

## SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E RETORNO AO AÇIONISTA: UM ESTUDO SOBRE O ISE

**Autoria:** Edson Aparecido Dias, Lucas Ayres Barros

### RESUMO

O tema Sustentabilidade nas organizações tem sido bastante debatido recentemente. Algumas correntes teóricas afirmam que para garantir a perenidade, as organizações devem inserir na sua estratégia elementos que considerem o perfeito equilíbrio nas relações com diversos grupos de interesse. Esta linha teórica descreve que os sistemas econômicos, sociais e ambientais estão integrados e, portanto, as organizações não podem implementar estratégias que contemplem somente uma das dimensões. Neste contexto complexo, Índices de Sustentabilidade foram criados em escala global. No Brasil, especificamente no ano de 2005, foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). O presente trabalho investigou por meio da 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. Estes resultados podem servir de apoio para os processos de tomada de decisão dos gestores das companhias, no estabelecimento de políticas relacionadas às práticas de Sustentabilidade nas organizações.

### 1 INTRODUÇÃO

Existe atualmente grande preocupação dos agentes sociais com o tema desenvolvimento sustentável. Este assunto ganhou maior notoriedade após a publicação do relatório da Comissão Mundial Sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento da Organização das Nações Unidas, chamada de comissão *Brundtland* em 1987. O ponto central do relatório enfatiza que, para se atingir o desenvolvimento sustentável deve-se atender às necessidades das gerações atuais, sem comprometer a possibilidade das gerações futuras atenderem suas próprias necessidades. Neste novo cenário mundial, as organizações estão sendo desafiadas a participarem desta discussão e implementarem estratégias que as direcionem para este caminho. Como as estratégias de negócios são complexas, elas devem ser examinadas sob várias perspectivas diferentes. O novo paradigma da sustentabilidade das organizações se apóia em teorias como a dos *stakeholders* e em conceitos, tais como, o *Triple Bottom Line* (TBL). A proposição do conceito do TBL foi apresentada, inicialmente, por Elkington (2001), e afirma que, as organizações podem atingir a sustentabilidade se avaliarem os **aspectos econômicos, sociais e ambientais** de suas atividades, chamados neste texto de pilares das múltiplas dimensões. O ponto fundamental de conceitos como o TBL é de que, as empresas devem considerar pesos equivalentes para os três aspectos. Estes instrumentos, por sua vez, estão fortemente alinhados com a teoria dos *stakeholders*. Esta teoria emergiu em meados dos anos oitenta com a publicação da obra seminal *Strategic Management: a stakeholder approach* de Edward Freeman em 1984 (FREEMAN; MCVEA, 2001). A base desta teoria descreve que a empresa deve tomar decisões que estejam alinhadas com todos os grupos de interesse ou indivíduos, que podem afetar ou serem afetados pelas atividades da empresa, os chamados *stakeholders*. A teoria dos *stakeholders* descreve que a capacidade de uma firma gerar riqueza sustentável no tempo, é determinada por suas relações com os diversos públicos de interesse. De acordo com esta teoria, a corporação é definida como uma organização sócio-econômica construída para criar riqueza para os diversos constituintes.

Como parte dos mecanismos de avaliação dos aspectos de sustentabilidade das empresas mencionados anteriormente, foram criados em escala mundial vários **índices de sustentabilidade**. Estes índices têm em comum a avaliação dos retornos financeiros, dos

impactos sociais e dos impactos ambientais causados pelas atividades das empresas. O primeiro índice lançado em escala global foi o *Dow Jones Sustainability Group Index- DJSGI* em 1999, e o mesmo vem se tornando uma referência na elaboração de outros índices no mundo.

Alinhada com os principais mercados de capitais mundiais, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) lançou em 2005, no Brasil, o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, cujo objetivo é refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas que se destacam por práticas de sustentabilidade empresarial e responsabilidade social. O ISE é baseado na análise da sustentabilidade nos âmbitos da eficiência econômica, do equilíbrio ambiental, da justiça social e, adicionalmente, foram incluídos aspectos relevantes das características dos produtos, das práticas e da estrutura de governança corporativa.

## 1.2 Índices de Sustentabilidade e Retorno aos acionistas

Apesar da abrangência dos índices de sustentabilidade, ainda existe uma grande discussão se as empresas participantes destas carteiras trazem retornos maiores para seus acionistas. Algumas pesquisas feitas apresentam resultados não conclusivos e, muitas vezes, divergentes. Cerin e Dobers (2001) investigaram a estrutura e transparência do DJSGI (*Dow Jones Sustainability Group Index*), e o compararam com o índice DJGI (*Dow Jones Group Index*) de diversos países e segmentos de mercado. Os dados foram coletados entre os anos de 1993 e 1998 e, nos EUA, revelam que o DJSGI teve um desempenho superior ao DJGI. Os autores crêem haver evidências de que, o melhor desempenho financeiro ocorreu devido à maioria das empresas atuarem no mercado de tecnologia de ponta e, por terem alto valor de mercado. Por outro lado, ainda segundo Cerin e Dobers (2001, p.130), na Europa este índice teve menor desempenho financeiro pois as empresas componentes do DJGI foram mais lucrativas e lidaram melhor com os problemas econômicos ocorridos no período.

Statman (2005, p.12) afirma que, estudos com fundos mútuos, nos EUA, demonstraram que não há discrepância significativa entre os retornos dos fundos socialmente responsáveis e os convencionais. Beltratti (2005, p.12) afirma que, as ações de responsabilidade corporativa trazem impactos positivos para o valor da companhia e exemplifica como três importantes índices de sustentabilidade, o Domini 400, o DJSGI e o FTSE4GOOD têm desempenho superior aos seus similares, que não incluem os fatores da sustentabilidade para inclusão das empresas na carteira.

No Brasil, especificamente com relação ao ISE, não há estudos que investiguem, estatisticamente, a reação do mercado de capitais ao ingresso das empresas no índice quando comparadas com similares; por este motivo o objeto desta pesquisa é o grupo de empresas que fazem parte da carteira do ISE, versão 2005/2006, confrontadas com os retornos de empresas similares, chamadas de Grupo de Controle.

## 1.3 Sustentabilidade e Gestão – Mudanças Estratégicas

Ao decidir adotar as práticas recomendadas de sustentabilidade, com ênfase em várias dimensões, uma empresa pode ter que passar por grandes mudanças na forma de gerir seus negócios, e de se relacionar com os vários grupos de interesses (*stakeholders*). Por exemplo, para fazer parte da carteira do ISE a empresa deve incorporar os compromissos fundamentais e voluntários em relação à sustentabilidade, além de sua ampla divulgação e transparência. A empresa também deve, continuamente, avaliar os impactos e riscos que o consumo e a utilização dos produtos fabricados por ela podem causar aos indivíduos e à sociedade, buscando alternativas inovadoras, sempre que detectar possíveis problemas. A empresa deve, ainda, incluir em sua gestão, critérios de governança corporativa, tais como, a criação de uma estrutura de gestão e de conselho de administração que estejam alinhados com os interesses

dos acionistas, implantar procedimentos relacionados ao tratamento equitativo de todos os acionistas e avaliar, continuamente, os critérios de transparência na divulgação de informações. A empresa deve avaliar e minimizar os riscos diversos que podem impactar o desempenho financeiro e lucratividade, bem como, aderir aos critérios de cumprimento das normas legais de apresentação dos resultados.

A empresa, para fazer parte do ISE, deve estar comprometida com aspectos de responsabilidade socioambiental, gerenciando e monitorando as emissões e resíduos, além de, ter políticas bem claras e difundidas no tocante às relações de trabalho, às formas para se evitar a discriminação (raça, cor, gênero, orientação sexual) e estabelecer critérios de conduta empresarial e ética, bem como, relações com os públicos internos e externos (BOVESPA, 2005). Pelo exposto, conclui-se que, adotar práticas de sustentabilidade com uma abordagem de várias dimensões para se fazer parte da carteira do ISE, é algo complexo e demanda mudanças na forma de gerir a companhia, e esta complexidade difere fortemente dependendo do segmento de atuação da empresa.

#### 1.4 Questão e Hipótese de Pesquisa

A questão de pesquisa é: **o anúncio de ingresso da empresa na carteira do ISE gera retornos anormais aos acionistas?** Procurou-se avaliar como o mercado de capitais brasileiro reage ao receber a informação de que determinada empresa faz parte da carteira do ISE, comprovando com isto que a mesma foi avaliada rigorosamente, nos aspectos ligados aos pilares da sustentabilidade, de acordo com os critérios estabelecidos pela BOVESPA e pelo CES (Centro de Estudos de Sustentabilidade) – Fundação Getúlio Vargas.

A idéia desta pesquisa é demonstrar o impacto que a política de sustentabilidade pode trazer para a organização, discutir os motivos que conduzem as empresas para este caminho e avaliar se a aplicação de recursos nesta linha pode destruir ou aumentar o valor das empresas. O ISE, como um índice novo no mercado de capitais brasileiro, e devido à abrangência de várias dimensões, serve como guia nestas discussões. Pode-se inferir que as reações do mercado (positivas ou negativas), quando do anúncio da inclusão de uma empresa na carteira do ISE, refletem de alguma forma as percepções que são formadas em relação às empresas que adotam práticas de sustentabilidade em sua estratégia. Mais especificamente a pesquisa verificou se uma empresa que foi aprovada pelos critérios de sustentabilidade do ISE, passou a apresentar retornos anormais no período em torno da divulgação de sua inclusão na carteira, comparando-a com um **Grupo de Controle**, formado por empresas pertencentes aos mesmos setores econômicos e empresas participantes da carteira do ISE.

Considerando que o presente estudo analisa o retorno anormal da empresa, em um período com data próxima ao anúncio de ingresso da mesma, na carteira do ISE, a hipótese testada é:

$H_0$  (Hipótese Nula): O anúncio do ingresso da empresa na carteira do ISE, não traz retornos anormais positivos para o acionista da empresa participante.

Este trabalho procura, ainda, contribuir para o estudo relativo ao tema sustentabilidade das empresas, com a exposição dos fatores que conduzem as organizações a adotarem práticas de responsabilidade socioambiental.

## 2 O paradigma da Sustentabilidade

As estratégias de negócios são complexas e devem ser examinadas sob várias perspectivas. Há alguns anos iniciou-se uma discussão sobre sustentabilidade das organizações e a satisfação de múltiplas dimensões. Esta corrente considera que a sustentabilidade somente pode ser alcançada com a inclusão do meio ambiente, dos aspectos sociais, econômicos e de governança corporativa, na medição do desempenho das empresas. Esta associação foi definida por meio de conceitos, tais como, o *Triple Bottom Line*

(ELKINGTON, 2001), o qual considera que, a sustentabilidade das organizações é conseguida pela conjunção dos aspectos ligados às dimensões sociais, econômicas e ambientais. Este assunto é extremamente complexo e controverso e, atualmente, tem atraído interesse dos principais agentes sociais e econômicos.

Essas discussões, por vezes, caminham para direções diametralmente opostas. Alguns autores defendem que a função econômica é a principal fonte de sustentabilidade das organizações (FRIEDMAN, 1982; FREEMAN; LIEDTKA, 1991; JENSEN, 2001); outros acreditam que a função econômica é apenas um dos componentes da sustentabilidade (ELKINGTON, 2001; BANSAL; ROTH, 2000; BANSAL, 2005; PORTER; LINDE, 1995; FREEMAN; MCVEA, 2001) e que, outros agentes também precisam ter suas necessidades atendidas, caso contrário a sustentabilidade em longo prazo não existirá.

### **Conceitos fundamentais de Sustentabilidade**

De acordo com Faber, Jorna e Engelen (2005, p.1) sustentabilidade é um assunto complexo. Os autores encontraram mais de 50 definições diferentes em suas pesquisas. O assunto é também discutido por ecologistas, economistas, sociólogos e biólogos, sendo que, em cada uma destas disciplinas a abordagem de sustentabilidade é feita com diferentes ênfases. Faber, Jorna e Engelen (2005, p.4) colocam uma importante questão para delimitar o uso da palavra sustentabilidade. Quando o termo sustentabilidade é usado, a primeira questão que vem à mente é “Sustentabilidade do que?”. Para criar uma perspectiva de análise sobre o tema sustentabilidade nas organizações, este trabalho descreveu o assunto, primeiramente na forma macro, para posteriormente, delimitá-lo no âmbito das organizações.

A estruturação do tema sustentabilidade surgiu com a necessidade de se gerar uma maneira para se lidar com os problemas que surgiram com a deterioração da ecologia global, causada, principalmente, pelo avanço do desenvolvimento econômico. Faber, Jorna e Engelen (2005) definiram que, semanticamente, sustentabilidade indica uma relação de equilíbrio entre partes. Os elementos da estrutura da sustentabilidade são: o **artefato**; o **objetivo** (a perspectiva de como o artefato é usado) e a **interação** entre ambos. Esta interação resulta no surgimento de forças endógenas e exógenas que influenciam o ambiente e, também, o artefato. Em outras palavras, sustentabilidade se refere a um equilíbrio entre o artefato (neste caso a empresa) e seu ambiente de suporte. Para se atingir a sustentabilidade ambos se interagem, sem efeitos de detrimento mútuo.

### **Definição ampla de Sustentabilidade – Nações Unidas**

Uma definição ampla de sustentabilidade e sua relação com o ambiente, foi descrita pela Comissão Mundial Sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, a chamada Comissão *Brundtland*. Esta comissão foi criada pela Organização das Nações Unidas, em meados da década de oitenta e seu nome é conhecido desta forma por ter sido coordenada por *Gro Harlem Brundtland*, ex-primeira ministra da Noruega. A partir da publicação do relatório da comissão, o termo desenvolvimento sustentável se popularizou (BANSAL, 2005 p.197).

O principal objetivo da comissão era o de definir uma agenda global pela mudança e para o desenvolvimento sustentável. O trabalho resultante foi a importante obra “*Our Common Future*”, na qual se descrevem as preocupações, desafios e esforços comuns que envolvem todas as nações. O relatório afirma que, o desenvolvimento sustentável requer a adoção de princípios econômicos, ambientais e morais. Esta afirmação causou bastante ceticismo, pois, justiça social e integridade pareciam estar em contradição com prosperidade econômica.

Para Brundtland *et al* (1991, p.46), “O desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem as suas próprias necessidades”.

### 2.3 Gestão Estratégica e Relações com Sustentabilidade

A implantação de uma política de sustentabilidade nas companhias, esta fortemente relacionada com a gestão estratégica da organização. A estratégia estabelece os pilares que garantem a obtenção de ganhos no longo prazo. De acordo com Porter e Linde (1995, p.106) os retornos das estratégias ambientais de sustentabilidade não são de difícil medição. Os custos da não qualidade são traduzidos em uso ineficiente dos recursos. As emissões ou descargas são, na realidade, energia e substâncias descartadas, e são fundamentalmente, formas econômicas de desperdício, utilização ineficiente ou incompleta dos recursos. Ainda de acordo com Porter e Linde (1995, p.105), muitas vezes, esta ineficiência leva as empresas a agregarem em seus processos, atividades adicionais que aumentam os custos dos produtos. Estas atividades podem ser descartes, manuseio de materiais e rejeitos ou colocação de equipamentos de correção *end-of-pipe*. Portanto, os autores argumentam que os custos dos sistemas de proteção ambiental não superam os custos que emanam do uso inadequado dos recursos. As estratégias corporativas ambientais levam em consideração a inclusão de outros fatores (não somente econômicos) na estruturação das atividades de longo prazo da empresa. Assim por exemplo, os elementos da estratégia ambiental incluem a identificação de novas oportunidades de mercado, estabelecendo uma imagem positiva perante a sociedade e os clientes.

Estas estratégias surgem, segundo Faucheux, Gowdy e Nicolai (1998, p.4), como uma forma de “reconciliar os imperativos comerciais, com os requisitos de legitimidade social, como por exemplo, a minimização dos riscos ambientais”. Para Faucheux, Gowdy e Nicolai (1998, p.3) o desenvolvimento sustentável é apresentado como uma reconciliação entre a livre economia de mercado e os benefícios advindos dela (incentivos de produtividade, inovações tecnológicas, criação de riqueza material e satisfação dos clientes) com a proteção ao meio ambiente. Ainda, segundo os autores, há uma evolução no setor privado e na regulamentação sobre o meio ambiente, porém, as empresas necessitam ainda, considerar mais fortemente a necessidade de avaliar seus impactos no ambiente. Os autores afirmam que as ações que levam à sustentabilidade não podem ser encaradas somente como um custo exógeno ou uma limitação, mas como uma oportunidade estratégica, convertendo a necessidade em oportunidade de vantagem competitiva.

A vantagem competitiva adquirida por meio da implantação de práticas de sustentabilidade pode também ser explicada por Barney (1991) utilizando-se da teoria da Visão Baseada em Recursos, chamada de *Resource Based View* (RBV). O autor afirma que, as empresas que são capazes de acumular recursos e capacidades que são raras, valiosas, não substituíveis e de difícil imitação, são as que alcançarão vantagem sobre os competidores.

Segundo Ricart, Rodrigues e Sánchez (2005, p.24), vertentes da literatura demonstram como as firmas podem ganhar vantagem competitiva por meio de estratégias de sustentabilidade. Os resultados surgem devido ao aumento dos ganhos com eficiência, redução nos custos, aquisição de recursos estratégicos e capacidades, desenvolvimento da aprendizagem e das capacidades dinâmicas. Essencialmente, é preciso conhecer os mecanismos que sustentem a vantagem no tempo e, requeiram que a estratégia seja desenhada de forma a explorar o efeito máximo das características únicas da empresa.

Christmann (2000) realizou um estudo empírico sobre, como as melhores práticas de gerenciamento ambiental podem conduzir a vantagens estratégicas e de redução de custos para as empresas. O estudo feito com 49 empresas mostra que, aquelas que criam vantagens competitivas possuem ativos complementares e utilizam estratégias ambientais. A inferência que o autor faz é de que, as empresas bem conduzidas e lucrativas podem ganhar vantagem de custo por meio da utilização de estratégias ambientais, pois aproveitam mais efetivamente e eficientemente seus recursos e ativos, para assim, colocar em prática suas estratégias de sustentabilidade. A estratégia de sustentabilidade ambiental, portanto, de acordo com esta



linha, está inserida dentro da estratégia macro na empresa. A existência de ativos complementares que são difíceis para outras empresas imitarem pode contribuir para a sustentabilidade da vantagem competitiva. Mesmo que outras empresas possam imitar um novo produto, elas não terão como ganhar vantagem competitiva por meio da imitação, se não tiverem acesso aos ativos complementares. Os ativos complementares podem ser, neste caso, os conhecimentos de processos que estão incorporados nas rotinas da empresa e que, alinhados com a estratégia corporativa, trazem sustentabilidade. O autor afirma que as empresas não desenvolvem estes ativos complementares como parte da estratégia ambiental, mas, os desenvolvem no curso natural de suas atividades produtivas, os quais fazem parte de uma estratégia mais geral da companhia. Como estão inseridos dentro do papel principal da atividade da empresa, estes ativos complementares são disponibilizados para alavancar a estratégia ambiental, e capturam o valor associado com a aplicação das melhores práticas ambientais e de sustentabilidade.

Hart (1995, p.997) também corrobora com esta visão. Segundo o autor, as empresas com boas práticas ambientais, por meio do uso da tecnologia, têm também, em seus processos produtivos, as melhores tecnologias de produção. Portanto, ambas as áreas (gerenciamento da produção e gerenciamento ambiental) são de difícil separação e se entrelaçam.

Os argumentos acima sugerem que as boas práticas ambientais conduzem a melhores características e aceitação dos produtos, e que esta estratégia, quando bem estruturada, conduz ao caminho da inovação e redução dos custos. Porter e Linde (1995a, p.125) argumentam que, as inovações podem diminuir os custos dos processos e dos produtos e ajudam a criar um desempenho superior, seja pela diminuição dos custos ou, pelo aumento da qualidade. As fontes para tal são, por exemplo, a diminuição de emissões e desperdícios, reciclagem, uso de matérias primas substitutas mais baratas, redução de armazenamento e diminuição do descarte de produtos. Todos estes fatores combinados podem conduzir a organização a um melhor desempenho financeiro.

Hart e Ahuja (1996) examinaram, empiricamente, a relação entre desempenho e redução de emissão de poluentes, das empresas componentes do S&P 500 (*Standard & Poors*). Os autores coletaram dados entre 1989 e 1993, e sugerem que, as chamadas tecnologias ambientais, em conjunto com outras tecnologias de produção, trazem grande potencial de vantagem competitiva e de desempenho superior para as empresas. Os resultados do estudo indicaram que os esforços para prevenir a poluição foram benéficos para o desempenho das empresas, e que, os esforços para reduzir emissões poluidoras, por meio da prevenção, refletem-se, positivamente, no resultado da companhia. Há também uma influência positiva da estratégia de sustentabilidade ambiental sobre o custo de capital. Hart e Ahuja (1996, p.36) confirmam a existência de uma relação entre a redução de emissões com o custo de capital e a reputação da companhia. Se a empresa tem perfil ambiental favorável, terá menor exposição a processos judiciais, melhor reputação e maior valor de mercado. Desempenho pobre no quesito ambiental pode afetar o custo de capital da empresa aumentando-o, e o custo de capital afeta diretamente, o desempenho financeiro. Todas as estratégias descritas anteriormente, isoladas ou combinadas podem conduzir as companhias para estratégias que as diferenciem dos seus concorrentes e tragam, portanto, vantagens competitivas que garantam a sustentabilidade da organização durante o tempo.

#### **2.4 Índices de Sustentabilidade e seus Objetivos**

Segundo BOVESPA (2005), McKinsey & Company (2000), e Greene (2003), a sustentabilidade vem sendo tratada como ponto fundamental para a sobrevivência das organizações. Há alguns anos iniciou-se uma tendência mundial dos investidores, de procurarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos. Estas aplicações são denominadas “investimentos socialmente responsáveis” (SRI),

pois, se considera que as empresas sustentáveis geram valor para o acionista no longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar os riscos econômicos, sociais e ambientais. Essa demanda é hoje amplamente atendida por vários instrumentos financeiros no mercado internacional.

De acordo com Finch (2005, p.1), o principal objetivo dos índices de sustentabilidade é o de criar uma referência para se medir o desempenho financeiro das empresas neles listadas, pois, muitos investidores estão buscando aplicar seus recursos em empresas, éticas e socialmente responsáveis. O autor descreve que, estes índices são desenhados de forma a criar um *benchmark*, permitindo assim, aos investidores, identificar as empresas listadas que aplicam práticas sustentáveis nos negócios. Estas empresas estão listadas, não somente por apresentarem bons proventos financeiros, mas também, por apresentarem resultados acerca de outras dimensões de sustentabilidade.

## 2.5 Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE

Segundo a Bovespa (2005), há alguns anos iniciou-se uma tendência por parte dos investidores de procurarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos. Estes investimentos são aplicações denominadas socialmente responsáveis, e os investidores consideram que, as empresas sustentáveis estão mais aptas a enfrentar os riscos econômicos, sociais e ambientais impostos pelo cenário da competição global. Internacionalmente vários instrumentos do mercado atendem estas demandas e, há um fortalecimento e crescimento contínuo destas ferramentas de avaliação empresarial. No Brasil, foi criado, recentemente, o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, cujo objetivo é refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas que se destacam por práticas de sustentabilidade empresarial e responsabilidade social. O ISE é baseado na análise da sustentabilidade nos âmbitos da eficiência econômica, do equilíbrio ambiental, da justiça social e da governança corporativa.

De acordo com o CES-FGV (2007), esta iniciativa é pioneira na América Latina e “demonstra uma evolução do mercado de capitais brasileiro, o qual está alinhado com as tendências mundiais de valorização da sustentabilidade, por meio da criação de um ambiente de investimento, compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea, estimulando a responsabilidade ética das corporações”.

O ISE foi desenvolvido pelo Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (CES), com projeto financiado pelo *International Finance Corporation* (IFC). O IFC é um dos braços do Banco Mundial, o qual tem como objetivo principal, promover financiamentos e investimentos em países em desenvolvimento, com o intuito de melhorar a qualidade de vida das populações (IFC, 2005).

### Questionário e critérios de seleção

As empresas são selecionadas por meio de análise de questionário abrangente (BOVESPA, 2006), o qual é enviado para as companhias emissoras das 150 ações mais negociadas na BOVESPA, e parte do conceito do TBL (*Triple Bottom Line*), agregados com os critérios de natureza dos produtos e governança corporativa. A estrutura do questionário engloba perguntas pertinentes a seis dimensões de avaliação de sustentabilidade (geral, natureza do produto, governança corporativa, econômico-financeira, ambiental e social) as quais são subdivididas em critérios específicos de análise; o questionário é também aprimorado continuamente e o índice tem revisão anual (BOVESPA, 2005).

O preenchimento do questionário é voluntário e tem apenas questões objetivas. As respostas são analisadas por meio da ferramenta estatística de “análise de *clusters*”, a qual identifica grupos de empresas com desempenhos similares, e aponta o grupo com melhor desempenho geral. Os questionários são respondidos pelas empresas e as respostas recebem

pontuação quantitativa e ponderação, de acordo com a relevância do critério avaliado. Documentos comprobatórios podem ser exigidos pela Comissão do ISE para confirmar as respostas dadas pelas empresas. O ISE mede o retorno total de uma carteira teórica composta por papéis de empresas com reconhecido comprometimento com práticas de responsabilidade social e sustentabilidade, selecionadas entre as 150 mais negociadas na BOVESPA, e que são ponderadas pelo valor de mercado das ações disponíveis para negociação.

### O ISE e suas ponderações

O ISE medirá o retorno de uma carteira teórica composta por ações que atenderem a todos os critérios descritos anteriormente, ponderados pelo valor de mercado destas ações, considerando-se somente, as ações disponíveis para negociação. A base do ISE foi fixada em 1.000 pontos, para data de 30 de Novembro de 2005, com início de divulgação em 01 de Dezembro de 2005, e nenhuma empresa poderá ter participação acima de 25% no total da carteira. No caso desta ocorrência, serão feitos ajustes para adequar o peso da empresa a este limite. O ISE é um índice que avalia o retorno total da carteira das ações que o compõe, pois, não são considerados somente os ganhos de capital, como também, os ganhos com proventos distribuídos (BOVESPA, 2005).

### 2.6 Metodologia de Pesquisa

A pesquisa realizada neste estudo é do tipo quantitativa e, com relação ao enfoque epistemológico, ela é do tipo empírico-analítica. Com base em procedimentos estatísticos, o objetivo é gerar inferências acerca da população-objeto, a partir das amostras consideradas.

O objetivo central deste estudo foi avaliar se o ingresso das empresas na Carteira do ISE traz retornos anormais aos acionistas, quando comparadas com um grupo de controle. Buscou-se, neste trabalho, reportar a reação do mercado com a divulgação de que determinada empresa faz parte do ISE, e que portanto, tem em sua estratégia elementos dos pilares da sustentabilidade. Este estudo compreende as empresas pertencentes à primeira edição do ISE divulgada em 30 de Novembro de 2005. O quadro 1 descreve as empresas da carteira 2005/2006.

QUADRO 1 - Empresas participantes das Carteiras do ISE

Distribuição Setorial	Empresas Carteira 2005/2006
Análise de Diagnósticos	Diagnósticos da América
Carnes e Derivados	Perdigão
Energia Elétrica	CELESC CEMIG CESP ELETROBRAS CPFL COPEL Tractebel Energia AES Eletropaulo
Exploração de Rodovias	CCR -Comp. Concessão Rod.
Equipamentos Elétricos	WEG
Intermediários Financeiros	Banco do Brasil Bradesco Itaú Itausa
	Unibanco



<b>Continuação Quadro 1</b>	
<b>Distribuição Setorial</b>	<b>Empresas Carteira 2005/2006</b>
<b>Material de Transporte</b>	Embraer IOCHPE-MAXION
<b>Papel e Celulose</b>	Aracruz Suzano Votorantin Celulose e Papel
<b>Petroquímicos</b>	Brasken COPEL
<b>Produtos de Uso Pessoal e Limpeza</b>	Natura
<b>Siderurgia e Metalurgia</b>	Arcelor Brasil
<b>Transporte Aéreo e Ferroviário</b>	ALL GOL

Fonte: Empresas participantes das carteiras do ISE. Elaborado pelo autor de Bovespa (2007)

### **Estudo de Evento**

Os estudos de evento, tradicionalmente, consistem na análise do efeito da divulgação de informações específicas, e na maioria das vezes, inesperadas, de determinadas firmas sobre os preços de suas ações. Em finanças e economia os estudos de evento podem ser aplicados para uma gama grande de eventos específicos, tais como: fusões e aquisições, anúncios de dividendos, IPO (lançamento de ações) e anúncios de variáveis macroeconômicas.

MacKinlay (1997, p. 13) afirma que, os economistas e financistas são, geralmente, solicitados a tentar mensurar os efeitos de um evento econômico no valor das empresas. Usando dados de mercado, um estudo deste tipo mede o impacto de um evento específico no valor da empresa. O mais importante é que, devido à racionalidade e eficiência de mercado um determinado evento pode ter seu efeito refletido, quase que imediatamente, nos preços das ações. Este fenômeno permite que em curto período de tempo os efeitos dos eventos econômicos possam ser medidos.

### **Operacionalização da Pesquisa**

Este estudo utiliza a mesma metodologia do trabalho desenvolvido por Cooper, Dimitrov e Rau (2001). Os autores realizaram estudo de evento inovador, comparando retornos de ações das empresas com um índice de mercado, e adicionalmente, com um grupo de empresas pares, chamadas de grupo de controle. Da mesma forma, o método de estudo de evento usado nesta pesquisa, compara os retornos das empresas da carteira do ISE com os retornos de empresas de um grupo de controle. Para isso, inicialmente foram coletados os preços de fechamento das ações das empresas do grupo do ISE e calculados retornos anormais em relação às empresas que atuam no mesmo setor, e que mais se aproximam das pertencentes à carteira do ISE. Estas empresas irão compor o grupo de controle. Por fim, foram executados os testes paramétricos e não-paramétricos dos retornos. O detalhamento desta operacionalização é feito a seguir.

### **Janelas de eventos**

Barbosa e Camargos (2003, p.3) afirmam que, o período e a janela de eventos envolvem certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador, dependem do evento estudado e dos objetivos que se almejam, com o uso da metodologia.

Neste estudo foi considerado como período do evento 15 dias antes do anúncio da inclusão no índice, e 120 dias depois da inclusão. Este período busca identificar quaisquer fatores que possam ter influenciado ganhos anormais antes do anúncio da carteira e, sua duração buscará identificar se há continuidade dos retornos anormais. Da mesma forma que no estudo elaborado por Cooper, Dimitrov e Rau (2001), foram sub-divididas dentro do período do evento, várias janelas menores, com o objetivo de avaliar os retornos anormais em diferentes períodos dentro da janela principal. O quadro 2 descreve o período do evento e as janelas menores que são consideradas neste estudo:

**QUADRO 2 Período do Evento e Janelas de Eventos**

<b>Período do Evento</b>	<b>-15</b>	<b>A</b>	<b>120</b>
Janela 1	-15	A	-2
Janela 2	0	A	1
Janela 3	-2	A	2
Janela 4	-5	A	10
Janela 5	2	A	15
Janela 6	1	a	30
Janela 7	1	a	60
Janela 8	1	a	120

Fonte: Elaborado pelo autor.

### **Amostra**

As amostras são compostas por ações das empresas que fazem parte das Carteiras do ISE da carteira 2005/2006. As informações sobre as cotações serão retiradas do banco de dados eletrônico Economática®. As cotações de fechamento das ações foram obtidas com correção de proventos, eliminando-se as oscilações proporcionadas por dividendos, bonificações e subscrições. São no total 33 ações para a carteira 2005/2006. No quadro 3 estão demonstradas as ações da carteira.

**QUADRO 3 - Ações das Carteiras de 2005/2006**

<b>Código – Carteira 2005/2006</b>	<b>Empresa</b>
ALLL4	ALL AMER LAT
ALLL11	ALL AMER LAT
ARCZ6	ARACRUZ
ARCE3	ARCELOR BR
BBDC3	BRADESCO
BBDC4	BRADESCO
BBAS3	BANCO DO BRASIL
BRKM5	BRASKEM
CCRO3	CCR RODOVIAS
CLSC6	CELESC
CMIG3	CEMIG
CMIG4	CEMIG
CESP4	CESP
CPLE3	COPEL
CPLE6	COPEL
CPSL3	COPEL
CPFE3	CPFL ENERGIA
DASA3	DASA
ELET3	ELETRONBRAS

Continuação Quadro 3	
Código – Carteira 2005/2006	Empresa
ELET6	ELETROBRAS
ELPL4	ELETROPAULO
EMBR3	EMBRAER
GOLL4	GOL
MYPK4	IOCHP-MAXION
ITAU4	ITAU BANCO
ITSA4	ITAUSA
NATU3	NATURA
PRGA4	PERDIGAO S/A
SUZB5	SUZANO PAPEL
TBLE3	TRACTEBEL
UBBR1	UNIBANCO
VCPA4	V C P
WEGE4	WEG

Fonte: Adaptado pelo autor de Bovespa 2007

### Grupos de controle

O grupo de controle é composto por ações negociadas na BOVESPA, pertencentes aos mesmos setores econômicos de atuação das empresas que compõem a carteira anunciada do ISE em 2005/2006. Foi usada apenas esta carteira por uma limitação do mercado de capitais brasileiro, o qual é bastante concentrado e ainda não dispõe de uma grande quantidade de empresas para formar vários grupos de controle. Foram escolhidas empresas com a mesma estrutura de classificação setorial da BOVESPA, de forma a criar um grupo de controle com características muito próximas das empresas participantes do ISE. A estrutura de classificação setorial da Bovespa permite uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva ou, com produtos/serviços relacionados e, tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas. Para cada empresa participante da Carteira do ISE foi escolhida outra empresa não participante (*match*), dentro da mesma classificação setorial. Como forma de elaborar um grupo de controle, o mais equivalente possível com as empresas participantes do ISE, alguns critérios foram pré-estabelecidos neste estudo: (i) as empresas do grupo de controle devem obedecer a critérios similares de liquidez das ações do ISE, ou seja, para fazer parte do grupo, elas devem ter ações que foram negociadas em pelo menos 50% dos pregões no período de estudo; (ii) as empresas escolhidas devem ter resultados financeiros (lucros) positivos, pois vários índices de sustentabilidade avaliam a lucratividade das empresas participantes; (iii) buscaram-se, inicialmente, empresas para compor o grupo de controle que estejam no mesmo segmento de atuação da empresa do ISE. Na impossibilidade de encontrar empresa equivalente, usa-se empresa do mesmo sub-setor e, por último, do mesmo setor econômico, de acordo com a forma de classificação da BOVESPA.

### Retornos anormais com Grupos de Controle

Os retornos anormais para as empresas, considerando a inclusão nos Grupos de Controle, são calculados da seguinte forma:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{jt}$$

$$AR_t = \frac{\sum_{i,j=1}^N R_{it} - R_{jt}}{N}, \text{ (Retorno Médio Acumulado)}$$

$R_{it}$ : Retorno da empresa  $i$  participante da carteira do ISE

$R_{jt}$ : Retorno da empresa  $j$ , similar a empresa  $i$ , porém não participante da carteira do ISE

O retorno anormal acumulado (CAR) será calculado para as várias janelas de evento. Por exemplo, para a janela de evento de  $t = -15$  até  $t = -2$ , o retorno anormal acumulado é calculado da seguinte forma:

$$CAR = \sum_{t=-15}^{-2} \sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N},$$

Onde  $N$ , é o número de empresas.

### Teste Paramétrico

Para todas as carteiras de retornos anormais, a estatística  $t$  correspondente para cada janela será calculada da seguinte forma, conforme descrito em Cooper, Dimitrov e Rau (2001, p. 2377):

$$t = \frac{\sum_{t=1}^k AR_t}{\sqrt{\sigma^2 \times M}} \quad \text{Onde,}$$

$AR_t$  = Retorno Anormal na janela  $t$

$M$ : é o número de dias da janela de  $t=1$  até  $k$ ,

$\rho^2$  = Variância dentro da janela

### Teste não-paramétrico

Cowan (1992, p.343) descreve que, apesar de muitos estudos de eventos se apoiarem em testes paramétricos, uma das desvantagens destes tipos de testes é suposição de que a distribuição da amostra segue a curva normal.

Com o objetivo de reforçar as inferências desta pesquisa, foi realizado também o Teste Não-Paramétrico de *Friedman*, conforme descrito por Conover (1999). Criado pelo economista Milton Friedman, este teste é normalmente chamado de teste de duas dimensões, pois, é ao mesmo tempo uma generalização do teste de sinal e do *Rank Test*. Como se trata de um Teste Não-Paramétrico, não se assume que a amostra siga a curva de distribuição normal. O teste é usado para comparar três ou mais pares de grupos dependentes ou relacionados. Inicialmente, o teste estabelece um *ranking* dos valores de cada grupo de ações dentro de cada janela. Se as somas nas janelas forem muito diferentes, o *p-value* será pequeno (inferior a um determinado nível de significância pré-estabelecido) e pode-se rejeitar a hipótese nula.

$$F_r = \frac{12}{Nk(k+1)} \sum_j \left( R_j - \frac{N(k+1)}{2} \right)^2$$

Onde:

$N$ : Número de linhas (neste caso carteiras ISE)

$k$  : Número de colunas, que representam as variáveis (retornos observados nas janelas)

$R_j$ : Soma dos resultados na  $j$ -ésima coluna, isto é neste caso a soma dos retornos de cada janela, para cada grupo de carteiras.

## 2.7 RESULTADOS

O uso de grupos de controle tem por objetivo minimizar os problemas que surgem, quando se estima o retorno normal, no Brasil sabe-se que as carteiras de mercado como o

Ibovespa, são muito concentradas em poucas grandes empresas. Ocorrências que impactam estas empresas, sempre afetam o retorno do índice.

Usando-se grupos de controle, conforme a seguir, se minimizam estes impactos setoriais, pois se presume que ocorrências que afetam determinado setor, impactam também em certa proporção, em todas as empresas que dele fazem parte. Na operacionalização desta parte da pesquisa, foram coletadas cotações das ações das empresas que compõem a Carteira do ISE 2005/2006, em período que compreende de -15 até 120 dias da data de divulgação. Este período foi dividido em oito janelas de eventos e foram feitos os cálculos de retornos anormais (AR), de cada empresa da Carteira, em relação a uma empresa *match* do grupo de controle.

Na tabela 1 estão reportados os retornos anormais acumulados (CAR) e, os níveis de significância de cada janela, os quais se encontram entre parênteses e, em negrito, quando apresentam níveis de significância estatística de 1% (\*), 5% (\*\*), 10% (\*\*\*). Também estão reportados os resultados do teste não-paramétrico de Friedman.

**Tabela 1: Retornos Anormais Acumulados Grupo de Controle**

Janela	1	2	3	4
Período	- 15.....-2	0.....+1	-2.....+2	- 5.....+10
<b>GRUPO DE CONTROLE</b>	-0.42%	0.78%	1.90%	-1.40%
<b>p-Value</b>	(0.891)	<b>(0.019)**</b>	<b>(0.000)*</b>	(0.643)
<b>FRIEDMAN ( Fr)</b>	(0.972)	(0.885)	<b>(0,079)***</b>	(0.997)

  

Janela	5	6	7	8
Período	+2.....+15	+1.....+30	+1.....+60	+1.....+120
<b>GRUPO DE CONTROLE</b>	-0.59%	0.68%	0.03%	-4.59%
<b>p-Value</b>	(0.794)	(0.856)	(0.996)	(0.624)
<b>FRIEDMAN ( Fr)</b>	(0,966)	(0.947)	(0.757)	(0.808)

Fonte: Elaborada pelo Autor

Como se percebe pelos resultados, houve retornos anormais acumulados, estatisticamente significantes, para a carteira em duas janelas de eventos. Estes resultados aparecem nas janelas 2 (da data do ingresso na carteira até o dia seguinte) e 3 (do dia -2 até o dia 2), ou seja, nas janelas que estão mais próximas ao evento.

Para a janela 2 a magnitude do retorno anormal acumulado foi de 0,78%, com nível de significância estatística de 0,0190. Indica-se com este resultado que, a hipótese nula pode ser rejeitada com nível de significância menor que 5%. A janela 3, é a que apresenta o maior retorno, quando comparada a todas as janelas do período. O retorno anormal acumulado desta janela é de 1,90%, com nível de significância estatística de 0,000%. Este resultado corrobora, também, com a rejeição da hipótese nula para esta janela de evento, com nível de significância menor que 1%. Houve outras janelas que apresentaram resultados com magnitude positiva. A janela 2 apresenta retorno de 0,68% e a janela 7, de 0,03%, porém, ambos os retornos não são estatisticamente significantes. As janelas 1, 4, 5 e 8 apresentam os retornos negativos de, -0,42%; -1,40%; -0,59% e -4,59%, respectivamente.

Por meio deste resultado, podemos inferir que, as empresas que fazem parte da Carteira do ISE, obtêm retornos anormais, estatisticamente significantes, quando comparadas com empresas pares do mesmo setor econômico. Esta é uma indicação de que, o mercado de capitais valoriza diferentemente, empresas do mesmo segmento, e que ingressaram na Carteira do ISE. Como as janelas em que ocorre a incidência de retornos anormais estão próximas à data do anúncio, se infere também que a resposta do mercado é rápida nesta condição. O Teste de Normalidade Q-Q *Plot* indica que, a distribuição dos retornos ao longo do período, da carteira pode ser considerada próxima de uma distribuição normal. Como o



número de observações não é grande e, por muitos estudos de eventos utilizarem Testes Não-Paramétricos, como ferramenta de validação das inferências, este estudo incluiu também a execução de um Teste Não-Paramétrico, conforme descrito na seção anterior. O teste aplicado foi o de Friedman, o qual é recomendado para análises de várias amostras relacionadas.

Estão também reportados na tabela 1 os resultados do teste Friedman com seus respectivos níveis de significância. Percebe-se que, em apenas uma janela o teste Friedman mostrou resultados estatisticamente significantes. Este resultado aparece na Janela 3, ou seja período de -2 a 2 dias do anúncio, e com significância estatística de 7,9%.

Este resultado corrobora com as inferências encontradas por meio da realização do Teste Paramétrico, no qual na mesma Janela 3, foi apresentado o maior nível de significância estatística. Ambos os resultados combinados, nos levam a inferir que, existe a possibilidade das ações que fazem parte da Carteira do ISE trazerem retornos anormais positivos aos seus acionistas, quando comparadas com empresas similares dos mesmos segmentos de atuação. Outro ponto importante é a confirmação de que, os retornos anormais acontecem somente em janelas muito próximas ao anúncio do evento, indicando rápida resposta do mercado quando recebem a informação da inclusão das empresas na Carteira do ISE.

### 3 CONCLUSÕES

O ISE é um índice relativamente novo do mercado de capitais brasileiro, e tem como intuito fornecer um selo, que garante à empresa, que a mesma foi avaliada dentro dos critérios de sustentabilidade estabelecidos pela BOVESPA e pelo CES – FGV.

Os retornos das empresas da Carteira do ISE foram confrontados com os retornos das empresas do mesmo setor econômico, porém que não participam do ISE, chamados neste trabalho de grupo de controle. Os resultados apresentados demonstram que, há retornos anormais positivos em datas próximas ao anúncio da inclusão da empresa na Carteira do ISE, com nível de significância estatística bastante elevada (menor que 1%) e com rapidez, já que estes resultados aparecem em janelas próximas ao anúncio. Esta inferência pode indicar que o mercado remunera de melhor forma as empresas que adotam práticas de sustentabilidade, quando comparadas com empresas pares do mesmo segmento ou setor. Este mesmo resultado foi confirmado por meio dos testes Paramétrico e Não-Paramétrico.

Portanto, à luz da literatura, pode-se sugerir que o mercado avalia que empresas de carteiras de sustentabilidade podem estar mais preparadas para enfrentar adversidades quando comparadas com suas similares. Esta vantagem que aparentemente elas têm pode estar relacionada com diminuição do custo de capital, conforme destacado por Hart e Ahuja (1996) e Cohen (1997), ou então pela percepção do mercado que estas empresas estão menos sujeitas aos riscos que poderão destruir o valor dos acionistas, conforme descrito por Bansal e Clelland (2004) e Barth, McNichols e Wilson (1997), ou então pela melhor gestão estratégica conforme descrito por Porter e Linde (1995; 1995a).

Pelo fato das empresas do Grupo de Controle fazerem parte do mesmo segmento ou classificação econômica das empresas do ISE, diminui-se a possibilidade de que eventos isolados enviassem os resultados, pois, fazendo parte do mesmo grupo setorial, estas empresas também seriam afetadas no caso de ocorrências que impactassem as empresas do ISE.

Resumidamente, e tendo em vista os objetivos propostos neste trabalho, os resultados obtidos remetem-nos a algumas considerações relevantes: o mercado de capitais reage de forma rápida, remunerando ações de empresas que fazem parte da Carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial, quando comparadas às empresas que não fazem parte da carteira, mas que, atuam no mesmo segmento econômico. Outro ponto importante a se destacar, é de que não há comprovação de destruição de valor em nenhuma janela de evento, indicando que as práticas de sustentabilidade não subtraem valor dos acionistas.

Com relação à formação do Grupo de Controle, sabe-se que o mercado de capitais brasileiro é bastante concentrado. Em vários segmentos, as maiores empresas já fazem parte da Carteira do ISE, e a obtenção de empresas similares é mais complexa. Fatores como diferenças em termos de faturamento e porte das empresas podem ter influenciado os resultados de alguma forma. A presença dos bancos nesta carteira também se mostra forte, e notadamente, todos os grandes bancos já estão no ISE, dificultando a criação de *matches* muito próximos.

Enfim, novos estudos podem ser realizados com intuito de se avaliar os retornos anormais das empresas que foram incluídas em índices de sustentabilidade. Pesquisas com amostras que incluam outras carteiras, de outros anos, no Brasil, podem adicionar elementos que tornem os resultados mais robustos. Pode-se, ainda, ampliar o universo da amostra, realizando estudos similares com empresas de outros países que fazem parte de índices de sustentabilidade similares. Há também, a possibilidade de criar novos grupos de controle, com critérios diferentes dos utilizados neste trabalho.

E finalmente, o intuito desta pesquisa, como de qualquer outra nesta linha, é o de colaborar para o estudo relativo à sustentabilidade nas organizações, apresentando a importância e os benefícios da aplicação destas estratégias na empresa, buscando avaliar a eficácia destas práticas e os retornos para os acionistas e para a sociedade como um todo.

## REFERÊNCIAS

- BANSAL, P.; ROTH, K. Why Companies go green: a model of ecological responsiveness. **Academy of Management Journal**. 2000, v.43, n.4, p.717-736.
- BANSAL, P. Evolving Sustainably: A longitudinal Study of Corporate Sustainable Development. **Strategic Management Journal**. n.26, p. 197-218, 2005.
- BANSAL, P., CLELLAND, I. Talking Trash: Legitimacy, Impression Management, and Unsystematic Risk in the Context of the Natural Environment. **Academy of Management Journal**. v.47, n.1, p.93-103, 2004.
- BARBOSA, Francisco V., CAMARGOS, Marcos A. Estudos de Eventos: Teoria e Operacionalização. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v.10, nº 10, pp. 01-20, 2003.
- BARNEY, Jay. Firm Resource and Sustained Competitive Advantage. **Journal of Management**. 1991, v.17, n.1, p.99.
- BARTH, M.E.; MCNICHOLS, M.F.; WILSON, P. G. Factors Influencing Firms' Disclosures about Environmental Liabilities. **Review of Accounting Studies**. 1997.
- BELTRATTI, Andrea. The complementarities between corporate governance and corporate social responsibility. **Geneva Papers on Risk & Insurance**. 2005, vol. 30, n.3.
- BRUNDTLAND, G. et al. **Nosso Futuro Comum**. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro: FGV, 1991.
- CERIN, P., DOBERS, P. What does the Performance of The Dow Jones Sustainability Group Index Tell Us? **Eco-Management and Auditing**. 2001, v. 8, p. 123-133.
- CES, **Centro de Estudos em Sustentabilidade da EAESP**, Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<http://ces.fgvsp.br>>. Acesso realizado em 30/ abr./ 2007.
- CHRISTMANN, P. Effects of "Best Practices" of Environmental Management on Cost Advantage: The Role of Complementary Assets. **Academy of Management Journal**. 2000, v. 43, p. 663-680.
- COHEN, M. A. Firm Response to Environmental Regulation and Environmental Pressures. **Managerial and Decision Economics**. 1997, p.417-420.
- CONOVER, W. J. **Practical nonparametric statistics**. Wiley, 584 p. 1999.
- COOPER, M. J.; DIMITROV, O.; RAU, R. A rose.com by Any Other Name. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, 2001.

- COWAN, R. A. Nonparametric Event Study Tests. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. 1992, p. 343-358.
- DJSI, **Dow Jones Sustainability Indexes**, 2007. Disponível em: < <http://www.sustainability-index.com/default.html> >. Acesso em 15/ mar./ 2007.
- ELKINGTON, John. **Canibais com Garfo e Faca**. São Paulo: Makron Books, 2001.
- FABER, Niels; JORNA, René; ENGELEN, Jo Van. The Sustainability of “Sustainability” – A Study into the conceptual foundations of the notion of “Sustainability”. **Journal of Environmental Assessment Policy and Management**. 2005, v.7, n.1, p.1-33.
- FAUCHEUX, Sylvie (Ed.); GOWDY, John; NICOLAY, Isabelle. **Sustainability and Firms**. [s.l.]:Edward Elgar, 1998.
- FINCH, Nigel. **The Emergence of CSR and Sustainability Indices**, 2005. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=902201> >.
- FREEMAN, R. E.; HARRISON, J.S. Stakeholders, social responsibility and performance: empirical evidence and theoretical perspectives. **Academy of Management Journal**, 1999, v.42, n.5, p. 479-485.
- FREEMAN, R. E.; LIEDTKA, J. Corporate social responsibility: A critical approach. **Business Orizon**. 1991, v. 34, p. 92 -99.
- FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. A Stakeholder Approach to Strategic Management, 2001, p.189 -207. In: FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; HITT, M. A. (Ed.) **The Blackwell Handbook of Strategic Management**. 2001.
- FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom**. The University of Chicago, 1982.
- GREENE, D. Socially Responsible Investments in Australia, **Ethical Investment Association**. 2003.
- HART, S.L.; AHUJA. G. Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance. **Business Strategy and the Environment**. 1996, 5: p. 30-37.
- HART, S. L. A Natural-Resource-Base View of the Firm. **Academy of Management Review**. 1995, v.20, n.4, p. 986-1014.
- IFC - International Finance Corporation. **A Importância das Escolhas: Relatório de Sustentabilidade**, 2005.
- JENSEN, Michael C. Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **European Financial Management**, v.7, n.3, Sep., 2001.
- MACKINLAY, A.; C. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**. 1997, v. 35, p. 13-39.
- MCKINSEY & COMPANY, **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. Inglaterra: [s.n.], 2000.
- PORTER M.; LINDE, V. D. Toward a New Conception of the Environmental-Competitiveness Relationship. **Journal of Economic Perspectives**, 1995, v.9, n.4, p.97-118.
- \_\_\_\_\_. Green and Competitive. **Harvard Business Review**, 1995a, p. 120-134.
- SÃO PAULO. BOVESPA, ISE – **Índice de Sustentabilidade Empresarial**. Bolsa de Valores de São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/ISE.pdf>>. Acesso em: 9/ out. /2006.
- SÃO PAULO. BOVESPA, ISE – **Índice de Sustentabilidade Empresarial- Questionário**. Bolsa de Valores de São Paulo, 2006. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/indices/ISE\\_Questionario07.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/indices/ISE_Questionario07.pdf)>. Acesso em: 20/ jan./ 2007.
- SÃO PAULO. BOVESPA, **Bolsa de Valores de São Paulo**, 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 7/ mai. / 2007.
- STATMAN, Meir. **Socially responsible indexes: Composition and performance**. 2005. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=705344> >. Acesso em: 11/ fev. / 2007.