

ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL: PORQUE PARTICIPAR?

Autoria: Alexandre Sanches Garcia, Renato J. Orsato

RESUMO

Porque empresas dedicam recursos para participar de índices de sustentabilidade? Este artigo busca responder esta pergunta, inicialmente, através de uma breve revisão dos fundos de investimentos socialmente responsáveis, além da teoria e métodos de finanças corporativas que buscam explicar a valoração do preço das ações de uma empresa e dos principais índices de sustentabilidade existentes no mundo. A partir disso, analisa quinze trabalhos acadêmicos que utilizaram diferentes métodos na avaliação da performance econômico e financeira das empresas, e os reflexos na valoração no preço das ações e nos seus indicadores de desempenho.

1. INTRODUÇÃO

Empresas têm se esforçado para demonstrar à sociedade suas políticas de boas práticas sociais e ambientais. Não por coincidência, é crescente o número das que publicam relatórios de sustentabilidade seguindo padrões da *Global Reporting Initiative* (GRI) e das que declaram fazer inventário de emissões de gases de efeito estufa, usando a metodologia *GHG Protocol*. Além disso, investimentos que aliam retorno financeiro ao impacto social, o chamado empreendedorismo social, crescem no Brasil e no exterior. Já as chamadas indústrias financeiras, constituída pelos bancos, fundos de pensão e investidores institucionais também têm aderido aos Princípios para o Investimento Responsável -PRI das Organizações das Nações Unidas - ONU, que estabelece regras para a seleção de investimentos tendo como critério a conduta das empresas em relação às questões ambientais, sociais e a qualidade das relações com seus stakeholders. Os fundos de investimentos sociais (em inglês, *Social Responsible Investment* - SRI) nos Estados Unidos, que reúnem ações de empresas consideradas ambientalmente e socialmente responsáveis, correspondiam, em 2010, a 12% (US\$ 3,07 trilhões) do total de US\$ 25,2 trilhões de investimentos.. Entre 2005 e 2010, os ativos de SRI aumentaram 34% contra apenas 3% dos investimentos convencionais (*Social Investment Forum Foundation*, 2010). Uma explicação para tal crescimento já havia sido apresentada por Hoti, McAller e Pauwels (2007): mesmo apresentando retornos médios estatisticamente iguais aos dos fundos convencionais, a volatilidade dos índices de sustentabilidade são menores, representando mais segurança para os investidores em períodos de turbulência na economia. Entretanto, este argumento é suficiente para explicar o crescimento exponencial do termo SRI na mídia e em periódicos acadêmicos, apontados por Capelle-Blancard e Monjon (2011).

Com o surgimento dos fundos de investimentos sociais criaram-se os indicadores de desempenho desses fundos para evidenciar aos investidores quais empresas estão comprometidas com a responsabilidade socioambiental. Com isso, os índices de sustentabilidade orientam a tomada de decisões sobre o grau de responsabilidade socioambiental das empresas listadas no mercado de capitais. Essa tendência de criação de índices de sustentabilidade começou na década de 1990, com o primeiro índice de sustentabilidade *Domini 400 Social Index* (criado por Kinder, Lydenberg, Domini and Co.) e em 1999, quando a Bolsa de Valores de Nova York apresentou o *Dow Jones Sustainability*

Index (DJSI). Em seguida, vieram o *FTSE4good*, em 2001, de Londres; o *Socially Responsible Index* (SRI), de Johannesburgo, em 2002; e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa, a Bolsa de Valores de São Paulo, em 2005. Em 2012, a carteira de empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, estava representada por 37 empresas de 18 setores e somavam R\$ 961 bilhões em valor de mercado, o equivalente a 43,72% do total do valor das companhias com ações negociadas.

As empresas têm vários motivos para participarem do processo de seleção de um índice de sustentabilidade. A literatura especializada destaca: o ganho reputacional (MOON, DE LEON, 2007), a captação de recursos financeiros mais vantajosa (MCGUIRE, SUNDGREN, SCHEEWEIS, 1988), a possível vantagem competitiva como *first mover* (CHRISTMANN, 2000), além do acesso ao conhecimento proporcionado pela troca de experiências entre as empresas participantes do grupo (KING, LENOX, 2000). Apesar disso, praticamente a totalidade de pesquisas brasileiras sobre o ISE focalizam no valor das ações como elemento motivador para as empresas participarem neste clube socioambiental: a participação no ISE gera valor econômico-financeiro para as empresas?

A partir dessas pesquisas, este estudo buscou avaliar se a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBovespa aumentou o valor da empresa. A partir dos resultados encontrados, o artigo discute as motivações para o engajamento em iniciativas similares. Para tanto, foi realizado um estudo bibliométrico de trabalhos acadêmicos nacionais e uma análise exploratória de artigos, teses e dissertações acadêmicas que utilizaram diferentes métodos na avaliação da performance econômica e financeira das empresas, com reflexos na valoração no preço das ações e nos seus indicadores de desempenho. O estudo é relevante porque, ao investigar o tema da relação entre índices de sustentabilidade e desempenho econômico-financeiro, sinaliza as reais motivações das empresas participarem do processo de inclusão no índice.

O estudo está dividido em cinco partes. A Seção 2 apresenta origem e evolução dos fundos de investimentos socialmente responsáveis, a teoria e métodos de finanças corporativas que buscam explicar a valoração do preço das ações de uma empresa, os principais índices de sustentabilidade existentes no mundo e, finalmente, o histórico, composição e forma de cálculo do ISE. A Seção 3 apresenta a metodologia utilizada para responder nossa pergunta de pesquisa e a Seção 4 discute os resultados encontrados e compara com estudos que investigaram quais são os motivos que levam às empresas a aderir aos processos de listagem em índices de sustentabilidade. As Seções 5 e 6 concluem o artigo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Inicialmente, é necessário distinguir claramente os fundos de investimentos sociais e índices de sustentabilidade. Os fundos de investimentos sociais (conhecidos pela sigla SRI, do inglês *Socially Responsible Investing*) são produtos ofertados pelas instituições financeiras que buscam a captação de recursos junto a investidores. A característica principal dos SRI é a inclusão de critérios socioambientais na seleção dos títulos de empresas que irão compor a carteira do fundo. Os SRI servem como estratégias de investimentos que levam em consideração os retornos financeiros e os benefícios sociais gerados pelas empresas. Os índices de sustentabilidade, por outro lado, visam oferecer aos investidores uma simulação de carteira composta por ações de empresas que apresentam reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e ambiental. São índices associados às Bolsas de Valores que servem como *benchmark* para a análise comparativa da performance de empresas listadas, auxiliando no processo de decisões pelas partes interessadas, como investidores e a sociedade.

2.1 Investimentos socialmente responsáveis (SRI)

Os SRI também são denominados como investimentos sustentáveis, socialmente conscientes, verdes ou éticos. Segundo Fowler e Hope (2007), as primeiras iniciativas em investimentos socialmente responsáveis surgiram com os grupos religiosos como a irmandade Quakers e de Luteranos que, em 1758, proibiram seus seguidores de participar do comércio de escravos. Um dos mais articulados defensores do SRI foi John Wesley (1703–1791), um dos fundadores da Igreja Metodista, que em seus sermões aconselhava evitar adquirir produtos de empresas químicas, pois tais empresas causavam danos à saúde de seus trabalhadores.

O primeiro fundo de investimento social surgiu em 1971, denominado de Fundo de investimento PAX, e foi criado pelos opositores da Guerra do Vietnã, que evitavam fazer investimentos em empresas relacionadas com equipamentos e materiais militares (FOWLER e HOPE, 2007).

De acordo com o *Social Investment Forum*, nos Estados Unidos da América os fundos de investimentos sociais possuíam US\$ 3,07 trilhões de ativos em 2010. Ainda segundo essa fonte, desde 2005, os ativos de SRI aumentaram 34% enquanto que os ativos convencionais aumentaram apenas 3%. No período da crise internacional de 2008, enquanto os índices de mercado como S&P500 (Standard & Poor's 500, um índice de mercado norte-americano que consiste em ações de 500 empresas escolhidas, entre outros fatores, de acordo com o seu tamanho, liquidez e setor) tiveram declínio e os ativos convencionais aumentaram menos de 1%, os ativos envolvidos com responsabilidade social e sustentável aumentaram mais de 13% (SOCIAL INVESTMENT FORUM FOUNDATION, 2010). No Brasil, dados de 2012 da Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais-ANBIMA, conclui que ainda são poucos os fundos de investimentos sociais: R\$ 704 milhões (cerca de US\$ 335 milhões) que representa 0,04% do total de fundos de investimentos existentes no mercado brasileiro, que em junho de 2012 era de R\$ 1,9 trilhões.

A crescente abordagem e destaque sobre SRI é observada no cenário econômico e nas decisões por parte dos investidores. Durante o período 1982-2009, Capelle-Blancard e Monjon (2011) identificaram cerca de 27.500 artigos de jornal (através do software *Dow Jones Factiva*), 673 artigos de revistas acadêmicas (através de base de dados da *ScienceDirect-Elsevier*, *Wiley Interscience*, *SpringerLink* e *Jstor*) e 513.000 webpages que incluíam as frases "investimentos socialmente responsáveis" ou "investimentos éticos". Também obtiveram 28.200 resultados em Google Books e 11.000 no Google Scholar. Em suas pesquisas, os autores observaram um crescimento expressivo na literatura sobre SRI. Na década de 1990 as reportagens anuais sobre esse tema correspondiam a 0,069% de todas as publicações. Já na década de 2000 a representatividade de reportagens sobre SRI foi de 0,133%. O mesmo fenômeno de crescimento ocorreu com os artigos acadêmicos: entre 1982 e 1989 correspondiam a 0,096%, que passou para 0,284% na década de 1990 e 0,549% entre 2000 e 2009.

Esse crescente interesse sobre o tema SRI tanto em periódicos acadêmicos como na mídia impressa e eletrônica de acesso mais amplo, reflete parcialmente o interesse dos investidores por esse tipo de investimento. Pesquisa realizada em 2002 pela *McKinsey & Co*, em parceria com a *Global Corporate Governance Forum*, junto a investidores, apurou que estes estariam dispostos a pagar entre 11% e 41% a mais por ações de companhias que adotam melhores práticas de gestão e transparência. No Brasil, a mesma pesquisa indica que os investidores pagariam 24% a mais por ações de companhias com este perfil (CAVALCANTI, BRUNI, COSTA, 2007).

2.2 Índices de sustentabilidade empresarial

Existem vários tipos de metodologias para avaliação do desenvolvimento sustentável praticado pelas empresas. Os índices associados às Bolsas de Valores são metodologias que permitem a comparação entre empresas e auxiliam nos processos de decisão pelas partes interessadas, como por exemplo, o primeiro índice de Bolsa de Valores, o *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), existente nos Estados Unidos e, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no caso brasileiro. A seguir, destacamos alguns índices de sustentabilidade existentes:

Figura 1: Índices de sustentabilidade selecionados

Índice	Ano e Fundador	Característica
Domini 400 Social Index	1990 <i>Kinder, Lydenberg, Domini and Co.</i>	Composto por uma seleção de 400 empresas norte americanas, sendo 250 incluídas no índice S&P500, 100 companhias que não estão inclusas no S&P500, mas são representativas em seu setor e, 50 companhias que representam fortes características de apelo social.
Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)	1999 <i>Dow Jones Indexes, STOXX Limited e SAM-The Sustainable Asset Management Group.</i>	Calculados e analisados de maneira semelhante ao <i>Dow Jones Global Indexes</i> e são sub-categorizados em dois índices: o <i>DJSI World</i> e <i>DJSI STOXX</i> , esse último que é um índice composto de empresas européias.
Ethibel Sustainability Indices (ESI)	<i>Standard & Poor's (S&P).</i>	Composto por quatro índices regionais, que são ESI Global, ESI Américas, ESI Europa e ESI Ásia-Pacífico.
Calvert Social Index	2004 Calvert Corporation.	Composto por 680 empresas selecionadas entre cerca de 1.000 das maiores empresas de capital aberto dos Estados Unidos
KLD Indices	<i>KLD Research and Analytics.</i>	Também desenvolveu o <i>Corporate Social Ratings Monitor</i> , que é um banco de dados para pesquisa de fins sociais que compreende mais de 4.000 empresas do mercado norte americano.
FTSE4Good	2001 Grupo empresarial britânico.	É derivado do índice global FTSE, especificamente do <i>FTSE-All Share Index (UK)</i> e do <i>FTSE All-World Developed Index (Global)</i> .
Socially Responsible Index (SRI)	2004 Bolsa de valores de Johannesburgo, na África do Sul	Considerado o primeiro índice de sustentabilidade surgido em um país emergente.

Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	2005 BM&FBOVESPA	Originalmente financiado pelo <i>International Finance Corporation</i> (IFC), braço privado do Banco Mundial. Seu desenho metodológico é de responsabilidade do Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVces).
--	---------------------	---

Conforme análise da Figura 1, embora o índice *Domini 400 Social Index* tenha sido lançado em 1990, o primeiro índice de sustentabilidade criado para uma bolsa de valores, foi o *Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)*, criado em 1999 para a bolsa de Nova York. A Figura 1 mostra também o primeiro índice em bolsa de valores em um país emergente, que foi o da África do Sul e finalmente o primeiro índice da América Latina, que foi o ISE da BM&F Bovespa, em São Paulo, Brasil.

Para participar do ISE, as empresas devem atender ao pré-requisito de liquidez, sendo emissora de uma das 200 ações mais líquidas da bolsa de valores de São Paulo. Este é um critério básico para que os fundos sejam capazes de replicar o índice, negociando ações destas empresas. O índice é composto por até 40 destas empresas. A carteira vigora do primeiro ao último dia útil de cada ano, sendo revista anualmente por meio de processo seletivo, que tem como base as respostas das empresas a um questionário-base.

O processo de responder questionários serve como uma forma de reflexão por parte das empresas, nas quais elas podem julgar seu próprio desempenho relativo às outras empresa, assim como, julgar como a sua performance é comunicada aos seus *stakeholders*. Outro fator positivo para as empresas ao responder os questionários é a melhoria da qualidade e quantidade de informações geradas por elas para satisfazer questões socioambientais. Segundo O'Rourke (2003) isso possibilita que muitas vezes as empresas enviem aos interessados documentos na forma de "*Profiles*" e "*Report Cards*". Esses resultados compilados em "*Profiles*" geralmente são usados pelos gestores ambientais como uma forma de promover os valores de seu trabalho perante outros *stakeholders* dentro da companhia. Em alguns casos os resultados desse trabalho são divulgados publicamente, servindo como elemento incentivador para a melhoria de desempenho social e ambiental pelas empresas, como por exemplo o Guia de Sustentabilidade, publicado anualmente pela Revista Exame, da Editora Abril.

Na preparação das respostas a esses questionários, as empresas devem adotar a filosofia da sustentabilidade, um processo de médio e longo prazo que inicialmente envolve custos de realocação de recursos e que pode afetar negativamente o desempenho financeiro da empresa a curto prazo. Isso acontece porque, segundo Lopez, Garcia e Rodriguez (2007), empresas que se engajam em atividades socialmente responsáveis fornecem mais informações e divulgações mais extensas do que aquelas que estão menos interessadas em metas de avanços sociais. Isto envolve custos tais como treinamento, produtos de qualidade e segurança. Em um certo período de tempo, os gastos podem ser maiores do que as receitas adicionais que essas medidas venha a ocasionar, afetando o desempenho econômico-financeiro da empresa no curto prazo. Mas, a médio e longo prazo, será que o reconhecimento de seu comprometimento com a responsabilidade social e ambiental afeta o valor de mercado da empresa na percepção de investidores? A seção a seguir procura descrever algumas das diversas metodologias de cálculo do valor de uma empresa.

2.3 Teorias e métodos para avaliação econômico-financeira do valor da empresa

Pesquisas que envolvem o desempenho financeiro das empresas têm sido baseadas em vários argumentos teóricos da administração moderna, na teoria dos *stakeholders* (grupos de interesse) e na teoria dos *shareholders* (maximização do valor para o acionista). Bandeira-de-Melo e Marcon já se depararam com essa dicotomia ao pesquisar empiricamente a heterogeneidade do desempenho das firmas:

Mesmo que se assuma o pressuposto de que o objetivo da firma é a maximização da riqueza dos acionistas a longo prazo, a definição do melhor indicador para mensurar esse desempenho não é uma decisão simples. O número de indicadores existentes é muito elevado: retorno dos ativos, retorno do capital próprio, retorno para o investidor, Q de Tobin, entre outros indicadores (BANDEIRA-DE-MELO e MARCON, 2006, p. 37)

Podemos encontrar várias teorias das finanças aplicadas na avaliação de empresas, como o Modelo de Precificação de Ativos (*CAPM-Capital Asset Pricing Model*), de William Sharpe; a Teoria ou Hipótese de Mercado Eficiente, de Eugene Fama; a Teoria de Opções (*Option Pricing Theory*), de Black F. e M. Scholes; o *Arbitrage Pricing Theory*, de Stephen Ross; a Teoria da Agência (*Agency Theory*), entre outras.

O preço da ação é um indicador da avaliação que o mercado faz do ativo que reflete as informações disponíveis sobre o mercado em determinado momento. Para Brealey e Myers (1992), no modelo de mercados eficientes, os participantes formam expectativas em relação aos preços baseados em toda a informação disponível sobre eventos que possam influenciar os preços do ativo negociado. O Estudo de Eventos é a metodologia de finanças que procura mensurar o impacto de uma informação pública, divulgada em um dado momento, no comportamento dos preços das ações das empresas. Este é um dos principais motivos pela sua larga utilização, sobretudo em mercados financeiros menos desenvolvidos e eficientes como o brasileiro.

Para Castro Júnior e Famá (2002), “essa simplificação da realidade permite ao investidor tratar de forma fácil e intuitiva suas decisões sobre investimentos, possibilitando, por exemplo, o uso de uma curva de indiferença que facilita a visualização do ativo mais apropriado a um determinado investidor, dado o grau de predisposição ao risco deste”.

O preço das ações de uma empresa e sua variação ao longo de um determinado período é uma das principais variáveis de estudos acadêmicos sobre o valor das empresas. Já os fundadores da Moderna Teoria das Finanças, Franco Modigliani e Merton Miller, propuseram, em 1958, que o valor de uma empresa é determinado pela sua capacidade em gerar benefícios esperados de caixa. Os métodos para calcular o valor de uma empresa mais utilizados são: (i) fluxo de caixa descontado (FCD); (ii) Valor Econômico Agregado (EVA); (iii) métodos dos múltiplos, utilizados para calcular o preço justo das ações e; (iv) método contábil/patrimonial, que usa indicadores contábeis para avaliação de desempenho. Já na década de 1990 surgiram formulações de estratégias financeiras voltadas à criação de valor econômico para as empresas, como por exemplo o Valor Econômico Agregado, mais conhecido como EVA, do inglês *Economic Value Added*. No caso brasileiro, uma pesquisa feita em 2001 pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (Apimec), revela que 88% dos avaliadores de empresas usam o método do fluxo de caixa descontado em suas avaliações.

Utilizar essas diversas metodologias de avaliação de empresas na comparação do desempenho das empresas que estão listadas nos índices de sustentabilidade existentes pode ser uma nova prática de investidores e analistas do mercado de capitais, pois buscam além do retorno financeiro, indicar e aplicar seus recursos em empresas que praticam boas ações ambientais e sociais. McGuire, Sundgren e Scheeweis (1988) afirmam que o elevado nível de

responsabilidade social e ambiental facilita o acesso de empresas às fontes de capital, uma vez que bancos e investidores consideram, além do desempenho financeiro, as questões sociais e ambientais nas decisões de investimentos. No levantamento bibliométrico desse trabalho, foi destacada a metodologia de finanças para avaliação de empresa utilizada no comparativo com o ISE.

3. METODOLOGIA

O estudo apresentado neste artigo mapeou a produção científica sobre o tema, permitindo a avaliação e reflexão sobre esta, já que através da análise da produção acadêmica em determinada área é possível identificar tendências e lacunas teóricas. Quanto à sua abordagem, trata-se de uma pesquisa qualitativa que analisou as características metodológicas e de conteúdo de artigos acadêmicos, dissertações e teses. O método utilizado foi a pesquisa bibliométrica, tomando como base a Lei de Bradford sobre produtividade de periódicos em relação a determinado assunto. A lei de Bradford determina o número de publicações chave em dado campo de estudo, sugerindo que na medida em que os primeiros artigos sobre um novo assunto são escritos, eles são submetidos a uma pequena seleção, por periódicos apropriados, e se aceitos, esses periódicos atraem mais e mais artigos, no decorrer do desenvolvimento da área de assunto (POTTER, 1988). O método bibliométrico pretende medir os padrões estatísticos encontrados em diversos tipos de publicação, não se limitando aos livros. Padrões estatísticos que referem as variáveis tais como: autoria, fonte, assunto, origem geográfica e citações. Uma vez que o ISE foi lançado em 2005 e publicações a respeito do índice em periódicos nacionais e internacionais ainda eram escassos no momento da nossa pesquisa (no ano de 2012), o estudo bibliométrico baseou-se também na análise de dissertações e teses defendidas em programas de pós graduação *scripto sensu* em Administração, Economia e Ciências Contábeis no Brasil. A amostra está detalhada na próxima seção.

3.1 Justificativa para a escolha de base de dados

Para investigar o desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e a criação de valor econômico-financeiro para as empresas que compõem o índice, utilizamos teses, dissertações, artigos acadêmicos e anais de congressos científicos no período de 2006 a 2011. Para a amostra da pesquisa, foi utilizada a produção científica na área de negócios da administração, economia e contabilidade. A composição da amostra está assim estruturada: a) Teses e dissertações obtidas nos *sites* das escolas de negócios do município de São Paulo, cujos programas de pós graduação *scripto sensu* em Administração, Economia e Ciências Contábeis possuem nota igual ou superior a 4, avaliada pela CAPES-Coordenação de Avaliação de Pessoal de Nível Superior, órgão do Ministério da Educação; b) artigos acadêmicos publicados nos periódicos classificados como A1, A2 e B1 pelo índice QUALIS da CAPES; c) publicações em anais de congressos relacionados à área de administração e finanças reconhecidos pela comunidade acadêmica, como o ENANPAD-Encontro Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, o ANPCONT-Associação Nacional dos Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis e a ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós Graduação em Economia.

3.2 Processo de Pesquisa

Para identificar se a publicação pesquisada referia-se ao tema proposto considerou-se que no título deveria constar o nome "índice de sustentabilidade" ou "índice de

sustentabilidade empresarial". Havendo essas palavras no título, partiu-se para uma leitura crítica dos resumos, visando encontrar a existência de relação com o ISE, para que o artigo fosse selecionado ou não.

Após a seleção das publicações foi elaborado um banco de dados com as informações classificadas da seguinte forma: (a) revista, evento científico ou dissertação/tese; (b) edição, ano de publicação, tema, número de autores do artigo, tipos de referências utilizadas (livros, revistas, jornais, sítios de *internet*, leis e normas, teses e dissertações, eventos e outras fontes); (c) metodologia utilizada, e; (d) conclusões obtidas. A análise qualitativa foi feita a partir das conclusões dos artigos, por meio de uma síntese dos principais pontos destacados pelos autores.

Dessas fontes pesquisadas, encontramos quinze trabalhos que relacionam o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o impacto no valor das empresas ou na comparação com outros índices do mercado financeiro. Não foi encontrado nenhum trabalho do ISE nos eventos científicos da ANPEC-Associação Nacional dos Centros de Pós Graduação em Economia. A Figura 2 aponta a fonte, instituição e quantidades dos trabalhos acadêmicos selecionados.

Figura 2 –Eventos e publicações na área de Administração e Ciências Contábeis, 2006 a 2011

Instituição	Forma de publicação	Periódico/Evento Científico/Programa de Pós Graduação	Qtde
USP	Periódico	RAI: Revista de Administração e Inovação	1
FURB	Periódico	Revista Universo Contábil	1
ENANPAD	Evento Científico	Encontro da ANPAD	8
ANPCONT	Evento Científico	Congresso da ANPCONT	1
MACKENZIE	Dissertação de mestrado	Administração de Empresas	1
MACKENZIE	Dissertação de mestrado	Ciências Contábeis	1
FECAP	Dissertação de mestrado	Ciências Contábeis	1
USP	Dissertação de mestrado	Ciências Contábeis	1

Os autores mais citados nas referências bibliográficas desses quinze trabalhos acadêmicos pesquisados foram: R. Edward Freeman, definindo a teoria do *stakeholder*, com dez citações; Milton Friedman, defensor do liberalismo, com oito citações, e; Michael C. Jensen, autor de artigos sobre a teoria da firma e a maximização de valores, com sete citações. O resultado da análise de citações nas referências de literatura desses trabalhos demonstram claramente os argumentos divergentes entre os três autores que mais defendem ou criticam que adoções de práticas de sustentabilidade contribuem ou não para a melhoria do desempenho financeiro das empresas.

4.RESULTADOS

Os trabalhos analisados não encontraram diferenças estatisticamente significativas entre o fato de uma empresa aderir ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o impacto no valor das ações da empresa. Além disso, foi observado também que não houve diferença significativa entre a performance do ISE comparada com outros índices do mercado financeiro, como o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo-IBOVESPA. As Figuras 3 e 4 resumem os trabalhos selecionados destacando o ano de publicação, autores, o problema de pesquisa, o método para mensurar valor e o resultado obtido.

Figura 3 - Publicações acadêmicas 2006 a 2011 que comparam o desempenho dos índices do mercado financeiros com o ISE

Ano de publicação	Autor(es)	Problema de Pesquisa	Métodos para mensurar desempenho do índice	Resultado obtido
2007	Cavalcanti, Bruni e Costa	Há diferença no desempenho das ações que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com o desempenho das carteiras que formam o Índice Bovespa (Ibovespa) e o Índice Brasil (IBrX) ?	percentual de retorno acumulado de indicadores	Não há correlação.
2007	Rezende, I.A.C e outros	O retorno do Índice de Sustentabilidade Empresarial é semelhante aos demais índices de ações (Ibovespa, IBrx e IGC) ?	estatística descritiva	Não há correlação.
2009	Machado, Machado e Corrar	A rentabilidade média do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é igual à rentabilidade dos demais índices da BOVESPA ?	estatística descritiva	Não há correlação.
2009	Beato e outros	A rentabilidade do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é superior à rentabilidade do índice geral BOVESPA ?	percentual de retorno acumulado de indicadores	Melhor desempenho do Índice ISE sobre o índice BOVESPA

Figura 4 – Publicações acadêmicas de 2006 a 2011 que estudam a relação entre valor da empresa e o ISE

Ano de publicação	Autor(es)	Problema de Pesquisa	Métodos para mensurar valor da empresa	Resultado obtido
2007	Dias	A entrada de uma empresa na carteira do ISE gera valor ao acionista ?	estudo de janela de evento	Não há correlação.
2008	Bogéa, Campos e Camino	Aderir ao ISE cria valor para a empresa (aumento no preço das ações) ?	estudo de janela de evento	Não há correlação.
2008	Machado e Machado	Há alteração no preço da ação de uma empresa, após a divulgação pela BOVESPA da sua aderência ao ISE ?	estudo de janela de evento	Não há correlação.
2008	Dias e Barros	A adesão de uma empresa na carteira do ISE traz valor ao acionista ?	estudo de janela de evento	Há correlação positiva.
2008	Luz, Silva e Ceolho	O mercado de capitais brasileiro e norte americano precificam positivamente as ações das empresas listadas no ISE ?	estudo de janela de evento	Não há correlação.

2009	Nunes, Teixeira e Nossa	Quais são as variáveis que influenciam a adesão de uma empresa ao ISE ?	regressão linear múltipla	Há correlação para as variáveis tamanho da empresa e setor de atividade
2009	Vellani, Albuquerque e Chaves	Como mensurar a relação entre Valor de Mercado e Sustentabilidade Empresarial ?	regressão linear múltipla	Não há correlação.
2010	Guimarães	A permanência ou a passagem das empresas pelo ISE conseguem influenciar seu valor de empresa a longo prazo ?	indicadores de desempenho	Não há correlação.
2010	Nunes	Houve diferenças significativas nos índices contábeis das empresas sustentáveis em relação a outras companhias equivalentes não reconhecidas como sustentáveis ?	indicadores de desempenho	Não há correlação.
2010	Gonçalves	O resultados, por meio da análise de indicadores econômico-financeiros, de empresas listadas no ISE foram influenciados após o evento da certificação do ISE ?	indicadores de desempenho	Não há correlação.
2011	Tavares	A responsabilidade social corporativa aumenta o valor da empresa e o retorno do acionista no mercado brasileiro ?	estudo de janela de evento	Não há correlação.

Apenas nos trabalhos de Dias e Barros (2008) e Nunes, Teixeira e Nossa (2009) observa-se que a correlação existente entre desempenho financeiro da empresa e ISE deveu-se às metodologias diferentemente utilizadas. Dias e Barros (2008) comparam os retornos das empresas da carteira do ISE com os retornos de empresas de um grupo de controle (empresas pares do mesmo segmento ou setor). E no trabalho de Nunes, Teixeira e Nossa (2009) foi observado que houve correlação apenas para as variáveis tamanho da empresa e setor de atividade, entre um total de cinco variáveis analisadas. Já no trabalho de Vellani, Albuquerque e Chaves (2009) foi concluído que não há correlação entre valor de mercado e sustentabilidade empresarial, porém essa relação pode ser mensurada ao aplicar uma regressão linear cuja variável dependente, Valor de Mercado, é explicada pelo Valor Contábil, Desempenho Econômico, Social e Ambiental.

Também verificamos que dos quinze trabalhos acadêmicos analisados sobre o comportamento do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), sete utilizaram o método do chamado estudo de eventos. O Estudo de Eventos é a metodologia de finanças que procura mensurar o impacto de uma informação pública divulgada em um dado momento, no comportamento dos preços das ações das empresas. Observamos que desses sete trabalhos que utilizaram o método de estudo de eventos, todos demonstraram que os dias que antecedem a divulgação da notícia que uma empresa fará parte do ISE, assim como, os dias imediatamente seguintes à essa divulgação, houve alterações no valor das ações dessas empresas, porém não significativas.

5. RECOMENDAÇÕES DE PESQUISA

Uma vez constatado que os retornos médios do ISE são semelhantes aos outros índices do mercado de capitais e que os casos empíricos demonstram que estatisticamente não houve acréscimo significativo no valor econômico-financeiro das empresas que participam do processo de habilitação ao índice, emerge uma pergunta natural: porque, então, as empresas dedicam recursos para serem incluídas no índice? Quais fatores motivam as empresas a participarem do ISE?

Resumidamente, a Figura 5 lista as possíveis motivações das empresas que aderem a iniciativas socioambientais voluntárias, além do aspecto de aumento de valor econômico-financeiro, e sugestão de referências bibliográficas para pesquisas futuras.

Figura 5 – Motivações não-econômicas para voluntarismo socioambiental

Motivação	Referência Bibliográfica
Captação de financiamentos mais vantajosa	Nunes, Teixeira e Nossa (2009); McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988)
Vantagem competitiva como <i>first mover</i>	Porter e Van Den Linde (1995); Russo e Fouts (1997); Delmas e Toffel (2008); Moon e De Leon (2007)
Ganho Reputacional	Delmas e Toffel (2008); Hoffman e Woody (2008); Orsato (2009); Dawkins e Fraas (2011)
Possibilidade de exercer influência no ambiente regulatório	Delmas e Terlaak (2001); Delmas e Toffel (2008); Hoffman e Woody (2008); Boiral (2006)
Acesso ao conhecimento	Bansal e Roth (2000); King e Lenox (2000); Busch (2011); López-Gamero, Molina-Azorín e Claver-Cortés (2011)

Um fator econômico-financeiro passível de justificar o esforço das empresas para participarem no ISE refere-se a captação de recursos financeiros mais vantajosa. Nunes, Teixeira e Nossa (2010) encontraram evidências de que o comprometimento da empresa com boas práticas sustentáveis e com informação ao mercado minimiza incertezas sobre suas operações, podendo influenciar a redução do risco e custo de capital. Os autores utilizaram uma amostra de 378 empresas e constataram que empresas que sinalizaram responsabilidade social corporativa tiveram um relação negativa com o endividamento e risco quando comparadas com aquelas que não sinalizam. Também verificaram que as empresas socialmente responsáveis podem reduzir mais o endividamento de longo prazo. A sinalização de responsabilidade social pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) se comportou de maneira crível ao considerar os benefícios atrelados a boas práticas de sustentabilidade quando relacionados com a estrutura de capital.

Outro fator motivador é a possibilidade da empresa exercer influência no ambiente regulatório. Hoffman e Woody (2008) enfatizam que, diante das incertezas regulatórias, o fato da organização se antecipar a uma futura regulamentação pode trazer vantagem competitiva às empresas proativas. Delmas e Toffel (2008) afirmam que, a possibilidade de exercer influência no ambiente regulatório é bastante valorizada, sobretudo para o departamento

jurídico das organizações, e que deve ser o direcionador da participação da empresa nas iniciativas voluntárias, propostas principalmente pelo governo.

O ganho de reputação é outro fator que poder levar as empresas a aderirem voluntariamente a iniciativas de sustentabilidade como o ISE. Pesquisa da *GlobeScan*, uma empresa de consultoria que realiza pesquisas de opinião pública sobre reputação, marcas e tendências, realizada em 2011 com mais de 400 empresas globais, aponta que mais de 50% das empresas consideram o aumento da transparência do negócio como a ação mais importante para aumentar a confiança do público. Empresas proativas têm maiores chances de atrair atenção do público e da mídia (MOON e DE LEON, 2007) e maior facilidade de se diferenciarem.

King e Lenox (2000) destacam que os chamados “clubes verdes”, tais como o ISE, envolvem o compartilhamento de conhecimento entre seus membros, possibilitando, desta forma, a aquisição de conhecimentos sobre práticas, códigos e sistemas mais eficazes de gestão das questões ambientais. Para Bansal e Roth (2000) as empresas atuam de maneira mais ou menos próativa quanto às questões ambientais em função de três motivações: competitividade e legitimação (de fundo estratégico) e responsabilidade ecológica (de fundo ético), sendo que uma empresa, apesar de geralmente apresentar mais de uma delas, em geral, apresenta uma como predominante. Esses autores contribuem para a discussão ao sistematizarem e testarem empiricamente as motivações, fundamentados em grande parte na teoria institucional, na qual as organizações são levadas a incorporar as práticas e procedimentos definidos pelos conceitos que predominam no ambiente organizacional e que estejam institucionalizados na sociedade. Eles realizaram 88 entrevistas em 53 empresas do Reino Unido e Japão e concluíram que essas motivações são influenciadas por três contextos: concordância no assunto, questão da saliência e preocupações individuais.

Embora o número de pesquisas sobre o valor gerado à empresa por investir voluntariamente em questões ambientais aumentou significativamente nos últimos anos, o consenso está ainda distante (ORSATO, 2009). Porém, o comprometimento da empresa em desempenhar ações socialmente responsáveis diminui a probabilidade de eventos negativos e protege o valor da empresa criando *goodwill* ou capital moral (GARDBERG e FOMBRUN, 2006; GODFREY, MERRIL e HANSEN, 2009). Portanto, sugerimos uma agenda de pesquisa que se concentra nas motivações apresentadas na Figura 5, avaliando empiricamente se e quando os resultados baseados nas razões que levaram as empresas a adotarem práticas sociais e ambientais sustentáveis foram alcançados.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nosso estudo evidenciou que não há correlação entre o fato de uma empresa aderir ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o impacto no valor das ações da empresa. Uma vez que a teoria e métodos de finanças não explicam o motivo da adesão voluntária das empresas em questões ambientais, como verificado nos resultados alcançados neste estudo, é preciso investigar outros motivos, à luz de outras teorias organizacionais, tais como a teoria institucional e a *Resourced-based-view*. Motivos como o ganho reputacional, vantagem competitiva, a possibilidade de exercer influência no ambiente regulatório e o compartilhamento de conhecimentos sobre questões ambientais são recomendados para pesquisas futuras.

Identificar os fatores que motivam as empresas a participarem do ISE (e outras iniciativas similares) certamente representará um progresso. Entretanto, não será suficiente nem do ponto de vista teórico nem do prático. Tanto acadêmicos quanto executivos precisam não somente considerar os fatores que podem gerar valor, mas medi-los. Autores como

Epstein e Roy (2000) reconhecem as dificuldades inerentes à estimativa dos custos e benefícios de ações ambientais. Segundo esses autores, “a estimativa da geração de caixa de um projeto esperada para o futuro é uma tarefa complicada, especialmente no caso de custos e benefícios associados ao meio ambiente, que sempre apresentam grande incerteza e longa duração” (EPSTEIN; ROY, 2000). Mesmo assim, na medida do possível será necessário definir e mensurar as práticas sustentáveis adotadas pelas empresas - se é realmente desejável provar que se trata de uma fonte de criação de valor. Recomendamos esta direção para pesquisadores que queiram, como nós, avançar neste campo de pesquisa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANDEIRA-DE-MELO, R; MARCON, R. Heterogeneidade do desempenho de empresas em ambientes turbulentos. *RAE - revista de administração de empresas*, v. 6, nº 2, p. 34-43, 2008.

BANSAL, P; ROTH, K. Why companies go green: a model of ecological responsiveness. *Academy of Management Journal*, v. 43, nº 4, p. 717-736, 2000.

BOIRAL, O. Global Warming: should companies adopt a Proactive Strategy? *Long Range Planning*, 39, p.315-330, 2006.

BREALEY, R.A. e MYERS, S. C. *Princípios de Finanças Empresariais*. Tradução H. Caldeira Menezes e J.C. Rodrigues da Costa. 3. ed. Portugal: McGraw-Hill de Portugal, 1992.

BUSCH, T.O. Organizational adaptation to disruptions in the natural environment: The case of climate change. *Scandinavian Journal of Management*, v. 27, p. 389-404, 2011.

CAPELLE-BLANCARD, G; MONJON, S. Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 2011.

CASTRO JÚNIOR, F.H.F; FAMÁ, R. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da

Tomada de decisão sobre investimentos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 09, nº 2, abril/junho 2002.

CAVALCANTE, L. R. M. T; BRUNI, A. L; COSTA, F. J. M. Sustentabilidade empresarial e desempenho corporativo: uma análise do mercado brasileiro de ações. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais*. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

CHRISTMANN, P. Effects of “Best Practices” of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets. *The Academy of Management Review*, v. 43, nº 4, p. 663-680, 2000.

DAWKINS, C.; FRAAS, J. W. Coming Clean: The Impact of Environmental Performance and Visibility on Corporate Climate Change Disclosure. *Journal of Business Ethics*, v. 100, nº 2, p.303-322, 2011.

DELMAS, M.; TERLAAK, A. A Framework for analyzing environmental voluntary agreements. *California Management Review*, v. 43, nº. 3, p. 44-61, 2001.

DELMAS, M. A.; TOFFEL, M.W. Organizational responses to environmental demands: opening the black box. *Strategic Management Journal*, 29, p. 1027-1055, 2008.

DIAS, E. A; BARROS, L. A. Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 32, 2008, Rio de Janeiro. *Anais*. Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

EPSTEIN, Marc J.; ROY, Marie-Josée. Strategic evaluation of environmental projects in SMEs. *Environmental Quality Management*, v. 9, n° 3, 2000.

FOWLER, S.J; HOPE, C. A. Critical review of sustainable business indices and their impact. *Journal of Business Ethics*, v. 76, p. 243-252, 2007.

GARDBERG, N.A.; FOMBRUN, C.J. Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets Environments. *Academy of Management Review*, v. 31, p. 329-346, 2006.

GODFREY, P. C.; MERRILL, C. B.; HANSEN, J. M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, v. 30, p. 425–445, 2009.

HOFFMAN, A. J.; WOODY, J. G. *Mudanças Climáticas: desafios e oportunidades empresariais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

HOTI, S.; MCALEER, M.; PAUWELS, L.L. Measuring risk in environmental finance. *Journal of Economic Surveys*. v. 21, n° 5, p. 970–998, 2007.

KING, A; LENOX, M. Industry self-regulation without sanctions: the chemical Industry's Responsible Care Program. *Academy of Management Journal*, v. 43, n° 4, p. 698-716, 2000.

LOPEZ, M. V; GARCIA, A; RODRIGUEZ, L. Sustainable development and corporate performance: a study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, p. 285 - 300, 2007.

LÓPEZ-GAMERO, M.D.; MOLINA-AZORÍN, J. F.; CLAVER-CORTÉS, E. Environmental uncertainty and environmental management perception: A multiple case study. *Journal of Business Research*, v. 64, p. 427–435, 2011.

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

MOON, S.; DE LEON, P. Contexts and Corporate Voluntary Environmental Behaviors. *Organization & Environment*, v. 20, n° 4, p. 480-496, 2007.

NUNES, J. G; TEIXEIRA, A. J. C; NOSSA, V. Análise das variáveis que influenciam à adesão das empresas ao índice Bovespa de sustentabilidade empresarial. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 33, 2009, São Paulo. *Anais*. Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.

O'ROURKE, A. The message and methods of ethical investment. *Journal of Cleaner Production*, p. 683 - 693, 2012.

ORSATO, R. *Sustainability Strategies: When Does it Pay to be Green?* UK: Palgrave Macmillan, 2009.

PORTER M.; LINDE, V. D. Toward a new conception of the environmental- competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n° 4, p. 97-118, 1995.

POTTER, W. G. Of making many books there is no end: bibliometrics and libraries. *The Journal of Academic Librarianship*, Chicago, 1988.

RUSSO, M. V., & FOUTS, P. A. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, v. 40, n° 3, p. 534-559, 1997.

SOCIAL INVESTMENT FORUM FOUNDATION. *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*. Washington, 2010. 17 p.

VELLANI, C. L.; ALBUQUERQUE, A. A.; CHAVES, E. P. S. Uma tentativa de mensuração da relação entre valor de mercado e sustentabilidade empresarial nas ações listadas no ISE da Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 33, 2009, São Paulo. *Anais*. Rio de Janeiro: ANPAD, 2009.