas norte-americanas (MONEVA; ORTAS, 2010). Há também contribuições recentes de estudos trazidos por diversos autores: Moneva e Cuellar (2009), e Moneva e Ortas (2010), para empresas europeias; Wang (2009) para companhias de máquinas elétricas japonesas; Makni, Francoeur e Bellavance (2009) para empresas canadenses; e Olfa e Ezzeddine (2007), em empresas de ramos e portes diversos da Tunísia.

A seguir, apresenta-se o resumo de trabalhos publicados no Brasil. O QUADRO 5 contém: os autores, objetivo, variáveis utilizadas, a metodologia adotada e os resultados encontrados.

(continua)

N.	Autores	Aspectos importantes: objetivo / variáveis utilizadas / metodologia / resultados
1	Borba (2006)	Investiga-se a sequência causal e a direção (positiva ou negativa) do relacionamento entre as variáveis que representam as duas concepções de desempenho (valores de mercado e a valores contábeis) e o Indicador de Desempenho Social Corporativo, construído e baseado nos Balanços Sociais publicados IBASE. As variáveis de controle Tamanho da Empresa e Setor de Atuação também constituíram o modelo estatístico. As análises estatísticas de correlação e regressão foram realizadas em períodos anuais (2000 a 2002), sem e com defasagem temporal de um ano. Os resultados, em sua maioria, não rejeitaram a hipótese nula do modelo, isto é, de que não há relação estatisticamente significativa entre o desempenho social e o desempenho financeiro corporativo.
2	Rezende e Santos (2006)	Este estudo investiga os fundos de investimentos socialmente responsáveis, sua conceituação e o contexto mundial e brasileiro, a fim de fundamentar a existência de tais investimentos e verificar a existência de uma relação entre os critérios de seleção das empresas integrantes desse fundo e a rentabilidade dessas carteiras. Foram realizados testes empíricos a respeito da relação causal entre fundos de investimentos socialmente responsáveis e a rentabilidade desses fundos. Foram realizados testes estatísticos e a adoção do Índice de Sharpe, que é uma metodologia de avaliação de <i>performance</i> . Apesar dos fundos socialmente responsáveis possuírem uma carteira diferenciada, voltada ao tema social, ambiental e ético, a hipótese de que sua rentabilidade é semelhante aos outros fundos de ações foi confirmada, porém as empresas que integram esses fundos possuem melhor <i>performance</i> .
3	Barbosa e Lemme (2007)	Objetivo: verificar o alinhamento das práticas de responsabilidade social corporativa com o referencial teórico, analisando se o que é realizado e declarado corresponde aos princípios sustentados pela teoria e se a RSC influencia a criação de valor para os investidores, contribuindo para o aperfeiçoamento da gestão organizacional. Foi realizado um estudo de caso sobre a empresa Petrobrás. A análise das evidências indicou que a empresa adota práticas de responsabilidade social e ambiental que estão alinhadas com a fundamentação teórica da pesquisa; não foi possível, porém, encontrar evidências quantitativas de sua influência sobre a criação de valor.
4	Boaventura et al. (2008)	Há discussões envolvendo a Teoria da Firma e a Teoria dos <i>Stakeholders</i> . Para a função-objetivo da teoria dos <i>shareholders</i> criou-se uma <i>proxy</i> contemplando três indicadores: o ROE (<i>return on equity</i>), o <i>Enterprise Value</i> e o Q de Tobin. As hipóteses foram testadas com testes não-paramétricos e paramétricos (coeficiente de correlação para frequências). Os resultados demonstraram não haver subordinação da função-objetivo dos <i>stakeholders</i> em relação à dos <i>shareholders</i> nas empresas pesquisadas.
5	Camargos e Barbosa (2006)	Utilizou-se o mecanismo da dupla listagem (<i>cross-listing</i>). As principais constatações foram que a dupla listagem: i) não resultou na valorização acionária, ou seja, não criou riqueza para os acionistas no período analisado; ii) resultou no aumento da liquidez, principalmente a médio-longo prazo; e iii) tem um impacto crescente sobre a liquidez (progressão nos níveis), com o nível III apresentando as evidências mais contundentes do seu aumento.
6	Cavalcante, Bruni e Costa (2008)	Metodologia: estudo de evento. Buscou-se verificar a hipótese de que há uma associação positiva entre a adoção de práticas de sustentabilidade empresarial e o preço das ações listadas no ISE. Os resultados obtidos não evidenciaram tendência clara de criação ou destruição de valor em torno da inclusão da empresa no ISE. Porém, a não existência de retornos anormais acumulados negativos indicam que a adoção de práticas de sustentabilidade não ocasiona a redução do valor de uma empresa.

N.	Autores	Aspectos importantes: objetivo / variáveis utilizadas / metodologia / resultados
7	Nossa e Nossa (2007)	Objetivo: verificar o impacto da estratégia de distribuição de dividendos e de recompra de ações, na eficiência das empresas listadas na Bovespa, no período de 1995 a 2004. A eficiência foi representada neste estudo pelo ROA (Retorno sobre o Ativo) das empresas no ano subsequente à distribuição de dividendos e à recompra de ações. Resultado: as empresas que distribuíram dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuíram dividendos. Observou-se ainda que as empresas que recompraram ações são mais eficientes do que as empresas que não recompraram ações. Verificou-se ainda que a distribuição pelas empresas de dividendos tem relação positiva com lucro líquido do período subsequente.
8	Rezende et al. (2007)	Foram utilizados testes estatísticos que comparam o retorno médio do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com o retorno médio do Índice Bovespa (Ibovespa), Índice Brasil (IBrx) e do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). As evidências encontradas, por meio da utilização de testes estatísticos, demonstram que apesar do ISE possuir uma carteira teórica diferenciada, voltada ao tema social, ambiental e ético, o seu retorno é semelhante aos índices de ações convencionais.
9	Zago e Paula (2007)	A relação entre desempenho socioambiental e desempenho financeiro é bastante complexa. O objetivo deste estudo é verificar se a inclusão de uma empresa na listagem do DJSI, o que pressupõe uma alta <i>performance</i> socioambiental, proporciona maior retorno financeiro para a mesma. O estudo de evento é utilizado como metodologia para investigar a existência de retornos anormais quando a informação sobre a inclusão da empresa na listagem é divulgada, analisando-se a hipótese de que o mercado tem expectativas positivas quanto à participação no DJSI. Participaram do estudo 154 empresas que constam na listagem do DJSI, edição 2005/2006, e comercializam suas ações na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Os resultados alcançados apontam para um efeito nulo, não confirmando a hipótese de maior retorno devido à inclusão no DJSI, mas também não indicando uma redução no desempenho financeiro associada a este fato.
10	Campos e Lemme (2008)	Este trabalho examinou o desempenho no mercado de capitais de índices internacionais e fundos de ações nacionais orientados para o conceito de ISR, estabelecendo comparações de risco e retorno com seus respectivos benchmarks. Buscou, assim, evidências de possíveis impactos sobre o desempenho financeiro decorrentes da incorporação de aspectos sociais e ambientais nas decisões de alocação de recursos. Os resultados indicaram inexistência de diferenças estatisticamente significativas de risco e retorno entre os índices e carteiras ISR examinados e seus <i>benchmarks</i> .
11	Dias e Barros (2008)	Aplicou-se a metodologia de estudo de evento: se a entrada de uma empresa na carteira do ISE traz valor ao acionista. Os resultados encontrados indicam que as empresas que foram anunciadas como participantes do ISE conseguem obter retornos anormais acumulados positivos, estatisticamente significantes, em janelas próximas a data do anúncio da nova carteira, quando comparadas com as empresas de um Grupo de Controle.
12	Kitahara e Silveira (2008)	O objetivo desse trabalho é analisar as informações dos Balanços Sociais publicados pelo IBASE - Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas, no período de 2000 a 2004 e verificar se existe uma relação entre os investimentos em responsabilidade social e o desempenho financeiro nas empresas que apresentaram lucro. A técnica estatística utiliza modelos lineares de análise de variância. As evidências encontradas sugerem a presença significativa dessa relação e também que os comportamentos dos setores estudados apresentam diferenças significativas entre si.

(conclusão)

N.	Autores	Aspectos importantes: objetivo / variáveis utilizadas / metodologia / resultados
13	Luz, Silva e Coelho. (2008).	Buscou-se investigar se as ações de empresas sustentáveis valem mais do que de empresas não sustentáveis. Metodologia: estudo de eventos. Procurou-se identificar a ocorrência de retornos anormais significativos após a divulgação da entrada da empresa na carteira do ISE, nas ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo e de Nova Iorque. Resultado: ainda não se confirmaram, no mercado acionário brasileiro, as expectativas de valorização das ações das empresas sustentáveis. Contudo, no mercado norte-americano observaram-se retornos anormais médios positivos significativos confirmando a ideia de que ações de empresas sustentáveis são precificadas positivamente pelos investidores naquele mercado.
14	Machado e Machado (2008)	Metodologia de estudo de eventos: se após a divulgação, pela Bovespa, a empresa fará parte da carteira ISE, o preço de suas ações sofre alteração. Conclui-se que, ao nível de significância de 5%, não há evidências de que o ingresso das empresas no índice ISE da Bovespa contribui significativamente para a alteração do preço das ações. No entanto, considerando a hipótese de mercado eficiente, isso não significa que o mercado de capitais não valoriza a questão de responsabilidade socioambiental, mas sim que informações quanto à inclusão das empresas no ISE já estavam refletidas nos preços das ações.
15	Nossa, Cezar e Nossa (2008)	Buscou-se investigar a relação do retorno anormal e a <i>performance</i> social e ambiental das empresas com ações negociadas na Bovespa e que publicam regularmente Balanço Social de acordo com o modelo proposto pelo (IBASE). O teste de hipótese foi realizado por meio da análise de regressão com dados em painel com efeito fixo, ajustado pela ferramenta <i>robust</i> . O indicador de responsabilidade social interno, indicador de responsabilidade social externo e o indicador de responsabilidade ambiental não apresentam relação com o retorno anormal das empresas com ações negociadas na Bovespa.
16	Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2009)	Enfoque do <i>stakeholder</i> e teorias financeiras. Trata-se de um tema complexo, ainda segue sem uma resposta conclusiva. Pesquisou-se a possível relação entre RSC e o valor da empresa, aproximado pelo Q de Tobin, e o desempenho financeiro da empresa, para uma amostra de 78 empresas brasileiras no período 2001-2006. Os resultados encontrados indicam um efeito negativo da RSC sobre a criação de valor para a empresa e uma relação de neutralidade, entre a RSC e a rentabilidade da empresa. Esses resultados são iniciais para o mercado brasileiro; é necessário mais pesquisa sobre o tema no Brasil.
17	Nunes, Teixeira e Nossa (2009)	Usou-se o modelo <i>Logit</i> de regressão linear múltipla para avaliar a contribuição de cada variável explicativa na chance de adesão ao índice. Há indícios de que o tamanho das empresas e o setor de atividade são determinantes que influenciam na adesão das empresas ao ISE. As variáveis: localização, concentração acionária, ser emissora de ADR e ser de propriedade estatal, estatisticamente, não apresentaram relação de influência para a inclusão das empresas ao ISE.
18	Vellani, Albuquerque e Chaves (2009)	Aborda a relação entre Valor de Mercado e Sustentabilidade Empresarial. A metodologia utilizada refere-se à estratégia da Pesquisa Estudo de Caso tratando-se de uma "Pesquisa Estudo (incorporado) de Casos Múltiplos (tipo 4)". Foram analisadas 32 empresas com ações listadas no ISE 2005 e 2006. Os resultados da regressão linear, apesar das limitações, indicam que somente o <i>bottom line</i> econômico da Sustentabilidade Empresarial é capaz de explicar o Valor de Mercado.

Quadro 5 – Resumo de Estudos Empíricos - Desempenho Socioambiental e Financeiro e Estudos Correlatos Realizados no Brasil

Fonte: Elaborado pela autora

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção encontra-se estruturada em sete aspectos principais: tipo de pesquisa; coleta de dados; unidades de análise e de observação; universo e amostra de pesquisa; variáveis e fontes de dados; modelo, e, por último, procedimentos estatísticos.

3.1 Tipo de Pesquisa

Quanto à abordagem, é classificada como quantitativa. Malhotra (2001, p. 155) expõe que “a pesquisa quantitativa procura quantificar os dados e aplicar alguma forma de análise estatística”.

Esta pesquisa tem como foco a análise das variáveis que determinam a criação de valor e a investigação da questão do desempenho econômico financeiro. Segundo Malhotra (2001), neste tipo de pesquisa, ocorre a formulação de hipóteses específicas, havendo pré-planejamento e estruturação.

Cooper e Schindler (2003, p, 139) expõe que a relação causa-efeito é menos explícita na pesquisa em administração, pois o que mais interessa “é entender, explicar, prever e controlar as relações entre as variáveis do que em descobrir as causas”.

Por fim, é considerada *ex post facto*, uma vez que a pesquisa conta com dados extraídos de base de dados, de fatos já ocorridos. Para Gil (2009, p. 49), “a tradução literal da expressão *ex post facto* é ‘a partir do fato passado’”.

3.2 Coleta de Dados

Inicialmente, foi utilizado o *software* para a preparação das variáveis do modelo consistiu no *Microsoft Excel versão Office 2007*.

Os dados coletados consistiram em: demonstrações financeiras (DFs), por meio de dados do *software* Economática®, e a cotação das ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Quanto aos dados sobre ISE, foram coletados dos sites da Bovespa e do GVCES. Considerou-se a periodicidade trimestral. No que tange aos dados sobre investimento em sustentabilidade, foram extraídos dos balanços sociais das empresas, nos sites próprios, quando disponíveis.

3.3 Unidades de análise e de observação

As unidades de análise compreendem as empresas do tipo sociedades anônimas, de capital aberto que integram a carteira do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial, além de empresas que possuem ações negociadas na Bovespa.

As unidades de observação perfazem um total de 14.328 observações, sendo 12.600 observações para as empresas do ISE, e 1.728 para o grupo controle, considerando-se os dados trimestrais. Correspondem aos demonstrativos financeiros (DFs) publicados por essas empresas, os balanços sociais e as cotações de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

3.4 Universo e Amostra de Pesquisa

O universo da pesquisa compreende as empresas do tipo sociedade anônima, de capital aberto, com ações negociadas na Bovespa, além das empresas que integram a carteira do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial.

Conforme indica o QUADRO 6, a amostra é composta por 47 empresas: 35 empresas do ISE e 12 da Bovespa, sendo que as empresas que não integram o ISE, 6 empresas são do mercado tradicional, quatro são pertencentes ao nível 1 de governança e duas pertencentes ao nível 2. Para o primeiro grupo, o critério foi o não probabilístico, e de acordo com a disponibilidade de dados. Já para o segundo grupo, a amostra foi aleatória, considerando-se a quantidade de 1/3 em relação ao primeiro grupo.

Nº	Nome da empresa	Ação	Tipo	Grupo	Nº	Nome da empresa	Ação	Tipo	Grupo
1	AES Tietê	GETI4	PN	ISE	25	Petrobrás	PETR4	PN	ISE
2	All América Latina	ALLL4	PN	ISE	26	Suzano Papel	SUZB6	PNB	ISE
3	Bradesco	BBDC4	PN	ISE	27	TAM	TAM	PN	ISE
4	Brasil	BBAS4	PN	ISE	28	Telemar	TNLP4	PN	ISE
5	Braskem	BRKM6	PN	ISE	29	Tim Part S/A	TCSL4	PN	ISE
6	BRF Foods	PRGA4	PN	ISE	30	Tractebel	TBLE5	PNA	ISE
7	CCR Rodovia	CCRO3	ON	ISE	31	Ultrapar	UGPA4	PN	ISE
8	Cemig	CMIG4	PN	ISE	32	Usiminas	USIM5	PNA	ISE
9	Cesp	CESP5	PN	ISE	33	VCP FIBRIA	VCPA4	PN	ISE
10	Coelce	COCE6	PN	ISE	34	Vivo	VIVO4	PN	ISE
11	Copel	CPLE6	PNB	ISE	35	WEG	WEGE4	PN	ISE
12	CPFL Energia	CPFE3	ON	ISE	36	Ambev	AMBV4	PN	Tradicional
13	DASA	DASA3	ON	ISE	37	Livraria Saraiva	SLED4	PN	Nível 2
14	Eletropaulo	ELPL4		ISE	38	Uol	UOLL4	PN	Nível 2
15	Embraer	EMBR4	PN	ISE	39	Vicunha	VINE5	PN	Tradicional
15	Gerdau	GGB	PN	ISE	40	Embratel	EBTP4	PN	Tradicional
17	Gerdau Met	GOAU4		ISE	41	Encorpar	ECPR4	PN	Tradicional
18	Gol	GOLL4	PN	ISE	42	Comgas	CGAS5	PN	Tradicional
19	lochpe-Maxion	MYPK4	PN	ISE	43	Confab	CNFB4	PN	Nível 1
20	Itau Unibanco	ITUB4	PN	ISE	44	Contax	CTAX4	PN	Tradicional
21	Itausa	ITSA4	ON	ISE	45	Mangels	MGEL4	PN	Nível 1
22	Light	LIGT3	ON	ISE	46	Randon	RAPT4	PN	Nível 1
23	Localiza	RENT3	ON	ISE	47	Unipar	UNIP5	PN	Nível 1
24	Natura	NATU3	ON	ISE					

Quadro 6 – Amostra: Empresas do ISE e da Bovespa
Fonte: Elaborado pela autora.

3.5 Variáveis e Fontes de Dados

Marconi e Lakatos (2009, p. 189) define variável independente como “a que influencia, determina ou que afeta uma outra variável”. É também “condição ou causa para certo resultado”. Por outro lado, a variável dependente consiste em “valores (fenômenos, fatores) a serem explicados ou descobertos, em virtude de serem influenciados, determinados ou afetados pela variável independente”. A variável é o antecedente, enquanto a variável dependente é consequente. Além disso, os autores expõem que se deve indicar com clareza e objetividade, as variáveis dependentes e independentes, ao se colocar o problema e a hipótese.

Foi estabelecido um total de quinze variáveis (representada na FIG. 8, pelos quadros numerados de 1 a 15, indicando a quais grupos pertencem), sendo distribuídas em quatro grupos de variáveis: criação de valor, responsabilidade social, investimento e desempenho econômico-financeiro. As variáveis dependentes são representadas pelos grupos: criação de valor (1, 2 e 3) e desempenho financeiro (13, 14 e 15). As demais variáveis (4 a 12) são consideradas independentes.

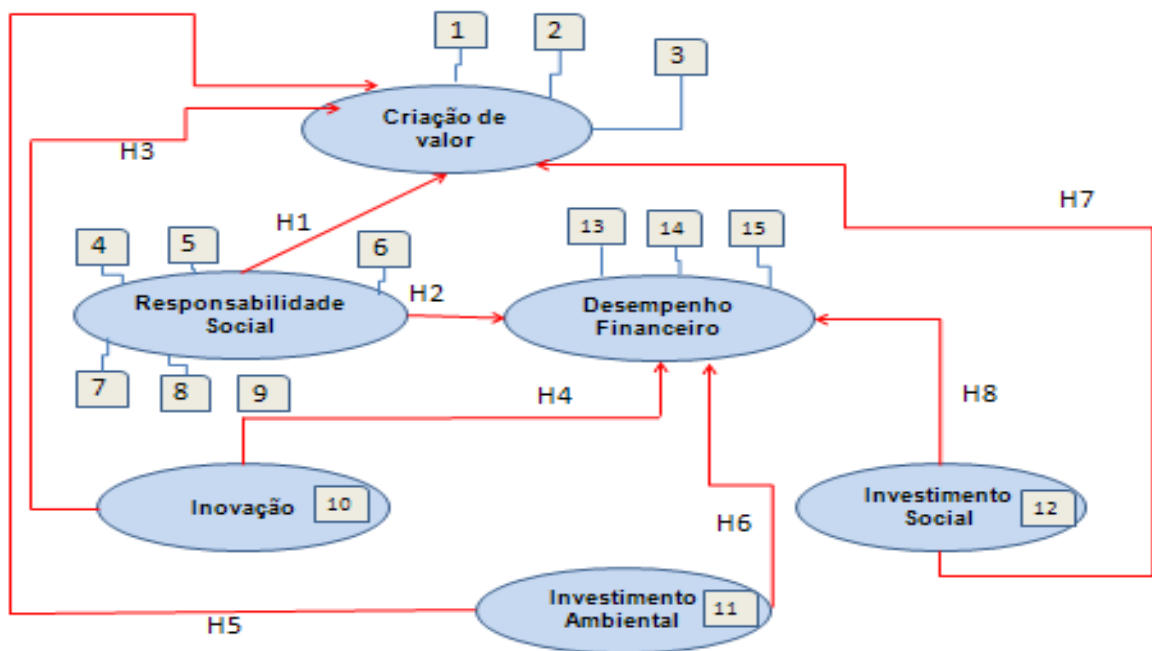


Figura 8 – Esquema da distribuição dos grupos das variáveis e as hipóteses

Fonte: Elaborada pela autora

3.5.1 Variáveis de criação de valor

Conforme Antunes e Procianny (2003), por meio da análise do valor das ações das empresas, torna-se possível constatar a criação de valor. Para tal, é necessário analisar as variações no preço das ações. Essas variações podem ocorrer devido às informações ou divulgações das demonstrações financeiras ou mesmo, devido às decisões de investimento. Já para Luchhesi e Famá (2007), um dos fatores que ampliam o valor da empresa é a expectativa de retorno do investimento, associado à tomada de decisão.

Especificamente para este estudo, as variáveis de criação de valor foram determinadas de acordo com três critérios: o retorno acionário (RA), M/B (*Market-to-book ratio*), e o retorno anormal (RA_N), conforme o QUADRO 7.

SIGLA	VARIÁVEL	INTERPRETAÇÃO / EXPLICAÇÃO	CÁLCULO
RA	Retorno Acionário (RA)	Fornecer um indicador de valorização das ações preferenciais (PN) no mercado no período estudado	$RA = \frac{P_{t+1}}{P_{to}}$
M/B	<i>Market-to-book ratio</i>	Fornecer a medida pela variação do valor de mercado pela variação do valor patrimonial ou patrimônio líquido	$M/B = \Delta \frac{VM}{VP}$
RA _N	Retorno Anormal	É considerado retorno anormal quando o desempenho de sua ação supera o retorno da Ibovespa	$RA_{Nit} = LN \left(\frac{P_{t+1}}{P_{to}} \right) - LN \left(\frac{Ibov}{Ibov_{to}} \right)$

Quadro 7 – Variáveis de Criação de Valor

Fonte: Elaborado pela autora

3.5.1.1 Retorno Acionário (RA)

O retorno acionário fornece um indicador de valorização das ações preferenciais (PN) no mercado no período estudado.

$$RA = \frac{P_{t+1}}{P_{t_0}} \quad \text{[Equação 1]}$$

Em que:

RA = Retorno Acionário;

P_{t₀} = Cotação da ação em uma data base;

P_{t+1} = Cotação da ação em um dia t posterior

3.5.1.2 M/B (*Market-to-book ratio*)

O critério *Market-to-book ratio* corresponde à variação de uma medida de avaliação e do desempenho de avaliação da perspectiva e do desempenho no longo prazo da empresa. Também pode ser medida pela variação do valor de mercado pela variação do valor patrimonial ou patrimônio líquido.

$$M/B = \Delta \frac{VM}{VP} \quad \text{[Equação 2]}$$

Em que:

M/B = Market-to-book ratio

VM = Variação do Valor de Mercado;

VP = Valor Patrimonial

3.5.1.3 Retorno Anormal (RA_N)

O retorno anormal fornece um indicador da valorização das ações no mercado em relação ao desempenho médio da carteira de mercado (Ibovespa). Adotou-se o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, abordado por Camargos e Barbosa (2003)³¹, citado por Camargos (2008, p. 117) que significa “encontrar a diferença do retorno da ação em relação ao retorno do índice de mercado (Ibovespa) numa mesma data utilizando-se a forma logarítmica”. Para Camargos (2008), o retorno anormal é considerado uma das medidas de desempenho de uma empresa mais utilizadas na aferição da criação de riqueza para os acionistas. No entanto, o autor afirma que os resultados são controversos no âmbito de pesquisas já realizadas.

$$RA_N = \text{LN} \left(\frac{\frac{P_{t+1}}{P_{t0}}}{\frac{Ibov_{t+1}}{Ibov_{t0}}} \right) \quad \text{[Equação 3]} \quad \text{ou}$$

$$RA_{Nit} = \text{LN} \left(\frac{P_{t+1}}{P_{t0}} \right) - \text{LN} \left(\frac{Ibov_{t+1}}{Ibov_{t0}} \right) \quad \text{[Equação 4]}$$

Em que:

RA_{Nit} = Retorno Anormal de uma empresa;

P_{t0} = Cotação da ação em uma data base;

P_{t+1} = Cotação da ação no mercado em um dia t posterior;

$Ibov_{t0}$ = Cotação do Ibovespa em uma data base;

$Ibov_{t+1}$ = Cotação do Ibovespa em um dia t posterior.

³¹ CAMARGOS, M.A., BARBOSA, F.V. Estudos de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração USP*, São Paulo, v.10, n. 3, p. 1-20, jul. / set. 2003.

3.5.2 Variáveis Independentes de Responsabilidade Social

Foram considerados seis critérios para as variáveis independentes de responsabilidade social: adesão ao ISE, tamanho das empresas, setor de atividade, concentração acionária, emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) e ser de propriedade estatal, conforme mostra o QUADRO 8.

SIGLA	DENOMINAÇÃO	INTERPRETAÇÃO / EXPLICAÇÃO	CÁLCULO / PROXY
ISE	Adesão ao ISE/Continuação	Empresas que receberam o questionário e aderiram ao ISE	Variável <i>dummy</i> : D=1 – empresas no ISE; D=0 – empresas fora do ISE
TM	Tamanho	Ativo Total	Logaritmo de Ativo Total
SA	Setor de Atividade	Classificação de acordo com metodologia do ISE	Variável <i>dummy</i> : D=1 – alto impacto; D=0 – impacto moderado
CA	Concentração Acionária	Existência de acionistas controladores	Percentual da soma dos 05 maiores acionistas com poder de voto
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>	Papel emitido e negociado nos EUA	Variável <i>dummy</i> : D=1 – empresas emissoras de ADR; D=0 – empresas não emissoras de ADR
Propriedade Estatal	Empresa de Propriedade Estatal	Empresa com participação do governo	Variável <i>dummy</i> : D=1 – empresas de propriedade estatal; D=0 – empresas de propriedade não estatal

Quadro 8 – Variáveis Independentes de Responsabilidade Social

Fonte: Elaborado pela autora, com base em NUNES; TEIXEIRA; NOSSA, 2009

3.5.2.1 Adesão ao ISE

Esta variável é analisada para as empresas que receberam o questionário e aderiram ao ISE. Considerou-se a variável *dummy* para: D=1 para empresas no ISE; para D=0 foram consideradas as empresas fora do ISE.

3.5.2.2 Tamanho das empresas

Nunes, Teixeira e Nossa (2009, p.5) destacam alguns autores que têm estudos relacionados com essa variável. Os principais são Michelin (2007), em que o tamanho das empresas está associado positivamente com as “evidenciações das informações socioambientais, indicando que grandes empresas possuem alto grau de evidênciação”. Os autores também abordam a hipótese do tamanho associado aos custos políticos, na concepção de Watts e Zimmerman (1986).

Os autores ainda mencionam que o tamanho da empresa é mensurado por número de empregados, valor do ativo total, receita de vendas, *ranking* de periódicos *etc.* Especificamente para esta pesquisa, o tamanho das empresas tem como parâmetro o valor do Ativo Total, medido pelo logaritmo do Ativo Total.

3.5.2.3 Setor de Atividade

Esta variável é avaliada conforme a dimensão ambiental, tendo com referência a classificação dos impactos sobre o meio ambiente em alto impacto e moderado impacto, conforme Roberts (1992), citado por Nunes, Teixeira e Nossa (2009). Foi considerada a variável *dummy* para: D=1 para as empresas com alto impacto; para D=0 as empresas com moderado impacto.

O QUADRO 9 expõe os setores de atividade, sua classificação e os principais aspectos ambientais. Esse quadro foi adaptado de Roberts,1992 com base Nunes, Teixeira e Nossa (2009).

SETORES	CLASSIFICAÇÃO	PRINCIPAIS ASPECTOS AMBIENTAIS
Água Saneamento Energia Elétrica	Alto Impacto	Consumo intensivo de recursos naturais e interferências no território.
Extrativistas Mineração Papel e celulose Petróleo e gás Laticínios Produtos de uso pessoal Máquinas e equipamentos Medicamentos		Consumo de recursos naturais e emissões (processo produtivo). Emissões (processo produtivo)
SETORES	CLASSIFICAÇÃO	PRINCIPAIS ASPECTOS AMBIENTAIS
Logística e armazenamento Transporte aéreo Transporte rodoviário Serviço de Armazenagem	Moderado Impacto	Emissões.
Siderurgia		
Transformação Serviço Exploração de rodovias Análises e Diagnósticos Telefonia		Consumo de matérias primas Consumo de energia, água e materiais (processos administrativos).
Setor financeiro		Aspectos indiretos: consumo de energia, água e materiais (processos administrativos).

Quadro 9 – Classificação setorial de acordo com a dimensão ambiental

Fonte: Adaptado de Roberts, 1992 com base em NUNES; TEIXEIRA; NOSSA, 2009.

3.5.2.4 Concentração Acionária

No caso do Brasil, a estrutura de propriedade acionária é considerada concentrada, além de ser elevada, contribuindo para o conflito de agência (PROCIANOY; CASELINI, 1997; SARLO NETO; LOPES; DALMÁCIO, 2010).

3.5.2.5 Emissão de ADR (*American Depositary Receipt*)

Utiliza-se a variável emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) ou Recibo de Depósito Americano por causa do rigor das normas americanas no que se refere às práticas de governança corporativa: a empresa pode aumentar o seu nível de governança e influenciar positivamente.

Os ADRs correspondem aos recibos de depósito mais lançados por empresas brasileiras que buscam maior liquidez e visibilidade ao abrir o capital em bolsas estrangeiras. O Brasil é considerado um dos países com o maior número de empresas que emitem ADRs (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2004 citado por NUNES; TEIXEIRA; NOSSA (2009).

3.5.2.6 Propriedade Estatal

Sarlo Neto (2004) aborda que as empresas estatais, controladas pelos governos federal, estadual ou municipal, possuem interesses diferentes e encaminham os seus investimentos para suprir alguma necessidade, de natureza econômica ou social. Existe uma expectativa de que as empresas estatais possam apresentar uma relação positiva no que se refere ao índice de sustentabilidade empresarial. Foi considerada a variável *dummy*. Para: D=1 a empresa estatal (com participação do governo) e para D=0, a empresa estrangeira.

3.5.3 Variáveis Independentes de Investimento

Essas variáveis visam a analisar a variação de uma medida do investimento, comparando-se um período posterior a um período anterior. Foram considerados três critérios para as variáveis de investimento: investimento em inovação, investimento ambiental e investimento social. Os dados coletados foram extraídos de

Balancos Sociais das empresas, na medida em estas disponibilizam e divulgam os dados em sites.

SIGLA	DENOMINAÇÃO	INTERPRETAÇÃO / EXPLICAÇÃO	CÁLCULO
ΔII	Varição do Investimento Inovação	Fornece a variação de uma medida do investimento de inovação	$\Delta II_{it} = \frac{II_{it} - II_{i(t-1)}}{II_{i(t-1)}}$
ΔIA	Varição do Investimento Ambiental	Fornece a variação de uma medida do investimento ambiental	$\Delta IA_{it} = \frac{IA_{it} - IA_{i(t-1)}}{IA_{i(t-1)}}$
ΔIS	Varição do Investimento Social	Fornece a variação de uma medida do investimento social	$\Delta IS_{it} = \frac{IS_{it} - IS_{i(t-1)}}{IS_{i(t-1)}}$

Quadro 10 – Variáveis Relativas de Investimento
Fonte: Elaborado pela autora

3.5.3.1 Variação do Investimento em Inovação

Fornece a variação de uma medida do investimento em inovação da empresa *i* no trimestre *t* em relação ao Investimento em Inovação da empresa *i* no trimestre *t-1*. A forma de cálculo é apresentada a seguir.

$$\Delta II_{it} = \frac{II_{it} - II_{i(t-1)}}{II_{i(t-1)}} \quad \text{[Equação 5]}$$

Em que:

ΔII_{it} = Variação do Investimento em Inovação da empresa *i* no trimestre *t*,

II_{it} = Investimento em Inovação da empresa *i* no trimestre *t*,

$II_{i(t-1)}$ = Investimento em Inovação da empresa *i* no trimestre *t-1*.

3.5.3.2 Variação do Investimento Ambiental

Fornece a variação de uma medida do investimento ambiental da empresa i no trimestre t em relação ao Investimento em ambiental da empresa i no trimestre $t-1$. A forma de cálculo é apresentada a seguir.

$$\Delta IA_{it} = \frac{IA_{it} - IA_{i(t-1)}}{IA_{i(t-1)}} \quad \text{[Equação 6]}$$

Em que:

ΔIA_{it} = Variação do Investimento Ambiental da empresa i no trimestre t ;

IA_{it} = Investimento Ambiental da empresa i no trimestre t ;

$IA_{i(t-1)}$ = Investimento Ambiental da empresa i no trimestre $t-1$

3.5.3.3 Variação do Investimento Social

Fornece a variação de uma medida do investimento social da empresa i no trimestre t em relação ao Investimento em social da empresa i no trimestre $t-1$. A forma de cálculo é apresentada a seguir.

$$\Delta IS_{it} = \frac{IS_{it} - IS_{i(t-1)}}{IS_{i(t-1)}} \quad \text{[Equação 7]}$$

Em que:

ΔIS_{it} = Variação do Investimento Social da empresa i no trimestre t ;

IS_{it} = Investimento Social da empresa i no trimestre t ;

$IS_{i(t-1)}$ = Investimento Social da empresa i no trimestre $t-1$.

3.5.4 Variáveis Dependentes de Desempenho Econômico Financeiro

As variáveis de desempenho econômico-financeiro foram obtidas ou calculadas através de dados do *software* Economática®, considerando as demonstrações financeiras (DFs) e as cotações dos índices.

Foram considerados três critérios para o desempenho econômico-financeiro: Variação do Lucro por Ação; Variação do Retorno sobre o Ativo e Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

SIGLA	DENOMINAÇÃO	INTERPRETAÇÃO / EXPLICAÇÃO	CÁLCULO
Δ LPA	Variação do Lucro por Ação	Fornece a variação de um indicador de lucro líquido para cada ação da empresa	$\Delta \text{LPA} = \frac{\Delta \text{ Lucro Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ de ações (ord. + pref.)}}$
Δ ROA	Variação do Retorno sobre o Ativo	Fornece a variação de uma medida de retorno proporcionado pelos investimentos totais na empresa, representado pelos seus ativos totais	$\Delta \text{ROA} = \Delta \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
Δ ROE	Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Fornece a variação do retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas	$\Delta \text{ROE} = \Delta \frac{\Delta \text{ Lucro Líquido}}{\text{PL} - \text{Lucro Líquido}}$

Quadro 11 – Variáveis Dependentes de Desempenho Econômico Financeiro
Fonte: Elaborado pela autora

3.5.4.1 Variação do Lucro por Ação

Essa medida fornece a variação de um indicador de lucro líquido para cada ação da empresa. Assaf Neto (2009, p. 224) afirma que o “LPA representa a parcela do resultado líquido da empresa, conforme apurado em determinado exercício, que compete a cada ação”. A seguir, é apresentada a forma de cálculo.

$$\Delta \text{LPA} = \frac{\Delta \text{ Lucro Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ de ações (ordinárias + preferenciais)}} \quad [\text{Equação 8}]$$

3.5.4.2 Variação do Retorno sobre o Ativo

Corresponde à variação do retorno sobre o ativo. Essa medida fornece a variação de uma medida do lucro líquido proporcionado pelos investimentos totais na empresa, representado pelos seus ativos totais.

$$\Delta \text{ROA} = \Delta \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad [\text{Equação 9}]$$

Em que: ΔROA = Variação do Retorno sobre o Ativo;

3.5.4.3 Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Essa medida fornece a variação do retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas.

$$\Delta \text{ROE} = \Delta \frac{\Delta \text{ Lucro Líquido}}{\text{PL} - \text{Lucro Líquido}} \quad [\text{Equação 10}]$$

Em que:

ΔROE = Variação do retorno em relação ao capital

$\Delta \text{ Lucro Líquido}$ = Variação do Lucro Líquido

PL = Patrimônio Líquido

3.5.4.4 Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

O QUADRO 12 apresenta o resumo das variáveis utilizadas na pesquisa, no qual consta o grupo das variáveis, a denominação, a interpretação/explicação e cálculo/proxy. O número de variáveis foi em total de 15, sendo distribuídas em 4 categorias.

(continua)

VARIÁVEL	DENOMINAÇÃO	INTERPRETAÇÃO / EXPLICAÇÃO	CÁLCULO / PROXY
Variáveis Dependentes de Criação de Valor			
RA	Retorno Acionário (RA)	Fornece um indicador de valorização das ações (PN) no mercado no período estudado	$RA = \frac{P_{t+1}}{P_{t0}}$
M/B	<i>Market-to-book ratio</i>	Fornece a variação de uma medida de avaliação e do desempenho de avaliação da perspectiva e do desempenho em longo prazo da empresa	$M/B = \Delta \frac{VM}{VP}$
RA _N	Retorno Anormal	Fornece um indicador da valorização das ações no mercado em relação ao desempenho médio da carteira de mercado (Ibovespa)	$RA_{Nit} = LN \left(\frac{P_{t+1}}{P_{t0}} \right) - LN \left(\frac{Ibov}{Ibov_{t0}} \right)$
VARIÁVEL	DENOMINAÇÃO	INTERPRETAÇÃO / EXPLICAÇÃO	CÁLCULO / PROXY
Variáveis Independentes - Responsabilidade Social			
ISE	Adesão ao ISE/Continuação	Empresas que receberam o questionário e aderiram ao ISE	Variável <i>dummy</i> : D=1 – empresas no ISE D=0 – empresas fora do ISE
TM	Tamanho	Ativo Total	Logaritmo de Ativo Total
CA	Concentração Acionária	Existência de acionistas controladores	Percentual da soma dos 05 maiores acionistas com poder de voto
SA	Setor de Atividade	Classificação de acordo com metodologia do ISE	Variável <i>dummy</i> : D=1 – alto impacto D=0 – impacto moderado
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>	Papel emitido e negociado nos EUA	Variável <i>dummy</i> : D=1 – empresas emissoras de ADR. D=0 – empresas não emissoras de ADR
Propriedad e Estatal	Empresa de Propriedade Estatal	Empresa com participação do governo	Variável <i>dummy</i> : D=1 – empresas de propriedade estatal D=0 – empresas de propriedade não estatal

(conclui)

Variáveis Relativas associadas ao Investimento			
ΔIA	Varição do Investimento Ambiental	Fornecer a variação de uma medida do investimento ambiental	$\Delta IA_{it} = \frac{IA_{it} - IA_{i(t-1)}}{IA_{i(t-1)}}$
ΔII	Varição do Investimento Inovação	Fornecer a variação de uma medida do investimento de inovação	$\Delta II_{it} = \frac{II_{it} - II_{i(t-1)}}{II_{i(t-1)}}$
ΔIS	Varição do Investimento Social	Fornecer a variação de uma medida do investimento social	$\Delta IS_{it} = \frac{IS_{it} - IS_{i(t-1)}}{IS_{i(t-1)}}$
Variáveis Dependentes - Desempenho Econômico Financeiro			
ΔLPA	Varição do Lucro por Ação	Fornecer a variação de um indicador de lucro líquido para cada ação da empresa	$\Delta LPA = \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{\text{Nº de ações (ordinárias. + preferenciais)}}$
ΔROA	Varição do Retorno sobre o ativo	Fornecer a variação de uma medida de retorno proporcionado pelos investimentos totais na empresa, representado pelos seus ativos totais	$\Delta ROA = \Delta \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
ΔROE	Varição do Retorno sobre o PL	Fornecer a variação do retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas	$\Delta ROE = \Delta \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{\text{PL} - \text{Lucro Líquido}}$

Quadro 12 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

Fonte: Elaborado pela autora, adaptado de CAMARGOS, 2008; NUNES; TEIXEIRA; NOSSA, 2009; ARAÚJO, 2011

O QUADRO 13 apresenta o resumo das variáveis com o respectivo embasamento teórico.

Nº	DENOMINAÇÃO	GRUPOS DAS VARIÁVEIS	EMBASAMENTO TEÓRICO
1	Retorno Acionário (RA)	Criação de Valor	Camargos (2008)
2	Market-to-book ratio (M/B)		Camargos (2008); Araújo (2011)
3	Retorno Anormal		Lucchesi e Famá (2007); Bruni e Costa (2007); Silva (2007); Zago e Paula (2007); Camargos (2008); Dias e Barros (2008); Luz, Silva e Coelho (2008); Nossa, Cezar e Nossa (2008)
4	Adesão ao ISE / Continuação	Responsabilidade Social	Nunes, Teixeira e Nossa (2009)
5	Tamanho		Borba (2006); Nunes, Teixeira e Nossa (2009)

6	Concentração Acionária		Procianoy e Caselini (1997); Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio (2010)
7	Setor de Atividade		Borba (2006); Nunes, Teixeira e Nossa (2009)
8	<i>American Depository Receipt</i>		Nunes, Teixeira e Nossa (2009)
9	Empresa de Propriedade Estatal		Nunes, Teixeira e Nossa (2009)
10	Varição do Investimento Ambiental	Investimento	Bufoni (2009)
11	Varição do Investimento Inovação		Hart e Milstein (2004)
12	Varição do Investimento Social		Moore (2001); Ruf <i>et al</i> (2001)
13	Varição do Lucro por Ação	Desempenho Econômico Financeiro	Moore (2001); Ruf <i>et al</i> (2001); Camargos (2008);
14	Varição do Retorno sobre o Ativo		Nossa e Nossa (2007); Camargos (2008); Dias (2009)
15	Varição do Retorno sobre o PL		Camargos (2008); Bufoni (2009)

Quadro 13 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa com embasamento teórico
 Fonte: Elaborado pela autora

3.6 O Modelo e a Construção de Hipóteses

Marconi e Lakatos (2009) expõem que a hipótese tem como função propor explicações para certos fatos além de orientar a busca de outras informações. A clareza da definição dos termos da hipótese é condição fundamental para o desenvolvimento da pesquisa. É também necessário que haja embasamento teórico (ver QUADRO 13) e que a hipótese seja formulada de tal maneira que possa servir de guia na tarefa de investigação.

Com base no estudo proposto por Nunes, Teixeira e Nossa (2009), onde os autores usaram o modelo *Logit* de regressão linear múltipla para avaliar a contribuição de cada variável explicativa na chance de adesão ao índice, e no modelo de Silveira (2002), em que propõe um modelo de Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, procurou-se buscar fundamentação teórica para construir um modelo apropriado para esta pesquisa que pudesse atender ao objetivo proposto.

Vale ressaltar que o estudo proposto Nunes, Teixeira e Nossa (2009) objetivou analisar as variáveis que influenciam a adesão das empresas ao Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE). As variáveis analisadas foram: tamanho da empresa, setor de atividade, concentração acionária e o fato de a empresa ser emissora de *American Depositary Receipt* (ADR) e ser de propriedade estatal.

Ao propor um modelo de Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, Silveira (2002) considerou como variável independente as relacionadas à governança, e como dependentes as relacionadas ao valor da empresa e desempenho da empresa. Pode-se observar o esboço das variáveis estudadas, por meio da FIG. 9.

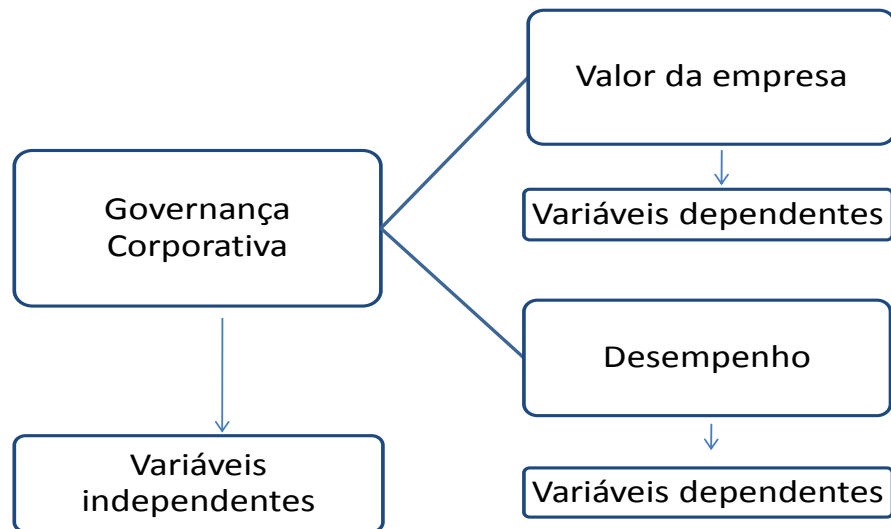


Figura 9– Modelo Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil

Fonte: SILVEIRA, 2002, p.89

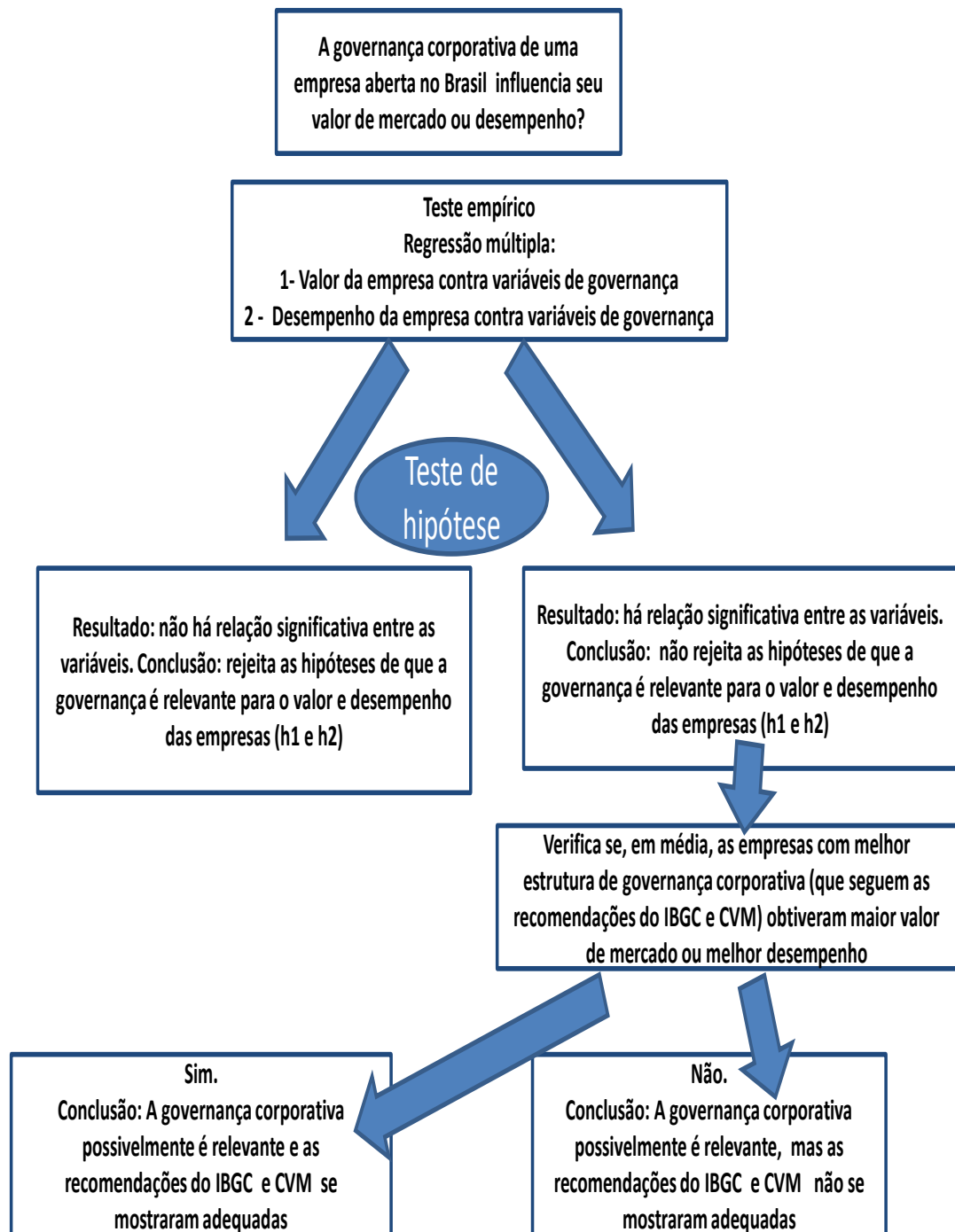


Figura 10 – Modelo esquemático do teste de hipótese proposto por Silveira (2002)

Fonte: SILVEIRA, 2002, p.90

Silveira (2002) propõe um modelo esquemático do teste de hipótese, ao relacionar a governança corporativa, o desempenho e o valor da empresa no Brasil, conforme indica a FIG. 10.

O modelo a ser proposto para esta pesquisa visa alcançar o objetivo geral, que é analisar se as variáveis de responsabilidade social e de investimento determinam a criação de valor e se afetam positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período 2005 a 2010. Esse modelo tem como referência metodológica o diagrama de caminhos, que conforme Hair *et al.* (2009), corresponde a uma representação gráfica que procura descrever as relações causais existentes entre as diversas variáveis sob estudo, com base nas hipóteses levantadas pela pesquisa.

Dessa forma, apresenta-se a construção do modelo proposto para esta dissertação, em que se relacionam os grupos das variáveis. Cabe salientar que as hipóteses foram formuladas com base no arcabouço teórico, sobretudo, no que se refere aos determinantes contemporâneos de criação de valor.

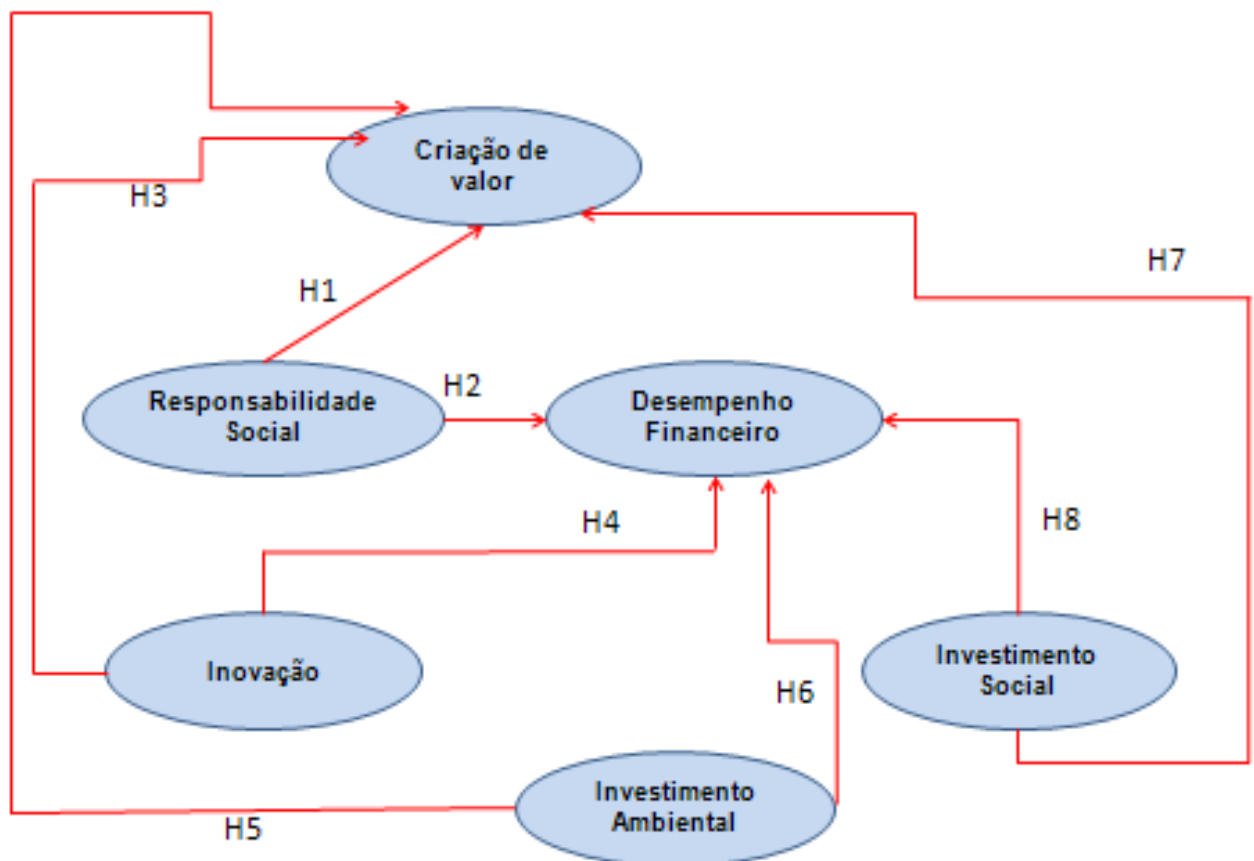


Figura 11 – Construção de hipóteses do modelo

Fonte: Elaborada pela autora

H1: A responsabilidade social cria valor para a empresa;

H2: A responsabilidade social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa;

H3: A inovação cria valor para a empresa;

H4: A inovação afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa;

H5: Investimento ambiental cria valor para a empresa;

H6: Investimento ambiental afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa;

H7: Investimento social cria valor para a empresa;

H8: Investimento social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa.

3.6.1 Coeficiente de correlação não paramétrico de Spearman

O coeficiente de correlação não paramétrico de Spearman, de acordo com Hair *et al.* (2009), é utilizado para testar a associação entre duas variáveis. Para este estudo, buscou-se analisar possíveis associações entre os fatores de investimento em sustentabilidade, a responsabilidade social, a criação de valor e o desempenho financeiro, de forma a identificar as relações existentes entre essas características. Conforme Triola (2008, p. 540), “os testes não paramétricos não exigem que as amostras venham de populações com distribuições normais ou qualquer outra distribuição particular”.

3.6.2 Teste não paramétrico de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney

O teste não paramétrico de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney foi empregado para comparação das características quantitativas para os diferentes grupos estudados. Justifica-se a utilização desta técnica devido à amostra não apresentar distribuição normal, conforme Triola (2008) e Hair *et al.* (2009).

3.6.3 Nível de significância

Para determinar se as diferenças e associações encontradas são estatisticamente significativas, utilizou-se o nível de significância de 5%. Assim, consideraram-se como significativas diferenças e associações cuja probabilidade de significância do teste, p-valor, é menor ou igual a 0,05.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Esta dissertação teve como objetivo principal analisar as variáveis que determinam a criação de valor e o desempenho econômico-financeiro em empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período 2005 a 2010. Para tal, pretendeu-se descrever as relações entre a sustentabilidade, a criação de valor e o desempenho econômico-financeiro. Além disso, buscou-se comparar os resultados de criação de valor e de desempenho econômico-financeiro das empresas do ISE com outras empresas que não integram o ISE e que têm ações negociadas na Bovespa.

Os resultados são apresentados e discutidos nesta seção, que foi dividida em quatro partes: metodologia de análise, estatística descritiva da amostra, associação entre as características e comparação entre as empresas ISE versus Não ISE (2005-2010):

4.1 Metodologia de análise

Foram pesquisadas 47 empresas, sendo 35 empresas do ISE e 12 empresas que não integraram o ISE, mas que têm ações negociadas na Bovespa, de diversos ramos de atividade em um período de 6 anos (2005 a 2010), com avaliações anuais. Essas empresas foram analisadas segundo 4 critérios: a criação de valor, a característica de responsabilidade social, os investimentos em sustentabilidade e o desempenho financeiro.

Os dados coletados foram tabulados e submetidos a análises uni, bi e multivariadas com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*, com o intuito de elaborar o tratamento estatístico para responder às questões levantadas pela pesquisa.

A análise dos dados iniciou-se com a utilização de técnicas de análise descritiva, considerando: tabelas contendo a frequência absoluta e relativa e medidas-resumo como média, mediana e desvio padrão para a identificação das principais características das empresas estudadas.

4.2 Estatísticas descritivas da amostra

Realizou-se a análise univariada com base nas variáveis de criação de valor, desempenho financeiro, sustentabilidade e responsabilidade social das empresas. Inicialmente, é apresentada a distribuição da participação das empresas no ISE.

Conforme mostra a TAB. 2, desde 2007 aproximadamente 2/3 das empresas estudadas fazem parte do índice. Pode-se também observar que existe uma tendência maior para a não adesão das empresas ao ISE, verificando-se uma porcentagem que varia entre 57,1% a 74,3%.

Tabela 2 – Distribuição das empresas por ano segundo participação no ISE

Ano	ISE	
	Sim [n(%)]	Não [n (%)]
2005	35 (100,0)	0 (0,0)
2006	15 (42,9)	20 (57,1)
2007	9 (25,7)	26 (74,3)
2008	11 (31,4)	24 (68,6)
2009	14 (40,0)	21 (60,0)
2010	10 (28,6)	25 (71,4)

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB. 3 descreve a distribuição das empresas conforme características da responsabilidade social, a saber: o setor de atividade, o controle, se a empresa possui participação do governo e se o papel (*ADR*) é emitido e negociado nos Estados Unidos.

Observa-se que 71,4% das empresas estudadas são do setor de alto impacto e 97,1% apresentam controle nacional. Dentre todas as empresas avaliadas 71,4% não possuem participação do governo e 51,4% não possuem papel emitido e negociado nos Estados Unidos.

Tabela 3 – Caracterização das empresas

Características	Frequência	Percentual
Setor de Atividade		
Impacto Moderado ¹	10	28,6
Alto Impacto ²	25	71,4
Controle		
Nacional	34	97,1
Estrangeiro	1	2,9
Participação Governo		
Não	25	71,4
Sim	10	28,6
Papel Negociado nos EUA (<i>ADR</i>)		
Não	18	51,4
Sim	17	48,6

Nota 1: Para o setor de impacto moderado foram considerados os seguintes setores: logística e armazenamento, transporte aéreo, transporte rodoviário, serviço de armazenagem, siderurgia, transformação, serviço, exploração de rodovias, análise e diagnósticos, telefonia e setor financeiro.

Nota 2: Para o setor de alto impacto foram considerados os seguintes setores: água, saneamento, energia elétrica, extrativista, mineração, papel e celulose, petróleo e gás, laticínios, produtos de uso pessoal, máquinas e equipamentos e medicamentos.

Nota 3: Os critérios adotados para classificação dos setores foram adaptados de Roberts Roberts, 1992 com base Nunes, Teixeira e Nossa (2009).

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB. 4 descreve o tamanho da organização e a concentração acionária. Vale ressaltar que o tamanho das empresas é medido segundo o logaritmo do ativo total. Nota-se que, em média, as empresas possuem um tamanho de 68,9 milhões, com valor mediano de 13,2 MM e desvio padrão no geral de 153,2 MM; mínimo de 66,3 e máximo de 213,6 MM. Observa-se ainda que há uma tendência no crescimento acelerado das empresas, chegando quase que a triplicar de valor no período analisado.

Quanto à concentração acionária, considerou-se a soma do percentual de participação dos 5 maiores acionistas das empresas e nota-se uma redução lenta e gradual no decorrer do tempo. Em média, as empresas possuem cerca de 76% das ações distribuídas entre os 5 maiores acionistas, com um desvio padrão no geral de 18,7%; mínimo de 15,9 e máximo de 20,9%.

Tabela 4 – Análise descritiva do tamanho e do controle acionário.

Característica	Ano	Média	Mediana	Desvio Padrão
Tamanho (R\$ MM)	2005	35,1	9,6	66,3
	2006	43,5	11,9	82,6
	2007	54,5	12,2	105,6
	2008	82,6	13,2	182,0
	2009	93,9	15,9	198,0
	2010	100,0	18,9	213,6
	Geral	68,9	13,2	153,2
Concentração Acionária (%)	2005	79,7	82,3	15,9
	2006	78,1	81,7	17,7
	2007	76,4	81,1	18,5
	2008	75,7	80,0	18,4
	2009	74,6	77,8	19,9
	2010	70,7	72,2	20,9
	Geral	75,7	78,7	18,7

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB. 5 mostra os resultados para a criação de valor da empresa, obtidos mediante três critérios: o retorno acionário (RA), M/B (*Market-to-book ratio*), e o retorno anormal (RA_N): no que tange ao retorno acionário (RA), o resultado foi positivo dentro do período avaliado, com exceção para o ano de 2008 e quanto ao melhor resultado, destaca-se o ano de 2009.

Para a variável *Market-to-book ratio* (M/B), o resultado também foi positivo, porém muito baixo, sendo que o resultado foi negativo para os anos de 2008 e 2010. Quanto ao melhor resultado para essa variável, destaca-se também o ano de 2009.

Já com relação ao retorno anormal, o resultado geral foi igual a zero, tendo sido os anos de 2007 e 2009 marcados com resultados negativos. Quanto ao melhor resultado para essa variável, destaca-se o ano de 2010.

Tabela 5 – Análise descritiva das características da criação de valor das empresas

Característica	Ano	Média	Mediana	Desvio Padrão
Retorno Acionário	2005	-	-	-
	2006	0,31	0,34	0,23
	2007	0,18	0,20	0,32
	2008	-0,48	-0,49	0,44
	2009	0,58	0,55	0,25
	2010	0,10	0,13	0,23
	Geral	0,14	0,21	0,46
Market-to-book ratio ($\Delta VM/PL$)	2005	-	-	-
	2006	0,26	0,17	0,61
	2007	0,04	0,03	0,31
	2008	-0,37	-0,39	0,25
	2009	0,51	0,39	0,42
	2010	-0,13	-0,17	0,25
	Geral	0,06	0,01	0,49
Retorno Anormal	2005	-	-	-
	2006	0,02	0,06	0,23
	2007	-0,18	-0,16	0,32
	2008	0,05	0,04	0,44
	2009	-0,03	-0,05	0,25
	2010	0,09	0,12	0,23
	Geral	0,00	0,01	0,32

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB 6 mostra os resultados obtidos para o desempenho econômico-financeiro das empresas. Observa-se que com relação à média, a variação do lucro por ação (Δ LPA) apresentou-se muito baixa, tendo-se revelado negativa nos anos de 2006 e 2007, sendo que o melhor resultado ocorreu no ano de 2008.

A variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA) e a variação do retorno sobre o patrimônio líquido (Δ ROE) apresentaram valores muito próximos de zero e negativos no ano de 2006 e 2009. Com referência ao melhor resultado, destaca-se o ano de 2010, para todas as variáveis estudadas de desempenho econômico-financeiro.

Quanto ao desvio padrão relacionado ao desempenho econômico-financeiro, no geral, apresentou valores de 1,08 para Δ LPA, 1,14 para Δ ROA e 1,27 para Δ ROE.

Tabela 6 – Análise descritiva das características de desempenho econômico-financeiro

Característica	Ano	Média	Mediana	Desvio Padrão
Δ LPA <i>(Lucro por Ação)</i>	2005	-	-	-
	2006	-0,10	0,10	1,07
	2007	-0,10	0,02	1,02
	2008	0,13	0,02	1,29
	2009	0,08	0,14	0,89
	2010	0,12	0,03	1,12
	Geral	0,02	0,03	1,08
Δ ROA <i>(Retorno sobre Ativo)</i>	2005	-	-	-
	2006	-0,16	-0,10	0,74
	2007	0,18	-0,03	0,84
	2008	-0,08	-0,10	1,33
	2009	-0,16	-0,15	0,57
	2010	0,66	0,01	1,68
	Geral	0,10	-0,09	1,14
Δ ROE <i>(Retorno sobre Patrimônio Líquido)</i>	2005	-	-	-
	2006	-0,17	-0,13	0,73
	2007	0,14	0,00	0,82
	2008	0,03	-0,02	2,01
	2009	-0,21	-0,11	0,48
	2010	0,51	-0,14	1,53
	Geral	0,07	-0,09	1,27

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB 7 indica os resultados obtidos para as variáveis relativas de investimento em sustentabilidade: Tanto o investimento ambiental (ΔIA) quanto o investimento em inovação (ΔII) apresentam taxas de crescimento positivas, com exceção para o ano de 2009 e 2007, respectivamente. No primeiro caso, o maior crescimento foi observado para o ano de 2006 enquanto o investimento em inovação sinaliza para o ano de 2008 com um valor bem acima dos outros exercícios. Já no que se refere à taxa de crescimento do investimento social (ΔIS), embora tenha apresentado resultado sempre positivo, os níveis de crescimento são relativamente menores que os outros dois indicadores de investimento.

Tabela 7 – Análise descritiva das características de investimento em sustentabilidade

Característica	Ano	Média	Mediana	Desvio Padrão
ΔIA (Investimento Ambiental)	2005	-	-	-
	2006	1,23	0,39	2,16
	2007	0,15	0,18	0,71
	2008	0,43	0,33	0,65
	2009	-0,08	-0,07	0,36
	2010	0,44	0,24	0,71
	Geral	0,40	0,23	1,07
ΔII (Investimento Inovação)	2005	-	-	-
	2006	2,49	0,04	4,29
	2007	-0,15	-0,17	0,14
	2008	100,4	3,45	170,75
	2009	5,37	0,06	24,98
	2010	0,12	0,05	0,25
	Geral	7,62	0,05	42,19
ΔIS (Investimento Social)	2005	-	-	-
	2006	0,14	0,11	0,15
	2007	0,08	0,08	0,16
	2008	0,10	0,11	0,17
	2009	0,00	0,00	0,10
	2010	0,11	0,12	0,12
	Geral	0,09	0,08	0,14

Fonte: Elaborada pela autora

4.3 Associação entre as características empresariais

Para responder ao objetivo principal deste estudo, que consiste em analisar se as variáveis de responsabilidade social e de investimento determinam a criação de valor e se afetam positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período 2005 a 2010, foram utilizadas técnicas de comparação de dois grupos independentes e análise de correlação, uma vez que se torna necessário avaliar o impacto da sustentabilidade na criação de valor e no desempenho econômico-financeiro das organizações.

As variáveis de criação de valor foram: Retorno Acionário (RA), M/B (*Market-to-book ratio*) e Retorno Anormal (RA_N). Para as variáveis de responsabilidade social, foram adotadas: adesão ao ISE, tamanho das empresas (TM), setor de atividade (AS), concentração acionária (CA), emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) e propriedade estatal. As variáveis independentes de investimento foram: investimento em inovação, investimento ambiental e investimento social. Por último, as variáveis dependentes de desempenho econômico-financeiro foram: variação do lucro por ação (Δ LPA), variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA) e variação do retorno sobre o patrimônio líquido (Δ ROE).

Para analisar as hipóteses levantadas pela pesquisa, foram utilizados o coeficiente de correlação de Spearman e o teste de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney. Inicialmente, foi realizada a avaliação da relação entre os indicadores de responsabilidade social e os índices de criação de valor. Sendo assim, o primeiro passo foi estudar a relação entre os itens de responsabilidade social e o retorno acionário. A TAB. 8 mostra os resultados obtidos.

Com base na TAB. 8, nota-se que os valores observados para o retorno acionário é maior para o grupo que não participa do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Considera-se essa diferença significativa, de acordo com o teste de Mann-Whitney.

O setor de alto impacto também apresenta resultados superiores em termos de retorno acionário, porém essa diferença não é significativa, de acordo com a probabilidade de significância do teste de Mann-Whitney. A mesma característica é observada para a diferença entre as empresas que não possuem papel negociado nos Estados Unidos, se comparadas às que possuem. Para todas as outras características de responsabilidade social, os resultados do retorno acionário foram similares.

Tabela 8 – Retorno acionário em relação às características de responsabilidade social

Característica	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
ISE				
Não	0,21	0,34	0,51	0,029
Sim	0,10	0,17	0,43	
Setor de Atividade				
Impacto Moderado	0,08	0,07	0,51	0,200
Alto Impacto	0,16	0,24	0,44	
Controle				
Nacional	0,14	0,21	0,47	0,839
Estrangeiro	0,18	0,24	0,14	
Participação Governo				
Não	0,14	0,20	0,44	0,960
Sim	0,14	0,21	0,51	
Papel Negociado nos EUA				
Não	0,18	0,28	0,49	0,073
Sim	0,09	0,14	0,43	

* Teste de Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB. 9 mostra os resultados obtidos para a variação da razão do valor de mercado em relação ao patrimônio líquido ($\Delta VM/VP$), de acordo com as características de responsabilidade social. Nota-se que não existem diferenças significativas, tomando como referência o teste de Mann-Whitney, uma vez que todos os resultados ficaram acima de 0,05 para o p-valor. No entanto, as empresas com baixa adesão ao ISE tendem a apresentar um resultado superior. O mesmo ocorre com o setor de alto impacto e com as empresas que têm participação do governo.

Tabela 9 – Variação da razão do valor de mercado em relação ao valor do patrimônio líquido, segundo as características de responsabilidade social

Característica	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
ISE				
Não	0,13	0,08	0,48	0,083
Sim	0,03	-0,05	0,50	
Setor de Atividade				
Impacto Moderado	0,01	-0,09	0,46	0,188
Alto Impacto	0,09	0,07	0,51	
Controle				
Nacional	0,07	0,02	0,50	0,936
Estrangeiro	0,00	0,00	0,17	
Participação Governo				
Não	0,04	0,01	0,42	0,637
Sim	0,12	0,06	0,65	
Papel Negociado nos EUA				
Não	0,08	0,08	0,49	0,454
Sim	0,05	-0,01	0,50	

* Teste de Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pela autora

Com base na análise da TAB. 10, são apresentados os resultados obtidos para o retorno anormal em relação aos fatores de responsabilidade social: observa-se que não existe diferença significativa, de acordo com o teste de comparação de dois grupos independentes, de Mann-Whitney, uma vez que todos os valores encontrados ficaram acima de 0,05 do p-valor. No entanto, verifica-se a diferença entre os valores do setor de atividade e se o papel é negociado nos Estados Unidos.

Tabela 10 – Retorno anormal em relação aos fatores de responsabilidade social

Característica	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
ISE				
Não	0,03	0,06	0,30	0,174
Sim	-0,03	-0,02	0,32	
Setor de Atividade				
Impacto Moderado	-0,07	-0,03	0,34	0,199
Alto Impacto	0,01	0,02	0,30	
Controle				
Nacional	-0,01	0,01	0,32	0,823
Estrangeiro	0,04	-0,02	0,35	
Participação Governo				
Não	-0,01	0,01	0,31	0,869
Sim	-0,01	-0,03	0,34	
Papel Negociado nos EUA				
Não	0,03	0,05	0,33	0,059
Sim	-0,05	-0,02	0,29	

* Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pela autora

A seguir, são apresentados os resultados obtidos para avaliação da relação entre o tamanho da empresa e a concentração acionária (características de responsabilidade social) em relação às características de criação de valor, conforme mostra a TAB. 11.

Tabela 11 – Correlação entre os fatores de responsabilidade social e criação de valor

		Criação de Valor		
		<i>Retorno Acionário</i>	$\Delta VM/VP$	<i>Retorno Anormal</i>
Responsabilidade social	Tamanho			
	Correlação	-0,077	-0,052	-0,073
	(P-valor)	(0,312)	(0,498)	(0,338)
	Concentração Acionária			
	Correlação	-0,023	0,068	-0,056
	(P-valor)	(0,769)	(0,391)	(0,483)

* Teste de Correlação de Spearman

Fonte: Elaborada pela autora

Nenhum dos indicadores de responsabilidade social avaliado - tamanho e concentração acionária - apresentaram correlação significativa com as características utilizadas para descrever a criação de valor. Essa conclusão é baseada na probabilidade de significância do teste de Spearman, que ficou acima de 0,05 em todas as avaliações, mostrando não haver evidência suficiente para apoiar a conclusão de uma correlação significativa.

Por fim, deve-se avaliar qual é o impacto das características de responsabilidade social no desempenho financeiro das organizações avaliadas. Assim, construiu-se a TAB. 12 que apresenta a relação entre os fatores de responsabilidade social e a variação do lucro por ação.

Tabela 12 – Variação do lucro por ação (Δ LPA) em relação às características de responsabilidade social.

Característica	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
ISE				
Não	-0,04	0,00	1,12	0,590
Sim	0,04	0,06	1,05	
Setor de Atividade				
Impacto Moderado	0,11	0,24	1,25	0,164
Alto Impacto	-0,02	0,03	1,01	
Controle				
Nacional	0,01	0,03	1,09	0,677
Estrangeiro	0,11	0,06	0,25	
Participação Governo				
Não	0,06	0,06	0,98	0,396
Sim	-0,09	-0,02	1,27	
Papel Negociado nos EUA				
Não	0,02	0,03	1,05	0,803
Sim	0,00	0,02	1,11	

* Teste de Mann-Whitney
 Fonte: Elaborada pela autora

Observa-se que não existe diferença significativa do lucro por ação (Δ LPA) entre os grupos avaliados, para cada uma das características, de acordo com o p-valor que ficou acima de 0,05 em todos os casos analisados, conforme mostra a TAB. 12.

A maior discrepância ocorreu no caso da relação do setor de atividade, em que a variação foi positiva e elevada para os setores de impacto moderado. Todavia, essa diferença também não foi significativa.

A seguir, são apresentados os resultados obtidos para a variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA), de acordo com as características de responsabilidade social, conforme TAB. 13.

Apesar da diferença observada entre os grupos, para todas as características quanto à variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA), esta não foi significativa em nenhum dos casos, tendo em vista a probabilidade de significância do teste não paramétrico de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney. Observa-se que o p-valor foi maior que 0,05 em todos os casos avaliados.

Tabela 13 – Variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA) em relação às características de responsabilidade social

Característica	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
ISE				
Não	-0,25	-0,19	1,64	0,418
Sim	-0,54	-0,08	4,63	
Setor de Atividade				
Impacto Moderado	-0,27	-0,19	2,26	0,477
Alto Impacto	-0,51	-0,11	4,38	
Controle				
Nacional	-0,45	-0,11	3,94	0,893
Estrangeiro	-0,10	-0,12	0,12	
Participação Governo				
Não	-0,16	-0,13	1,66	0,659
Sim	-1,13	-0,07	6,78	
Papel Negociado nos EUA				
Não	-0,13	-0,11	1,33	0,325
Sim	-0,77	-0,13	5,40	

* Teste de Mann-Whitney
 Fonte: Elaborada pela autora

A seguir são apresentados os resultados obtidos para a variação do retorno sobre o patrimônio líquido, de acordo com as características de responsabilidade social, conforme TAB. 14.

Tabela 14 – Variação do ROE em relação às características de responsabilidade social

Característica	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
ISE				
Não	-0,37	-0,20	2,67	0,312
Sim	-0,65	-0,07	5,34	
Setor de Atividade				
Impacto Moderado	-0,50	-0,22	3,33	0,409
Alto Impacto	-0,58	-0,11	4,98	
Controle				
Nacional	-0,57	-0,12	4,65	0,518
Estrangeiro	-0,03	-0,01	0,10	
Participação Governo				
Não	-0,27	-0,11	2,20	0,719
Sim	-1,32	-0,13	8,00	
Papel Negociado nos EUA				
Não	-0,12	-0,09	1,21	0,204
Sim	-1,01	-0,15	6,44	

* Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pela autora

Com relação ao retorno sobre o patrimônio líquido (Δ ROE), não existe diferença significativa entre os grupos, para todas as características de responsabilidade social. Essa conclusão é baseada na probabilidade de significância, p-valor, do teste de Mann-Whitney, indicando não apresentar evidência suficiente para apoiar a conclusão de uma correlação significativa.

A seguir, será feita a avaliação da relação entre o tamanho e a concentração acionária, características de responsabilidade social e as características de desempenho financeiro, conforme a TAB. 15.

Tabela 15 – Correlação entre os fatores de responsabilidade social e desempenho financeiro

		Desempenho Financeiro		
		ΔLPA	ΔROA	ΔROE
Responsabilidade social	Tamanho			
	Correlação	-0,013	-0,033	-0,062
	(P-valor)	(0,876)	(0,663)	(0,430)
	Concentração Acionária			
	Correlação	0,022	-0,125	-0,139
	(P-valor)	(0,796)	(0,113)	(0,089)

* Teste de Correlação de Spearman

Fonte: Elaborada pela autora

Observa-se, na TAB. 15, que nenhum dos indicadores de responsabilidade social (tamanho e concentração acionária) apresentou evidência suficiente para apoiar uma correlação significativa com os indicadores de desempenho financeiro, de acordo com o coeficiente de correlação de Spearman e de acordo com a probabilidade de significância do teste, p-valor, que ficou acima do nível máximo de 0,05.

A TAB. 16, descrita a seguir, apresenta o coeficiente de correlação de Spearman obtido para avaliação da relação entre os fatores de investimento e a criação de valor para empresa. Essa análise objetiva avaliar os impactos do investimento ambiental, investimento em inovação e investimento social na criação de valor.

Tabela 16 – Correlação entre os fatores de investimento e criação de valor

		Criação de Valor		
		<i>Retorno Acionário</i>	$\Delta VM/VP$	<i>Retorno Anormal</i>
Investimento	Δ Investimento Ambiental			
	Correlação	-0,217	-0,233	0,082
	(P-valor)	(0,130)	(0,104)	(0,573)
	Δ Investimento Inovação			
	Correlação	0,074	-0,082	0,163
	(P-valor)	(0,586)	(0,542)	(0,225)
	Δ Investimento Social			
	Correlação	-0,190	-0,338	0,157
	(P-valor)	(0,177)	(0,014)	(0,266)

* Teste de Correlação de Spearman

Fonte: Elaborada pela autora

A partir da análise da TAB.16, é possível observar que existe correlação significativa entre a variação do investimento social e a variação da razão valor de mercado e valor do patrimônio líquido (-0,338), sendo que, quanto maior é o delta do investimento social, menor é a variação entre a razão do valor de mercado e o valor do patrimônio (p-valor = 0,014).

Todas as outras relações entre os itens de investimento em sustentabilidade e de criação de valor não foram significativas, de acordo com a probabilidade de significância dos testes, p-valor que ficou acima do nível de 0,05.

A associação entre os fatores de investimento, ambiental, inovação e social e o desempenho financeiro são apresentados a seguir pela TAB. 17.

Tabela 17 – Correlação entre os fatores de investimento e desempenho financeiro

		Desempenho Financeiro		
		ΔLPA	ΔROA	ΔROE
Investimento	Δ Investimento Ambiental			
	Correlação	-0,020	-0,071	-0,063
	(P-valor)	(0,894)	(0,625)	(0,666)
	Δ Investimento Inovação			
	Correlação	-0,088	-0,052	0,063
	(P-valor)	(0,552)	(0,703)	(0,657)
	Δ Investimento Social			
	Correlação	-0,014	-0,015	0,034
	(P-valor)	(0,925)	(0,913)	(0,812)

* Teste de Correlação de Spearman

Fonte: Elaborada pela autora

Conforme se pode observar, com base na TAB. 17, nenhum dos indicadores de investimento influenciou de forma significativa os indicadores de desempenho financeiro, ou seja, não existe correlação significativa entre os índices avaliados. Essa conclusão também é baseada na probabilidade de significância do teste de Spearman, que ficou acima de 0,05 em todas as avaliações.

Em Bufoni (2009), os resultados encontrados, a partir de levantamento de balanços sociais do setor de energia elétrica, também não indicaram existir relação significativa entre o ROE e os investimentos ambientais. Como ressalta o autor, “o retorno esperado pelo investimento efetuado no meio ambiente pode não estar sendo realizado, ou seja, não há significativo impacto social das ações ambientais e logo não há também impactos no resultado ou ganhos de vantagem competitiva” (BUFONI, 2009, p. 17).

A partir dos resultados obtidos nesta seção, é possível avaliar as hipóteses levantadas e tirar conclusões sobre as mesmas. A seguir é feita uma discussão dos resultados obtidos em relação às hipóteses de estudo. A TAB. 18 apresenta o resumo das hipóteses levantadas bem como as decisões tomadas em relação às hipóteses a partir do modelo estimado.

Tabela 18 – Sumário dos Resultados Obtidos a Partir do Modelo Revisado

Hipótese	Relação Avaliada	P-valor	Sentido	Decisão
H1	A responsabilidade social cria valor para a empresa	0,029	Inverso	Rejeita
H2	A responsabilidade social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	-	Rejeita
H3	A inovação cria valor para a empresa	> 0,05	-	Rejeita
H4	A inovação afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	-	Rejeita
H5	O investimento ambiental cria valor para a empresa	> 0,05	-	Rejeita
H6	O investimento ambiental afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	-	Rejeita
H7	O investimento social cria valor para a empresa	0,014	Inverso	Rejeita
H8	O investimento social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	-	Rejeita

Fonte: Elaborada pela autora

Observa-se, com base na TAB. 18, que a responsabilidade social, representada pela participação ou não no ISE, impacta na criação de valor no sentido inverso, considerando-se que empresas que têm uma frequência menor na adesão ao ISE tendem a ter maior criação de valor.

Os investimentos sociais, por sua vez, impactam de forma inversa na criação de valor, tendo em vista que as empresas que mais investiram no âmbito social foram as que apresentaram menor criação de valor.

Todas as outras relações avaliadas não apresentaram resultados significativos, mostrando não existir relação entre as mesmas. Assim, conclui-se, para esses

casos, que a criação de valor e o desempenho financeiro independem da responsabilidade social e dos investimentos em sustentabilidade.

4.4 Comparação: Empresas ISE x Não ISE (2005-2010)

Nesta seção, é realizada a comparação da criação de valor e do desempenho financeiro para empresas que participaram ao menos um ano do ISE no período estudado, com o grupo controle (formado por empresas que não participaram do ISE em nenhum período avaliado, mas que têm ações negociadas na Bovespa). Para tanto, foi utilizado o teste de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney.

Inicialmente, é feita a comparação dos grupos em relação à criação de valor. Os resultados obtidos são descritos a seguir pela TAB. 19. Apesar das diferenças existentes para os dois grupos de empresas, pode-se observar que não existe diferença significativa entre o valor do retorno acionário, a variação VM/VP e o retorno anormal para as empresas participantes do ISE em relação às que não participam do índice no período avaliado. No entanto, as empresas Não ISE tendem a apresentar um resultado superior para as medidas de criação de valor em comparação às empresas ISE.

Tabela 19 – Comparação das empresas ISE x Não ISE em relação à criação de valor

Participa do ISE	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
Retorno Acionário				
Não	0,158	0,221	0,520	0,624
Sim	0,138	0,209	0,462	
Δ VM/VP				
Não	0,235	0,044	0,945	0,774
Sim	0,062	0,012	0,495	
Retorno Anormal				
Não	-0,006	-0,004	0,209	0,694
Sim	-0,007	0,008	0,315	

* Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pela autora

A TAB. 20 apresenta os resultados obtidos para comparação das empresas ISE x Não ISE em relação ao desempenho financeiro.

Tabela 20 – Comparação das empresas ISE x Não ISE em relação ao desempenho financeiro

Participa do ISE	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
Δ LPA (Lucro por Ação)				
Não	0,006	0,086	1,279	0,849
Sim	0,024	0,035	1,078	
Δ ROA (Retorno sobre Ativo)				
Não	1,379	-0,039	5,750	0,999
Sim	0,099	-0,086	1,144	
Δ ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido)				
Não	1,014	-0,023	4,242	0,705
Sim	0,069	-0,089	1,275	

* Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pela autora

O desempenho financeiro apresenta resultado similar aos resultados encontrados para a análise de criação de valor. Apesar das diferenças observadas entre as empresas participantes do ISE em relação às que não participaram no período, observa-se que existe uma tendência para as empresas Não ISE apresentarem um resultado superior para as medidas de desempenho econômico em comparação às empresas ISE. Pode-se concluir que não existe diferença significativa entre as mesmas, de acordo com a probabilidade de significância (p-valor) do teste de Mann-Whitney que ficou acima de 0,05 para todos os casos.

Com base nos resultados obtidos nas TAB. 19 e TAB. 20, é possível concluir que tanto a criação de valor quanto o desempenho financeiro das empresas (ISE x Não ISE) independem da adesão ao ISE, para o período avaliado (2005 a 2010).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Um dos mecanismos utilizados no Brasil para mensurar o desempenho e ordenar empresas socialmente responsáveis refere-se ao Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE – Bovespa.

Esta dissertação procurou responder à questão norteadora apresentada: **empresas que integram o ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) Bovespa criam valor adicional para os acionistas e apresentam desempenho econômico-financeiro superior em relação a outras empresas de capital aberto que têm ações negociadas na Bovespa?**

Este estudo está relacionado com a área de Finanças Corporativas, as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*, a análise do desempenho econômico e financeiro das empresas e a diversos fatores determinantes. Foram abordados: a criação de valor associada a aspectos relacionados com análise de variáveis que integram o ISE, a sustentabilidade, a inovação, a responsabilidade social e o mercado de capitais.

Pode-se concluir que esta pesquisa buscou atender ao objetivo proposto, que foi investigar as variáveis que determinam a criação de valor e se tais variáveis afetam positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que integram o Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no período 2005 a 2010.

No que se refere ao **primeiro objetivo específico**, que consiste em analisar as variáveis dependentes de criação de valor por meio do retorno acionário (RA), M/B (*Market-to-book ratio*) e retorno anormal (RA_N), conclui-se que uma possível explicação para os resultados encontrados nesta pesquisa seria a crise financeira americana de 2008, que propiciou reflexos mundiais na economia, sobretudo, no contexto do mercado de capitais. Pressupõe-se que seja notório o impacto da crise em muitas empresas e nas empresas socialmente responsáveis não seria diferente. Todavia, no que tange ao retorno acionário (RA) e ao *Market-to-book ratio* (M/B), o resultado foi positivo e superior em 2009 em relação aos outros exercícios. Com

relação ao retorno anormal, o ano de 2010 foi o que apresentou melhor resultado. Com relação à criação de valor, não existe diferença significativa entre o valor do retorno acionário, a variação VM/VP e o retorno anormal observado para as empresas participantes do ISE em relação às que não participam do índice no período avaliado. Essa conclusão vai ao encontro de um estudo proposto por Cavalcante, Bruni e Costa (2008), cujo resultado em sua pesquisa, aponta que não há evidência quanto à tendência clara de criação ou destruição de valor em torno da inclusão da empresa no ISE. No entanto, a não existência de retornos anormais acumulados negativos indica que a adoção de práticas de sustentabilidade não ocasiona a redução do valor de uma empresa.

Quanto ao **segundo objetivo específico**, que é analisar as variáveis independentes de responsabilidade social, por meio dos critérios: adesão ao ISE; tamanho (ativo total); concentração acionária; setor de atividade; ADR (*American Depositary Receipt*); propriedade estatal, constatou-se que a distribuição quanto à adesão do ISE, tende a ser maior nas empresas que não integram o índice, variando entre 60 e 71,4% , no período avaliado. Além disso, a responsabilidade social, representada pela participação ou não no ISE, impacta na criação de valor no sentido inverso, sendo que empresas que menos participam do ISE (com baixa frequência na adesão ao ISE) tendem a ter maior criação de valor. Para a concentração acionária, 97,1% das empresas são de controle nacional. Quanto ao setor de atividade, 71,4% são do setor de alto impacto em termos de sustentabilidade. Quanto a ser emissora de ADR, 51,4% das empresas do ISE, não possuem papel emitido e negociado nos Estados Unidos. Dentre todas as avaliadas, 71,4% não possuem participação do governo.

Quanto ao **terceiro objetivo específico**, que é analisar as variáveis independentes de investimento, levando-se em consideração três aspectos: inovação, ambiental e social, observou-se que tanto o investimento em inovação (ΔI), quanto o investimento ambiental (ΔA) apresentaram taxas de crescimento positivas, com exceção para o ano de 2007 e 2009, respectivamente. Para o investimento em inovação (ΔI), destaca-se o ano de 2008, enquanto que o investimento ambiental (ΔA), o maior valor foi observado para o ano de 2006. Já no que se refere à taxa de crescimento do investimento social (ΔS), embora tenha apresentado resultados

sempre positivos, os níveis de crescimento são relativamente menores que os outros dois indicadores de investimento. Além disso, não foram encontradas diferenças significativas entre as variáveis de criação de valor e os grupos de investimento. Os investimentos sociais, por sua vez, impactam de forma inversa na criação de valor, tendo em vista que as empresas que mais investiram no âmbito social foram as que apresentaram menor criação de valor.

Para o **quarto objetivo específico**, que é analisar as variáveis dependentes de desempenho econômico-financeiro, de acordo com três parâmetros, a saber: variação do lucro por ação; variação do retorno sobre o ativo e variação do retorno sobre o patrimônio líquido, constatou-se que a variação do lucro por ação (Δ LPA) apresentou-se muito baixa, tendo-se revelado negativa nos anos de 2006 e 2007. Já para o ano de 2008, considerou-se o melhor resultado. Para a variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA) e a variação do retorno sobre o patrimônio líquido (Δ ROE), os valores apresentam-se muito próximos de zero e negativos no ano de 2006 e 2009. Além disso, destaca-se o ano de 2010, para todas as variáveis estudadas de desempenho econômico-financeiro.

O **quinto objetivo específico**, que consiste em analisar os resultados de criação de valor e de desempenho econômico-financeiro das empresas do ISE, e compará-los com outras empresas que não integram o ISE e que têm ações negociadas na Bovespa, verificou-se que não se pode afirmar de maneira geral que as “empresas sustentáveis” (empresas que integram o ISE) tragam maior retorno ao investidor, conforme preconiza a Bovespa. A partir dos resultados obtidos, foi possível avaliar as hipóteses levantadas e avaliar as conclusões sobre as mesmas, no período de 2005 a 2010.

Segundo Machado e Machado (2008), não há evidências quanto ao ingresso das empresas no ISE da Bovespa em termos de contribuir significativamente para a alteração do preço das ações, mas isso não quer dizer que o mercado de capitais não valorize a questão de responsabilidade socioambiental, mas que informações quanto à inclusão das empresas no índice ISE já estavam refletidas nos preços das ações.

Uma outra constatação que converge para o resultado encontrado é o de Luz, Silva e Coelho (2008), em que os autores buscaram analisar se as ações de empresas sustentáveis têm maior valor do que as de empresas não sustentáveis e concluíram a não confirmação relacionada às expectativas de valorização das ações das empresas sustentáveis negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Conclui-se, para este estudo, que a criação de valor e o desempenho financeiro independem da responsabilidade social e dos investimentos em sustentabilidade. Isso não quer dizer que as empresas analisadas não criam valor para os acionistas, uma vez que os resultados sinalizam com tendências positivas para o retorno acionário (RA), para o *Market-to-book ratio (M/B)* e para o retorno anormal. Clarifica-se que elas proporcionam um retorno menor se comparadas ao grupo de controle (empresas fora do ISE).

Ressalta-se que este trabalho não teve a pretensão de esgotar tal assunto. Todavia, espera-se que tal pesquisa possa contribuir para uma melhor compreensão acerca do tema estudado. Segundo Crisóstomo, Freire e Vasconcellos (2009), a responsabilidade social corporativa é um tema complexo e que, apesar de vários trabalhos terem atentado para ele, ainda segue sem uma resposta conclusiva, além de serem necessárias mais pesquisas sobre o tema no Brasil.

5.1 Limitações da pesquisa

A primeira limitação é concernente à incompletude de dados. Em algumas situações, optou-se por empregar técnicas estatísticas no caso da não disponibilização de dados econômico-financeiros de uma boa parte das empresas que integram o ISE BOVESPA. Entretanto, tal limitação não invalidou a realização da pesquisa.

A segunda limitação refere-se à legislação concernente aos relatórios sociais, uma vez que a publicação desses relatórios é facultativa. E por esse motivo, muitas empresas não disponibilizaram os dados. Um outro aspecto refere-se à apresentação de tais relatórios, que não apresentam uma forma padrão, dificultando a coleta de dados. Segundo Bufoni *et al* (2009), o fato de não existir um modelo único de balanço social no Brasil dificulta a realização de pesquisas em torno do desempenho socioambiental.

Por fim, de acordo com o que postula Richardson (1999), uma 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

Apresenta-se, como sugestão para pesquisas futuras, um estudo comparativo entre as empresas que integram o ISE e as empresas que integram o IGC, tomando-se como referência a criação de valor e o desempenho econômico para as empresas.

REFERÊNCIAS

ALBERTON, Anete. *Meio Ambiente e Desempenho Econômico-Financeiro: o Impacto da ISO 14001 nas Empresas Brasileiras*. 307 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção (PPGEP), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Florianópolis, 2003.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009. 584 p.

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v.38, n.1, p.5-14, jan./mar. 2003.

ARAÚJO, Elisson Alberto Tavares. *Decisões de investimento de companhias brasileiras de capital aberto: análise de seu impacto sobre o desempenho econômico-financeiro e criação de valor*. 129 f. 2011. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade Novos Horizontes. Belo Horizonte – MG, 2011.

ARAÚJO, G. C.. *O processo de implantação da sustentabilidade em frigoríficos*. 169f. 2006. Dissertação (Mestrado em Agronegócios) – Universidade Federal de Mato Grosso do Sul. Campo Grande – MS, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009. 676 p.

ASHLEY, Patricia Almeida; COUTINHO, Renata Buarque Goulart; TOMEI, Patricia Amélia Responsabilidade social corporativa e cidadania empresarial. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 24, 2000. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.

BARBIERI, Jose Carlos; VASCONCELOS, Isabela Freitas Gouveia de; ANDREASSI, Tales; VASCONCELOS, Flávio Carvalho de. Inovação e sustentabilidade: novos modelos e proposições. *RAE- Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 146-154, abr./jun. 2010.

BARBOSA, Luciane Neves; LEMME, Celso Funcia. A Relação entre Responsabilidade Social Corporativa e Criação de Valor para os Investidores: o Caso da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras). *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

BARBOSA, P. R. A. *Índice de sustentabilidade empresarial da bolsa de valores de São Paulo (ISE-BOVESPA): exame da adequação como referência para aperfeiçoamento da gestão sustentável das empresas e para formação de carteiras de investimento orientadas por princípios de sustentabilidade corporativa*. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2007.

BESSA, Eliane da Silva; CARVALHO, Maria Gracinda Teixeira. Estratégias para Compatibilizar Desenvolvimento Econômico e Gestão Ambiental numa Atividade Produtiva Local. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v. 13, Edição Especial, p. 1-18, Junho 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_864.pdf> Acesso em: 10 Jul. 2010.

BOAVENTURA, João Maurício Gama; CARDOSO, Fernando Rodrigues; SILVA, Edison Simoni da; SILVA, Ralph Santos da; DONAIRE, Dênis. Teoria dos *Stakeholders* e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. Relação entre Desempenho Social Corporativo e Desempenho Financeiro de Empresas no Brasil. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em:<www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 03 mar. 2011.

BOVESPA. *Introdução ao mercado de capitais*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 14 abr. 2011.

BOVESPA HOLDING. *Responsabilidade Sócio-ambiental*. Disponível em: <http://www.bovespaholding.com.br/site/portal_investidores/pt/a_bovespa/responsabilidade_socioambiental/responsabilidade.aspx>. Acesso em: 03 jul. 2010.

BOVESPA. Guia de Sustentabilidade. *Novo Valor: Sustentabilidade nas Empresas. Como Começar, Quem Envolver e o Que Priorizar*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guia-de-sustentabilidade.pdf>>. Acesso em: 28 jun. 2011.

BOVESPA. *Mercado: Ações – Índices*. 2010. Disponível em: <<http://bovespa.com.br>>. Acesso em: 6 jun.2010.

BOVESPA. *Metodologia completa do IGC*. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IGC.pdf>>. Acesso em: 21 jul.2011.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. 3. ed. Lisboa: McGraw- Hill, 1995. 924 p.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Emissão de ADRs, Retorno Acionário Anormal e o Comportamento das Ações no Mercado Doméstico: Evidências Empíricas. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Estudos de eventos: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração USP*, São Paulo, v.10, n. 3, p. 1-20, jul./ set. 2003.

CAMARGOS, M. A.. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno, sinergia e risco. 2008. 245f. Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2008.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; SILVA, Wendel Alex Castro; DIAS, Alexandre Teixeira. Análise da Produção Científica em Finanças entre 2000-2008: um Estudo Bibliométrico dos Encontros da ANPAD. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 33, 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: ANPAD, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/ler_pdf.php?cod_edicao_trabalho=10860&cod_evento_edicao=45>. Acesso em: 30 nov.2010.

CAMPOS, Fabiana Moreno de; LEMME, Celso Funcia. Exame da metodologia dos índices internacionais do mercado acionário e da experiência brasileira na área do investimento socialmente responsável. *In: ENCONTRO NACIONAL SOBRE GESTÃO EMPRESARIAL E MEIO AMBIENTE (ENGEMA)*, 9, 2007, Curitiba. *Anais...* Curitiba: ENGEMA, 2007.

CAMPOS, Fabiana Moreno de; LEMME, Celso Funcia. Incorporação das Questões Ambientais e Sociais nos Investimentos no Mercado de Capitais: Análise do Desempenho de Índices Internacionais e Fundos de Ações Nacionais Baseados no Conceito de Investimento Socialmente Responsável. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

CARLSSON, Rolf H. *Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy*. New York: John Wiley & Sons, 2001.

CARRIERI, Alexandre de Pádua; SILVA, Alfredo Rodrigues Leite; PIMENTEL, Thiago Duarte. O tema da proteção ambiental incorporado nos discursos da responsabilidade social corporativa. *RAC*. [online]. 2009, v.13, n.1, p. 1-16. Disponível em: < http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-6552009000100002&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt > Acesso em: 15 maio 2011.

CARVALHO, M. M. *Inovação: estratégias e comunidades de conhecimento*. São Paulo: Atlas, 2009. 161 p.

CAVALCANTE, Luiz Ricardo Mattos Teixeira; BRUNI, Adriano Leal; COSTA, Fábio José Mota. Sustentabilidade Empresarial e Desempenho Corporativo: Uma Análise do Mercado Brasileiro de Ações. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro, *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

CMMA – COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO. *Nosso futuro comum*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1991.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. *Métodos de Pesquisa em Administração*. 7 ed. Porto alegre: Bookman, 2003.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; FREIRE, Fátima de Souza; VASCONCELLOS, Felipe Cortes de. Responsabilidade Social Corporativa, Valor e Desempenho da Empresa Brasileira. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 33, 2009, São Paulo, *Anais...* São Paulo: ANPAD, 2009.

DIAS, Edson Aparecido; BARROS, Lucas Ayres. Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

DONAIRE, D. *Gestão ambiental na empresa*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999. 169p.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*. Ada, v. 20, n.1, p.65-91, 1995.

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

ESTIVALETE, Vania de Fátima Barros; MADRUGA, Lucia Rejane da Rosa Gama; SILVA, Tania Nunes da. Integrando as Tensões da Inovação e a Criação de Valor diante da Perspectiva da Sustentabilidade e do Capital Social: O Caso da “Rede Arrozearas do Sul”. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-gctd-0577.pdf>>. Acesso em: 24 ago. 2010.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Mini dicionário Aurélio da Língua Portuguesa*. São Paulo: Editora Nova Fronteira, 2004. 457p.

FERREIRA, Luiz Gustavo Gonçalves Bretas. *Crescimento Saudável e Sustentabilidade: Uma análise longitudinal das empresas Boticário e Natura*. Rio de Janeiro, 2009. 174f. Dissertação (Mestrado em Administração), COPPEAD – UFRJ. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: <http://www2.coppead.ufrj.br/port/index.php?option=com_docman&Itemid=204&task=cat_view&gid=46&dir=DESC&order=date&limit=10&limitstart=10>. Acesso em: 20 jul. 2010.

FLEURY, A. C. C.; FLEURY, M. T. L. *Aprendizagem e inovação organizacional: as experiências de Japão, Coréia e Brasil*. São Paulo: Atlas, 1997. 237p.

FREEMAN, E. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation. In: DIENHART, John W. *Business, Institutions and Ethics*. New York: Oxford University Press, 2000.

GALLOUJ, F. *Economia da Inovação*. In: BERNARDES, R.; ANDREASSI, T. (Orgs.). *Inovação em serviços intensivos em conhecimento*. São Paulo: Saraiva, 2007.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009. 171p.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. 12ª edição, São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2002. 775p

GVCES – Fundação Getúlio Vargas – Centro de Estudos de Sustentabilidade. Disponível em: <<http://www.gvces.com.br/index.php?page=Conteudo&id=63&expanddiv=dv3>>. Acesso em: 15 abr. 2011.

HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009. 688p.
HART, S.; MILSTEIN, M. Criando Valor Sustentável. *Revista de Administração de Empresas – RAE Executivo*, v.3, n. 7, p. 66-79, mai./jul. 2004.

HARRISON, Jeffrey S.; FREEMAN R. Edward. Stakeholders, social responsibility, and performace: Empirical evidence and theoretical perspectives. *The Academy of Management Journal*, v. 42, n. 5, p. 479-485,1999.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 mar. 2011.

INSTITUTO ETHOS. Disponível em: <<http://www1.ethos.org.br/EthosWeb/Default.aspx>>. Acesso em: 20 mar. 2011.

JOÃO, Cristina Berger; VAN BELLEN, H. M. Avaliação de Sustentabilidade em Unidades de Conservação: Um Estudo de Caso no Parque Estadual da Serra do Tabuleiro – SC. *In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA – EnAPG*, 2, 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: EnAPG, 2006.

KITAHARA, José Renato; SILVEIRA, José Augusto Giesbrecht da. Existe relação entre os investimentos em responsabilidade social e o desempenho financeiro nas empresas que apresentam lucro? *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

LACOMBE, Francisco José Masset. *Dicionário de administração*. São Paulo: Saraiva, 2004.

LAGE, Allene Carvalho; BARBIERI, José Carlos. *Avaliação de Projetos para o Desenvolvimento Sustentável: Uma análise do Projeto de Energia Eólica do Estado do Ceará com base nas dimensões da sustentabilidade*. *In: ENCONTRO DA*

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 25, 2001, Campinas. *Anais...* Campinas: ANPAD, 2001.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. Fundamentos de Metodologia Científica. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2000. 297p.

LEITE, Luiz Fernando. *Inovação: o combustível do futuro*. Rio de Janeiro. Qualitymark: Petrobras, 2005. 168p.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. 190p.

LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 42, n.2, p. 249-260, abr./jun. 2007.

LUZ, Sandro Gomes. *Empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial e Seus Desempenhos Financeiros: uma análise nos mercados brasileiro e norte-americano*. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) – Faculdades Ibmecc, Rio de Janeiro: Faculdades Ibmecc, 2009. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&o_obra=147962>. Acesso em: 20 jul. 2010.

LUZ, Sandro Gomes; SILVA, Raimundo Nonato Sousa da; COELHO, Paulo Sérgio. A influência da divulgação do índice de sustentabilidade empresarial sobre os preços das ações no Brasil e nos Estados Unidos: um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

MACHADO FILHO, C. A. P. *Responsabilidade Social Corporativa e a Criação de Valor para as organizações: um estudo multicase*. Brasil. 2002. 204p. Tese (Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

MACHADO FILHO, C. A. P.; ZYLBERSZTAJN, D. A empresa socialmente responsável: o debate e as implicações. *Revista de Administração*, São Paulo, v.3, n. 39, p. 242-254, 2004.

MACHADO, Márcia Reis; MACHADO, Márcio André Veras. Retorno Acionário e Adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa: Um Estudo de

Eventos. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A.; MACHADO, Márcia Reis; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de. *Análise da Relação entre Investimentos Socioambientais e a Inclusão de Empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial - (ISE) da BM&FBovespa*. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10, 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo: X Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2010. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos102010/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=155&titulo=An%20E1lise+da+Rela%20E7%E3o+entre+Investimentos+Socioambientais+e+a+Inclus%20de+Empresas+no+%20CDndice+de+Sustent>. Acesso em: 04 jan. 2011.

MALHOTRA, Naresh K. *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. 719p.

MANUAL DE OSLO. *Proposta de Diretrizes para Coleta e Interpretação de Dados sobre Inovação Tecnológica*. 3 ed. 2005. Disponível em: <http://www.mct.gov.br/upd_blob/0026/26032.pdf>. Acesso em: 10 set. 2010.

MCGUIRE, J. B.; SUNDGREN, A.; SCHNEEWEIS, T. Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, v. 31, n. 4, p. 854-872, 1988.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D.S; WRIGHT, P. M. Corporate social responsibility: strategic implications. *Journal of Management Studies*, v. 43, n. 1, p. 1-18, 2006.

MELLO, O. P.; MELO, A. A. O. Governança Corporativa versus desempenho das ações: um estudo das empresas do setor elétrico no âmbito da Bovespa. *Revista Brasileira de Contabilidade*, v. 182, p. 21-31, 2010.

MELLO, Othon Pereira de. *Governança Corporativa x Desempenho das Ações*: um estudo das empresas do setor de energia elétrica no âmbito da BOVESPA. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade Novos Horizontes. Belo Horizonte, 2007. Disponível em: <http://www.unihorizontes.br/banco_dissertacoes/090620091555038266.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2010.

MELO NETO, F. P.; FROES, C. Q. *Responsabilidade Social e Cidadania Empresarial*: a administração do terceiro setor. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

MERICO, Luiz Fernando Krieger. *Introdução à economia ecológica*. Blumenau: Ed. da FURB, 1996. (Coleção Sociedade e Ambiente; 1).

MONEVA, J.M.; RIVERA, J.; MUNOZ, M.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 jan.2011.

MONEVA, José M.; ORTAS, Eduardo. Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach. *Industrial Management & Data Systems*, v. 110, n. 2, p.193-210, 2010. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1845816&show=html>>. Acesso em: 10 jan.2011.

NOSSA, Valcemiro; CEZAR, Jesuína Figueira; NOSSA, Sylvania 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 PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

NOSSA, Valcemiro; NOSSA, Sylvania Neris. O impacto da Distribuição de dividendos e da Recompra de ações na eficiência das empresas listadas na Bovespa (1995 a 2004). *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

NUNES, Juliana Goldner; TEIXEIRA, Aridélmo J. C.; NOSSA, Valcemiro. Análise das Variáveis que influenciam a Adesão das Empresas ao Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 33, 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: ANPAD, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/ler_pdf.php?cod_edicao_trabalho=10406&cod_evento_edicao=45>. Acesso em: 15 jul. 2010.

OCDE. Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa. Círculo de Companhias da Mesa-Redonda de Governança Corporativa da América Latina. OCDE, 2005. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/31/29/37846725.pdf>>. Acesso em: 02 jul. 2011.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2009. 500p.

PROCIANOY, J. L.; CASELANI, C. N. Emissão de ações como fonte de crescimento ou como fonte de redução do risco financeiro: resultados empíricos. *Revista de Administração*, v. 32, n. 3, p. 70-81, 1997.

PROCIANOY, J. L.; ANTUNES, M. A. Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 25, 2001, Campinas. *Anais...* Campinas: ANPAD, 2001.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value. a guide for managers and investors*. 2.ed. New York: The Free Press, 1998.

REZENDE, Idália Antunes Cangussú; NUNES, Juliana Goldner; PORTELA, Simone Salles; NASCIMENTO, Antonio Paula; SALVADOR, Nadir; TELLES, Tania Eliete Alves Oliveira. Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

REZENDE, Idália Antunes Cangussú; SANTOS, Luis Sérgio Ribeiro dos. Análise da Rentabilidade e Performance dos Investimentos Socialmente Responsáveis: um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 30, 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.

RICHARDSON, R. J. *Pesquisa Social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 1999, 334p.

RICO, Elizabete de Melo. Responsabilidade Social Empresarial e Sustentabilidade (percursos em Portugal). *Revista Administração em Diálogo*. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rad/article/view/2936>>. Acesso em: 15 jul. 2010.

ROZANSKI, C. R. M.; BENETTI, K. C.; Melo, Pedro Antônio. Os indicadores do Instituto Ethos utilizados na avaliação da Responsabilidade Social das Universidades. *In: CONGRESSO LATINOAMERICANO SOBRE ESPÍRITU EMPRESARIAL*, 19, 2008, Florianópolis. *Anais...* Florianópolis: XIX Congresso Latinoamericano sobre Empresarial, 2008.

SANTOS FILHO, Oswaldo Martins dos. *O índice de sustentabilidade empresarial e o impacto no valor das ações: um estudo de evento*. Dissertação (Mestrado em

Administração) – Universidade Metodista de São Paulo. São Bernardo do Campo, 2010. Disponível em:

<<http://busca.ibict.br/SearchBDTD/search.do?command=search&q=+assunto:%22%C3%8Dndice%20de%20Sustentabilidade%20Empresarial%20e%20Estudo%20de%20Eventos.%22/>>. Acesso em: 15 jun. 2011.

SARLO NETO, Alfredo. *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro*. 2004. 234f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). Vitória, 2004.

SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; DALMÁCIO, F. Z. A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *Base (Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos)*, v. 7, p. 301-314, out./dez. 2010.

SCHOLL, H.J. *Applying Stakeholder Theory to E-Government: Benefits and Limits*. Albany, NY: University at Albany / SUNY/ Center for Technology in Government, 2002. Disponível em: <Applying Stakeholder Theory to E-Government Benefits and Limits>. Acesso em: 06 jul. 2011.

SCHUMPETER, Joseph Alois. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juros e ciclo econômico*. São Paulo: Abril Cultural, 1982. 169 p. Série Os Economistas.

SILVA, Wendel Alex Castro. *Investimento, regulação e mercado: uma análise do risco no setor elétrico*. 2007. 430f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras. Lavras. 2007.

SILVEIRA, A. D. M. da. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da empresa no Brasil*. Dissertação (mestrado em administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

Disponível em:

<http://www.teses.usp.br/index.php?option=com_jumi&fileid=11&Itemid=76&lang=pt-br&filtro=Governan%C3%A7a%20Corporativa,%20Desempenho%20e%20Val> Acesso em: 21 mar. 2011.

TACHIZAWA, Takeshy. *Gestão ambiental e responsabilidade social corporativa: estratégias de negócios focadas na realidade brasileira*. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

TENÓRIO, Fernando Guilherme. (Org.). *Responsabilidade social empresarial: teoria e prática*, 3.ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006. 259p.

TIGRE, Paulo Bastos. *Gestão da Inovação: a economia da tecnologia no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. 282p.

TRIOLA, Mario F. *Introdução à Estatística*. 10 ed.. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

VELLANI, Cassio Luiz; ALBUQUERQUE, Andrei Aparecido de; CHAVES, Eduardo de Paula e 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 PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 33, 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: ANPAD, 2009.

VAN HORNE, J.C. *Política e Administração Financeira*. Ed. da Universidade de São Paulo. São Paulo: 1975.

VAN HORNE, J.C. *Financial Management and Policy*. 12. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2002.

ZAGO, Ana Paula Pinheiro; PAULA, Germano Mendes de. Sustentabilidade Corporativa: o caso "Dow Jones Sustainability Index". *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Variáveis: criação de Valor, Responsabilidade Social e Desempenho Econômico-Financeiro	142
APÊNDICE B – Variáveis de Investimento	144

(conclusão)

Nº	SETOR	ISE	ADR	PROP	CA	RA	TM	PL C	PL	Δ VM / VP	Δ LPA	Δ ROA	Δ ROE	RAN
25	Petrobrás	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
26	Suzano Papel	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
27	TAM	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
28	Telemar	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
29	Tim Part S/A	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
30	Tractebel	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
31	Ultrapar	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
32	Usiminas	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
33	VCP FIBRIA	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
34	Vivo	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
35	WEG	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
36	Ambev	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
37	Livraria Saraiva					X	X	X	X	X	X	X	X	X
38	Uol					X	X	X	X	X	X	X	X	X
39	Vicunha					X	X	X	X	X	X	X	X	X
40	Embratel					X	X	X	X	X	X	X	X	X
41	Encorpar					X	X	X	X	X	X	X	X	X
42	Comgas					X	X	X	X	X	X	X	X	X
43	Confab					X	X	X	X	X	X	X	X	X
44	Contax					X	X	X	X	X	X	X	X	X
45	Mangels					X	X	X	X	X	X	X	X	X
46	Randon					X	X	X	X	X	X	X	X	X
47	Unipar					X	X	X	X	X	X	X	X	X

Quadro 14 – Participação das empresas nas variáveis de Criação de Valor, Responsabilidade Social e Desempenho econômico-financeiro

Fonte: Elaborado pela autora

APÊNDICE B – Variáveis de Investimento

Nº	NOME	IA	Δ IA	II	Δ II	IS	Δ IS
1	AES Tietê	x	x	x	x	x	x
2	All América Latina	x	x	x	x	x	x
3	Bradesco	x		x		x	
4	Brasil	x		x		x	
5	Braskem	x	x			x	x
6	BRF Foods			x	x		
7	CCR Rodovia			x	x		
8	Cemig	x	x	x	x	x	x
9	Cesp	x	x	x	x	x	x
10	Coelce	x	x	x	x	x	x
11	Copel	x	x	x	x	x	x
12	CPFL Energia	x	x	x	x	x	x
13	DASA						
14	Eletropaulo			0			
15	Embraer			x	x		
16	Gerdau			0			
17	Gerdau Met			0			
18	Gol	x	x	x	x	x	x
19	lochpe-Maxion			x	x		
20	Itau Unibanco	x		0		x	
21	Itausa			x	x		
22	Light	x	x	x	x	x	x
23	Localiza			x	x		
24	Natura			0			
25	Petrobrás	x	x	x	x	x	x
26	Suzano Papel	x	x	x	x	x	x
27	TAM	x	x	x	x	x	x
28	Telemar			x	x		
29	Tim Part S/A	x	x	x	x	x	x
30	Tractebel	x	x	x	x	x	x
31	Ultrapar			0			
32	Usiminas	x	x	x	x	x	x
33	VCP FIBRIA			x	x		
34	Vivo			x	x		
35	WEG	x	x	x	x	x	x

Quadro 15 – Participação das empresas do ISE nos investimentos

Fonte: Elaborado pela autora