

SOCIAL RESPONSIBILITY AND CREATION ANALYSIS COMPANIES VALUE THE CORPORATE SUSTAINABILITY INDEX (ISE/BM&FBOVESPA)

RESPONSABILIDADE SOCIAL E ANÁLISE DE CRIAÇÃO DE VALOR DE COMPANHIAS DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE/BM&FBOVESPA)

Sandra Inês Ferreira Salgado

Wendel Alex Castro Silva

Elisson Alberto Tavares Araújo

ABSTRACT

The purpose was to analyze whether there was a relationship between value creation, financial performance and social responsibility and corporate sustainability companies integrated the ISE between 2005 and 2010. The research is empirical-descriptive and quantitative. The sample consisted of 47 companies, 35 members of the ISE and Bovespa' 12. Data were collected from Economática. In the analyzes, we applied the Spearman correlation test and the nonparametric comparison of independent means of Mann-Whitney. We found that companies that adopt socially responsible practices not always generate higher returns to investors. As for value creation, inexistiu significant difference between the stock return, the M / B and the abnormal return between such companies and others. An unexpected result was that social investments inversely influenced the creation of value: companies that have invested in the social sector showed less value creation. Since those with low frequency in joining the ISE tend to greater value creation. The conclusion is not possible to state that the participation of companies in the ISE would be associated with the creation of value and financial performance.

Keywords: Social Responsibility; Corporate Sustainability; Value Creation; Financial Performance.

RESUMO

O propósito foi analisar se houve relação entre criação de valor, desempenho financeiro e responsabilidade social e sustentabilidade empresarial de companhias que integraram o ISE, entre 2005 e 2010. A pesquisa é empírico-descritiva-quantitativa. A amostra foi composta por 47 empresas, sendo 35 integrantes do ISE e 12 da Bovespa. Os dados foram coletados da Economática. Nas análises, aplicou-se o teste de correlação de Spearman e o teste não paramétrico de comparação de médias independentes de Mann-Whitney. Constatou-se que as companhias que adotam práticas de responsabilidade social nem sempre geram maior retorno ao investidor. Quanto à criação de valor, inexistiu diferença significativa entre o retorno acionário, a variação M/B e o retorno anormal entre tais companhias e as demais. Um resultado inesperado foi que os investimentos sociais influenciaram inversamente a criação de valor: as empresas que mais investiram no âmbito social apresentaram menor criação de valor. Já aquelas com baixa frequência na adesão ao ISE tendem a maior criação de valor. Conclui-se não ser possível afirmar que a participação das empresas no ISE estaria associada com a criação de valor e o desempenho financeiro.

Palavras chave: Responsabilidade Social; Sustentabilidade Empresarial; Criação de Valor; Desempenho Financeiro.

1. INTRODUÇÃO

Sustentabilidade tem sido tema de debates há algumas décadas. Recentemente, intensificou-se a discussão de maneira estimulante, por parte de vários grupos da sociedade. Conceitos de *Triple Bottom Line* (TBL) e Investimento Socialmente Responsável (ISR) têm sido utilizados, no Brasil, por meio do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa. Trata-se de um assunto polêmico que pode ser analisado à luz de várias abordagens.

O conceito de sustentabilidade refere-se àquele que atende as demandas atuais sem restringir as possibilidades de gerações futuras suprirem suas necessidades (CMMA, 1991). Aos poucos, foram-lhe introduzidos, fatores de gestão estratégica, a preservação ambiental, bem estar social e os direitos humanos (Moneva, Rivera e Munoz,

2007). É um conceito sistêmico, cada vez mais em evidência e que estreita sua relação com aspectos econômicos, sociais, culturais e ambientais. Inclusive, relaciona-se com as finanças empresariais.

Para Campos e Lemme (2008), a associação entre finanças e Sustentabilidade Corporativa (SC) adquiriu relevância. Os gestores de ativos financeiros buscam incluir valor social e ambiental nas carteiras de investimentos, adicionando os conceitos de TBL e ISR.

Na área de Finanças Corporativas, segundo Assaf Neto (2009), há demandas relacionadas a várias responsabilidades para os administradores, sendo que as decisões financeiras corporativas podem afetar as empresas, tanto no segmento externo quanto interno, além de refletir nos vários interesses da empresa. Essas decisões devem ser reportadas não só aos acionistas, mas a todos os *stakeholders* (partes interessadas). Nesse contexto, encontram-se as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*. Boaventura *et al.* (2008) postulam que há discussões contemporâneas e polêmicas envolvendo a Teoria da Firma (ou teoria dos *shareholders*) e a Teoria dos *Stakeholders* e que um dos aspectos centrais dessas discussões refere-se à função-objetivo das empresas. A primeira tem como referência a obra de Freeman (1984), cuja abordagem é mais sociológica. A segunda remonta ao século XVIII e defende que a empresa possui um único objetivo: o desempenho econômico.

Empresas sustentáveis tendem a gerar valor para o acionista no longo prazo, pois, estão mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais. Nessa perspectiva, a Bovespa criou o ISE em 2005, tendo como objetivos espelhar o retorno de um portfólio formado ações de companhias com forte comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial; promover as boas práticas de meio ambiente; e ser uma referência para os investimentos socialmente responsáveis (BOVESPA, 2010).

Vários pesquisadores tem estudado a sustentabilidade, sob diferentes enfoques: Campos e Lemme (2008), no desempenho de índices internacionais e fundos de ações nacionais; Dias e Barros (2008), se a entrada de uma empresa no ISE gerou valor; Kitahara e Silveira (2008), a relação entre desempenho e sustentabilidade, a partir de Balanços Sociais; Luz, Silva e Coelho (2008) compararam se as ações de empresas sustentáveis tem preços acima daquelas não sustentáveis; Machado e Machado (2008), o impacto do anúncio da entrada da companhia no ISE; Nossa, Cezar e Nossa (2008), a relação entre retorno anormal e desempenho; Crisóstomo, Freire, Vasconcellos (2009), a associação entre RSC e o valor da empresa; Nunes, Teixeira e Nossa (2009), os determinantes para a adesão ao ISE e; Vellani, Albuquerque e Chaves (2009), o comportamento entre valor de mercado e sustentabilidade.

Dessa maneira, não foram apurados trabalhos que estudaram a associação entre sustentabilidade, criação de valor e desempenho econômico-financeiro.

O problema que norteia esta pesquisa é: houve relação entre criação de valor, desempenho financeiro e responsabilidade social e sustentabilidade empresarial de companhias que integraram o ISE, entre 2005 e 2010.

O objetivo consiste em analisar se houve relação entre criação de valor, desempenho financeiro e responsabilidade social e sustentabilidade empresarial de companhias que integraram o ISE, entre 2005 e 2010.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

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

Boaventura *et al.* (2008) relatam que a função-objetivo da empresa norteia a tomada de decisão dos gestores. Existe, contudo, uma discordância se essa maximização refere-se à riqueza dos acionistas ou à riqueza da empresa, o que inclui além dos acionistas, os outros interessados nas finanças da organização. Há duas teorias que abordam essa divergência: dos *shareholders* (acionistas) e dos *stakeholders* (partes interessadas) e.

A definição de *stakeholder* mais utilizada é dada por Freeman (1984): é qualquer grupo ou pessoa que influencia ou é influenciado pelo atingimento dos objetivos do negócio.

A teoria dos *Shareholders* ou da Firma e seus aperfeiçoamentos ancoraram a função-objetivo visando o retorno aos acionistas. Coase (1937) foi seu precursor, defendendo que as empresas organizam-se para atuar nos mercados, reduzindo os custos de transação, incorporados por terceiros nas negociações econômicas, para maximizar os lucros.

Para McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988), na teoria dos *shareholders* o alto nível de responsabilidades gera custos adicionais, pondo as empresas em desvantagem econômica se comparadas àquelas que adotam menos ações e práticas de responsabilidade social.

A teoria dos *stakeholders* pode ser vista sob vários enfoques, dentre eles: a teoria da agência, a teoria de redes, a teoria dos jogos, o desempenho social das empresas, a teoria baseada em recursos, a teoria dos custos de transação, a teoria do contrato, e destaca que convergem a um ponto, são oriundas das ciências sociais (Scholl, 2002).

Santos Filho (2010) aponta que essas duas correntes teóricas são antagônicas, pois, se a dos *stakeholders* (ou teoria dos grupos de interesse), defende a idéia que a empresa deve criar valor para seus clientes (internos e externos), fornecedores, bancos, governo e sociedade em geral; aquela dos *shareholders*, compreende que a empresa deve priorizar o máximo de valor da empresa para seus acionistas, através da ação de seus administradores.

Para Friedman (1970), os gastos com responsabilidade social podem adicionar custos para os *stakeholders*. Wood (1991) acrescenta que as ações de responsabilidade social com base nessa teoria justificariam-se, pois, o conceito da responsabilidade social corporativa (RSC) é que a atividade de negócios e a sociedade são entidades conectadas e não diferentes.

E, tal teoria é permeada pela idéia responsabilidade social corporativa (RSC), que valoriza os benefícios estratégicos de praticar uma administração orientada aos interesses das partes ligadas direta e indiretamente ao negócio, como enunciado por Carrol (1979).

2.2 Responsabilidade Social

Na década de 90, o conceito de desenvolvimento sustentável consolida-se, porque houve constatação da exaustão dos sistemas naturais do planeta para absorver os efeitos da produção e do consumo. Tornou-se inviável manter as políticas econômicas causadoras de danos ambientais irreversíveis. Emergiu uma nova consciência, com rígida postura dos clientes, orientada à ética, com boa imagem institucional no mercado e com atuação ecologicamente responsável (Tachizawa, 2009).

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

Responsabilidade social transpõe a ação social, já que a organização deve estar completamente voltada para desenvolver a sociedade no longo prazo, e não com ações isoladas, mas com projetos contínuos. A responsabilidade social integra o desenvolvimento sustentável, trata das questões sociais, tendo como foco a sustentabilidade (Araújo, 2006).

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

Existem diversas abordagens em torno deste tema, permitindo-se a realização de comparações entre as mesmas. Para Windsor (2006), a visão simplificada da RSC (Responsabilidade Social Corporativa) corresponde à perspectiva meramente econômica, buscando relacionar responsabilidade social com o retorno financeiro ou com a valorização das ações das empresas. Já Harrison e Freeman (1999), enfatizam que, apesar de a responsabilidade social ser um tema existente há décadas, somente agora está sendo reconhecida como um campo dentro da Administração.

E, qualquer discussão acerca de responsabilidade social empresarial perpassa pela discussão de sustentabilidade.

2.3 Sustentabilidade e Desenvolvimento Sustentável

A origem do conceito de sustentabilidade, advém das disciplinas de Economia Ambiental e Ética Empresarial (Barbosa, 2007). Entretanto, Hart e Milstein (2004) busca uma concepção mais ampla e a integração do conceito à élide corporativa. Para Hart e Milstein (2004), ecoeficiência está entre as práticas mais básicas de empresas sustentáveis. Consiste no uso mais eficiente de recursos naturais, para reduzir os custos econômicos e os impactos ambientais, melhorando a eficiência dos processos produtivos.

João e Van Bellen (2006), incluem no conceito de desenvolvimento, a ideia que sustentabilidade implica em mudanças gerais na sua maneira de avaliação. Surgem diferentes sistemas de indicadores, cujo objetivo é

procurar incorporar essa nova forma de avaliar o desenvolvimento. A demora das organizações brasileiras em internalizar esse conceito de desenvolvimento deve-se à concepção, predominante durante décadas, de que a preservação do meio ambiente e o lucro seriam antagônicos. Refutar essa concepção tem sido gradativo, tendo-se chegado, em alguns países, na incorporação da visão de *stakeholders* nas novas estratégias de desenvolvimento (Bessa e Carvalho, 2009).

Os componentes fundamentais para o desenvolvimento sustentável consistem em: crescimento econômico, proteção ao meio-ambiente e igualdade social. Aliados à mudança do paradigma das empresas, que focavam só o lucro, aderem à concepção de desenvolvimento sustentável, originando ao *Triple Bottom Line - TBL* (Barbosa, 2007). O tripé da sustentabilidade, contém as seguintes dimensões: ambiental, social econômica e social.

A sustentabilidade incorpora o conceito de responsabilidade social das sociedades como um todo e das empresas que estão diretamente envolvidas nessa temática. Considera que as empresas são os principais atores econômicos responsáveis pela impulsão do desenvolvimento de muitos países à custa da extração de reservas naturais, de emissão de gases efeito estufa, cooperando no aumento da poluição do planeta. Por outro lado, as empresas são os agentes que poderão inovar e renovar as formas de produção e prestação de serviços sustentáveis, utilizando-se das mais variadas formas de tecnologias (Rico, 2010).

É importante distinguir a sustentabilidade empresarial e a Responsabilidade Social Corporativa (RSC). A sustentabilidade consiste na inclusão de elementos sociais e ambientais no processo decisório, juntamente ao econômico. A RSC refere-se à disposição em assumir a responsabilidade pelos impactos causados à sociedade (Caldelli e Parmigiani, 2004).

Emerge, então, a empresa cidadã, uma nova concepção, mais pragmática e menos ideológica. Mantém-se a atenção à criação de riqueza, mas, socialmente responsável, exigindo a inserção aos seus deveres de fazer, outros de deixar de realizar ações negativas: poluição do meio ambiente, utilização de mão-de-obra infantil, acobertar informações prejudiciais sobre seus produtos, dentre outros (Alves, 2001).

2.4 Criação de Valor

A busca de valor para os acionistas, é objetivo fundamental para a empresa moderna. Os acionistas esperam que a empresa crie um retorno superior ao custo do capital investido, acarretando a valorização de preço de mercado - a geração de riqueza. Os termos criação de valor e criação de riqueza são distintos: de valor é percebido nos resultados da empresa em seus relatórios financeiros, decorrência das estratégias e políticas adotadas. De riqueza trata do valor de mercado constituído a partir das expectativas dos investidores em ações. A criação de valor econômico é o índice precípua de agregação de riqueza (Assaf Neto, 2009).

De acordo com Lucchesi e Famá (2007), um dos fatores que pode ampliar o valor da empresa, é a expectativa de retorno do investimento, mediante a tomada de decisão dos gestores, que buscam maximizar esse valor.

Por meio da análise do valor das ações das empresas, é possível constatar a criação de valor, sendo necessário avaliar as variações no preço das ações. Tais variações podem ocorrer devido às informações ou divulgações das demonstrações financeiras ou devido às decisões de investimento (Antunes e Procianoy, 2003).

Carlsson (2001) trata do processo de criação e destruição de valor a partir da concepção de Schumpeter, buscando compreender a natureza do capitalismo e os requisitos externos da criação de valor, com a incessante renovação e inovações seja de novos produtos, novos processos tecnológicos, novos conceitos de serviços, novas formas de organizações. E, a competição, por si só, não garante a sustentabilidade e o sucesso das companhias. Depende da habilidade das empresas em lidar com o processo, os desafios de inovações do mercado.

2.5 Artigos Pretéritos

A investigação sobre a relação empírica entre o sustentabilidade e desempenho explora diferentes abordagens. Algumas pesquisas internacionais são indicadas na Figura 1:

Autor (es)	Dados	Objetivo	Conclusões
Estrangeiros			
Artiach et al. (2010)	Austrália	Investigar os fatores que impulsionam os altos níveis de desempenho de sustentabilidade empresarial (CSP), com à adesão	As principais empresas de CSP são maiores, têm maior crescimento e um maior retorno sobre o patrimônio líquido que as empresas convencionais. Ao contrário do esperado,

		ao Índice de Sustentabilidade Dow Jones.	essas empresas não tem maiores fluxos de caixa livre ou alavancagem menor que outras empresas.
Wagner (2010)	Alemanha	Analisar a associação entre a gestão sustentável (responsabilidade social e ambiental) e o desempenho econômico (Q de Tobin).	A gestão ambiental apresentou ligação positiva e moderada com o Q de Tobin. Não houve conexão entre tal gestão e o tamanho da companhia.
Lee, Pati e Roh (2011)	Estados Unidos	Examinar o impacto do CSP sobre o Desempenho de Negócios Tangíveis (TBP) do setor de petróleo e gás, baseado no Índice de Sustentabilidade do Pacífico (PSI).	O PSI e a intensidade da Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) foram os principais determinantes do desempenho.
Ameer e Othman (2012)	Malásia e Nova Zelândia	Pesquisar se as companhias que adotam práticas de responsabilidade social apresentam desempenho superior às demais.	Detectou-se significativo crescimento das vendas médios, do retorno sobre ativos, do lucro antes de impostos, e fluxo de caixa operacional em alguns setores. Houve relação bi-direcional entre as práticas de responsabilidade social das empresas e seu desempenho financeiro.
Lourenço et al. (2012)	Norte-americanas	Avaliar como o CSP, tendo como proxy à associação ao Índice Dow Jones de sustentabilidade, reflete no valor de mercado das ações.	O CSP explicou muito o preço das ações, pelas medidas contábeis, como lucro e valor contábil do PL. Mas, os investidores penalizam as grande empresas rentáveis, com baixo nível de CSP.
Pätäri et al. (2012)	Finlândia	Verificar a ligação entre o desenvolvimento sustentável e o desempenho financeiro de empresas do setor de energia.	Houve associação positiva entre o desenvolvimento sustentável e o desempenho financeiro das empresas, especialmente, pelo mercado valor.
Eccles, Ioannou e Serafeim (2013)	Norte americanas	Visualizar o efeito da sustentabilidade empresarial no desempenho organizacional.	A alta sustentabilidade das empresas melhorou seus resultados a longo prazo, seja por métricas de mercado ou contábeis.
Kurapatskie e Darnall (2013)	Estados Unidos	Identificar a relação econômica entre dois tipos de sustentabilidade - de nível baixo e de superior - derivados do valor sustentabilidade, a partir de Hart e Milstein (2003).	Os dois tipos foram igual associados ao desempenho financeiro das empresas em termos de direção e tendência.
Rahman e Kazmi, (2013)	Índia	Apresentar uma taxonomia da literatura sobre a relação entre sustentabilidade e desempenho da empresa.	A maioria das pesquisas avaliou essa relação em países desenvolvidos. Os resultados divergem devido aos diversos contextos culturais e econômicos. Não houve consenso sobre a relação.

Figura 2: Artigos Internacionais Pretéritos

Fonte: Compilado pelos autores.

No âmbito nacional, Crisóstomo, Freire, Vasconcelos (2009) analisaram a possível relação entre RSC e o valor da empresa, aproximado pelo Q de Tobin, e o desempenho financeiro, de 78 companhias brasileiras, entre 2001-2006. Detectou-se efeito negativo da RSC sobre a criação de valor, e uma relação de neutralidade, entre a RSC e a rentabilidade.

Nunes, Teixeira e Nossa (2009) examinaram quais os determinantes para a adesão da companhia ao ISE. Houve indícios que o tamanho e o setor de atividade influenciam. As variáveis: localização, concentração acionária, emissão de ADR e propriedade estatal, não revelaram associação à inclusão no Índice.

Vellani, Albuquerque e Chaves (2009) abordaram a relação entre valor de mercado e sustentabilidade empresarial. Avaliaram 32 companhias do ISE, entre 2005 e 2006. Os resultados da regressão evidenciaram que apenas o *bottom line* econômico da Sustentabilidade Empresarial explicou o valor de mercado.

3. METODOLOGIA

Tal pesquisa pode ser caracterizada como empírico-descritiva-quantitativa (Cooper & Schindler). Seu objetivo é analisar se houve relação entre criação de valor, desempenho financeiro e responsabilidade social e sustentabilidade empresarial de companhias que integraram o ISE, entre 2005 e 2010. Acredita-se que ao explorar essas relações, podem surgir achados que reforcem a hipótese teórica de que as companhias que priorizam a responsabilidade social e ambiental apresentam desempenho superior àquelas que não privilegiam essas vertentes.

As unidades de análise são as companhias integrantes da carteira do ISE, além daquelas com ações negociadas na Bovespa. As unidades de observação correspondem às suas demonstrações contábeis, os balanços sociais e as cotações de suas ações.

Os dados coletados são secundários e trimestrais. Foram obtidos junto ao banco de dados do *software* Economática. Já os dados sobre o ISE foram coletados dos sites da Bovespa e do Centro de Estudos de Sustentabilidade - GVCES. Quanto aos dados sobre investimento em sustentabilidade, foram extraídos dos balanços sociais das empresas, nos próprios sites, quando disponíveis.

O universo da pesquisa compreendeu todas as companhias de capital aberto, com ações negociadas na Bovespa, além daquelas da carteira do ISE. A amostra foi composta por 47 empresas: 35 empresas do ISE e 12 da Bovespa, sendo estas divididas em 6 empresas do mercado tradicional, 4 pertencentes ao nível 1 de GC e duas pertencentes ao nível 2 de GC.

3.1 Variáveis e Fontes de Dados

Foram estudadas quinze variáveis, distribuídas em quatro grupos: criação de valor (variáveis dependentes); sustentabilidade, investimento e desempenho econômico financeiro – todos de variáveis dependentes (vide Figura 1).

X	Sigla	Variável	Descrição	Cálculo	Fonte
Variáveis Dependentes – Criação de Valor					
Criação de Valor	RA	Retorno Acionário Normal	Fornece um indicador de valorização das ações PN no mercado no período	$RA = \frac{P_{t+1}}{P_{t0}}$ ou $RA = \frac{P_t}{P_{t-1}}$	Machado e Machado (2008);
	M/B	<i>Market-to-book ratio</i>	Mensura a variação do valor de mercado pela variação do valor patrimonial ou patrimônio líquido	$M / B = \Delta \frac{\text{Valor de Mercado da Ação}}{\text{Valor Contábil do PL}}$	Bakke e Whited (2010)
	RA _N	Retorno Anormal	É considerado retorno anormal quando o desempenho de sua ação supera o retorno da Ibovespa	$RA_{Nit} = LN\left(\frac{P_{t+1}}{P_{t0}}\right) - LN\left(\frac{Ibov_{t+1}}{Ibov_{t0}}\right)$	Antunes e Procianny (2003); Lucchesi e Famá (2006)
Variáveis Dependentes – Desempenho Financeiro					
Desempenho Econômico Financeiro	Δ LPA	Variação do Lucro por Ação	Fornece a variação de um indicador de lucro líquido para cada ação da empresa	$\Delta LPA = \Delta \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{N^{\circ} \text{ Ações (ON + PN)}}$	Moore (2001); Ruf <i>et al.</i> (2001)
	Δ ROA	Variação do Retorno sobre o Ativo	Fornece a variação de uma medida de retorno proporcionado pelos investimentos totais na empresa, representado pelos seus ativos totais.	$\Delta ROA = \Delta \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Nossa e Nossa (2007)
	Δ ROE	Variação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Fornece a variação do retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas	$\Delta ROE = \Delta \frac{\Delta \text{Lucro Líquido}}{(\text{PL} - \text{Lucro Líquido})}$	Bufoni (2009)
Variáveis Independentes					
i	ISE	Adesão ao ISE	Empresas que responderam o	Variável <i>dummy</i> :	Nunes,

	ou Continuação	questionário e aderiram ao ISE	D=1: empresas no ISE; D=0: empresas fora do ISE	Teixeira e Nossa (2009)	
TAM	Tamanho	Ativo Total	TAM = LN(Ativo Total)	Claessens <i>et al.</i> (2002)	
SA	Setor de Atividade	Classificação de acordo com metodologia do ISE	Variável <i>dummy</i> : D=1: alto impacto; D=0: impacto moderado	Roberts (1992).	
CA	Concentração Acionária	Existência de acionistas controladores	Percentual da soma dos 05 maiores acionistas com poder de voto	Procianoy e Caselini, (1997); Sarlo Neto, Lopes e Dalmácio, (2010);	
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>	Papel, ativo, título ou ação emitida e negociada nos EUA	Variável <i>dummy</i> : D=1: empresas emissoras de ADR D=0: empresas não emissoras	Camargos e Barbosa (2007)	
PEst	Empresa de Propriedade Estatal	Empresa com participação do governo	Variável <i>dummy</i> : D=1: empresas estatais; D=0: empresas não estatais	Sarlo Neto (2004)	
Investimento	Δ II	Variação do Investimento Inovação	Fornece a variação de uma medida do investimento de inovação	$\Delta II_{it} = \frac{II_{it} - II_{i(t-1)}}{II_{i(t-1)}}$	Bufoni (2009)
	Δ IA	Variação do Investimento Ambiental	Dá a variação de uma medida do investimento ambiental	$\Delta IA_{it} = \frac{IA_{it} - IA_{i(t-1)}}{IA_{i(t-1)}}$	Hart e Milstein (2004)
	Δ IS	Variação do Investimento Social	Proporciona a variação de uma medida do investimento social	$\Delta IS_{it} = \frac{IS_{it} - IS_{i(t-1)}}{IS_{i(t-1)}}$	Moore (2001); Ruf <i>et al</i> (2001)

Legenda: P_{t+1} = preço de mercado da ação na data t+1; P_{t0} = preço de mercado da ação na data t0; LN = logaritmo neperiano ou natural; $Ibov_{t+1}$ = pontuação do índice Ibovespa na data t+1; $Ibov_{t0}$ = pontuação do índice Ibovespa na data t0; ON = ações ordinárias; PN = ações preferenciais; II = investimento em inovação; IA = investimento ambiental; IS = investimento social; DCs = demonstrações contábeis.

Figura 1: Variáveis Adotadas

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.2 Hipóteses Testadas

Elaborou-se um diagrama de caminho, para ilustrar a relação teórica entre as variáveis, com base nas hipóteses testadas nesta pesquisa. Foram formuladas 8 hipóteses com base nas 15 variáveis. As variáveis dependentes são representadas pelos grupos: criação de valor (1, 2 e 3) e desempenho financeiro (13, 14 e 15). As demais variáveis (4 a 12) são consideradas independentes, como pode ser visualizado na Figura 7:

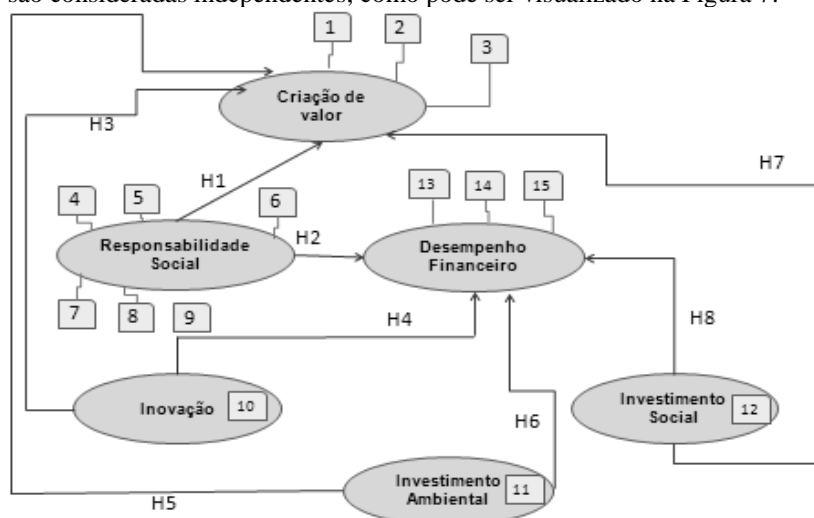


Figura 7: Construção de hipóteses do modelo e as variáveis

Fonte: Elaborada pelos autores.

- H_1 : A responsabilidade social cria valor para a empresa;
 H_2 : A responsabilidade social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa;
 H_3 : A inovação cria valor para a empresa;
 H_4 : A inovação afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa;
 H_5 : Investimento ambiental cria valor para a empresa;
 H_6 : Investimento ambiental afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa;
 H_7 : Investimento social cria valor para a empresa;
 H_8 : Investimento social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa.

3.3 Testes Estatísticos

O coeficiente de correlação não paramétrico de Spearman é utilizado para testar a associação entre duas variáveis. Os testes não paramétricos dispensam às amostras de apresentarem populações com distribuições normais ou outra distribuição específica (Hair Jr. *et al.*, 2009). Também, será executado o teste de médias não paramétrico de comparação de dois grupos independentes, de Mann-Whitney. A preferência por tal técnica foi devido à amostra relatar distribuição não normal (Hair Jr. *et al.*, 2009).

Para considerar os resultados como estatisticamente significantes, houve evidências se o p-valor esteve menor que 0,05 (p-valor < α), i.e., nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$).

Os dados coletados foram tabulados e submetidos a análises uni, bi e multivariadas com o auxílio do software SPSS (*Statistical Package for the Social Science*), versão 16.

4. RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 1 apresenta-se a distribuição da participação das empresas no ISE:

Tabela 1:
Distribuição das empresas por ano segundo participação no ISE

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

Fonte: Elaborada pelos autores

Por meio da Tabela 1 verifica-se que, desde 2007, aproximadamente 2/3 das empresas fazem parte do índice. Parece haver uma tendência maior para a não adesão das empresas ao ISE, uma porcentagem que varia entre 57,1% a 74,3%.

Tabela 2:
Caracterização das empresas

Características	Frequência	Percentual
Setor de Atividade		
Impacto Moderado ¹	10	28,6
Alto Impacto ²	25	71,4
Controle		
Nacional	34	97,1
Estrangeiro	1	2,9
Participação Governo (PEst)		
Não	25	71,4
Sim	10	28,6
ADR		
Não	18	51,4
Sim	17	48,6

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

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto ao setor de atividade, 71,4% das empresas são do setor de alto impacto, e 97,1% apresentam controle nacional. Dentre aquelas avaliadas do ISE, 71,4% não possuem participação do governo, e 51,4% não tem papel negociado nos Estados Unidos (*ADR - American Depositary Receipt*), com base na Tabela 2.

Tabela 3:
Análise descritiva do tamanho e do controle acionário

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

O tamanho das empresas tem crescido aceleradamente, chegando a quase triplicar dentro do período avaliado, considerando-se a sua média. Por outro lado, as empresas possuem, em média, 76% das ações distribuídas entre os 5 maiores acionistas. A tendência para a concentração acionária vem-se reduzindo gradativamente nos anos (Tabela 3).

No tocante às variáveis de criação de valor da empresa, o Retorno Acionário (RA) destacou-se e, em média, indicou resultado positivo dentro do período avaliado - exceto em 2008. Em 2009 houve a maior média. O *Market-to-book ratio (M/B)* também forneceu resultado positivo, porém muito baixo, sendo negativo em 2008 e 2010. Seu melhor resultado foi em 2009. Quanto ao *Retorno Anormal*, o resultado foi igual a zero. Em 2007 e 2009 foram negativos, e 2010 teve a maior *performance*.

Em relação às variáveis de desempenho econômico-financeiro, a variação do lucro por ação (Δ LPA) apresentou-se muito baixa, tendo revelado-se negativa em 2006 e 2007 (o melhor resultado foi em 2008). A variação do retorno sobre o ativo (Δ ROA) e a variação do retorno sobre o patrimônio líquido (Δ ROE) apresentaram-se com valores muito próximos de zero e negativos em 2006 e 2009. Em 2010 todas as variáveis de desempenho foram positivas.

Acerca das variáveis de investimento em sustentabilidade, tanto o investimento ambiental (Δ IA) quanto o investimento em inovação (Δ II) retrataram taxas de crescimento positivas, salvo em 2009 e 2007, respectivamente. No primeiro caso, o maior crescimento foi em 2006 enquanto o segundo em 2008. Já no que se refere à taxa de crescimento do investimento social (Δ IS), embora com resultado sempre positivo, os níveis de crescimento são menores se comparados aos outros dois indicadores de investimento.

4.2 Teste de comparação de médias e de correlação entre as variáveis

Nessa seção são apresentados os resultados dos testes de comparação de médias independentes de Mann-Whitney e de teste de correlação de Spearman entre as variáveis.

Tabela 4:

Teste de média entre as variáveis de criação de valor x responsabilidade social; desempenho x responsab. social

Variável	Criação de Valor						Desempenho Financeiro					
	RA		M/B		RN		ΔLPA		ΔROA		ΔROE	
	X̄	p-valor	X̄	p	X̄	p	X̄	p	X̄	p	X̄	p
ISE												
Não	0,21	0,029*	0,13	0,083	0,03	0,174	-0,04	0,590	-0,25	0,418	-0,37	0,312
Sim	0,10		0,03		-0,03		0,04		-0,54		-0,65	
Setor												
Impacto Moderado	0,08	0,200	0,01	0,188	-0,07	0,199	0,11	0,164	-0,27	0,477	-0,5	0,409
Alto Impacto	0,16		0,09		0,01		-0,02		-0,51		-0,58	
Controle												
Nacional	0,14	0,839	0,07	0,936	-0,01	0,823	0,01	0,677	-0,45	0,893	-0,57	0,518
Estrangeiro	0,18		0,00		0,04		0,11		-0,10		-0,03	
PEst												
Não	0,14	0,960	0,04	0,637	-0,01	0,869	0,06	0,396	-0,16	0,659	-0,27	0,719
Sim	0,14		0,12		-0,01		-0,09		-1,13		-1,32	
ADR												
Não	0,18	0,073**	0,08	0,454	0,03	0,059**	0,02	0,803	-0,13	0,325	-0,12	0,204
Sim	0,09		0,05		-0,05		0,00		-0,77		-1,01	

Legenda: *: significância à 5%; **: significância à 10%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ao se avaliar a Tabela 4, atinente ao teste de comparação de médias, em relação as variáveis de criação de valor em relação à responsabilidade social, o retorno acionário mostrou-se maior para o grupo de companhias que não participam do ISE (ou seja, com baixa adesão ao ISE). Para o setor de alto impacto e para as empresas que não possuem ADRs, as média foram superiores, porém, esta diferença não foi estatisticamente significativa, segundo a probabilidade de significância do teste de Mann-Whitney (p-valor). Já a variação do M/B não sugeriu diferenças significantes. Mas houve valores superiores para as empresas com baixa adesão ao ISE, o setor de alto impacto, com controle nacional e com participação no governo. E, o retorno anormal sinalizou uma diferença maior entre os valores do setor de atividade e se o papel é negociado nos Estados Unidos, mas sem significância, de acordo com o teste de comparação de dois grupos independentes, de Mann-Whitney (p-valor > 0,05).

Esses resultados vão ao encontro daqueles de Cavalcante, Bruni e Costa (2008), que apontaram inexistir evidências quanto à tendência de criação ou destruição de valor pela inclusão da empresa no ISE. E, não houve retornos anormais acumulados negativos indicando que a adoção de práticas de sustentabilidade não geraria redução do valor da empresa.

Na análise da relação entre os fatores de responsabilidade social e o desempenho financeiro, nenhuma das variáveis (ΔLPA; ΔROA; ΔROE) apresentou evidências estatisticamente significantes. A maior discrepância ocorreu no caso da relação do setor de atividade, onde a variação foi positiva e elevada para os setores de impacto moderado.

Tabela 5: Correlação de Spearman entre as variáveis

		Criação de Valor			Desempenho Financeiro		
		Retorno Acionário	ΔM/B	Retorno Anormal	ΔLPA	ΔROA	ΔROE
Investimento	Δ Investimento Ambiental						
	Correlação (P-valor)	-0,217 (0,130)	-0,233 (0,104)	-0,020 (0,894)	-0,020 (0,894)	-0,071 (0,625)	-0,063 (0,666)
	Δ Investimento Inovação						
	Correlação (P-valor)	0,074 (0,586)	-0,082 (0,542)	-0,088 (0,552)	-0,088 (0,552)	-0,052 (0,703)	0,063 (0,657)
	Δ Investimento Social						
	Correlação (P-valor)	-0,190 (0,177)	-0,338 (0,014)*	-0,014 (0,925)	-0,014 (0,925)	-0,015 (0,913)	0,034 (0,812)
Responsabilidade de Social	Tamanho						
	Correlação (P-valor)	-0,077 (0,312)	-0,052 (0,498)	-0,073 (0,338)	-0,013 (0,876)	-0,033 (0,663)	-0,062 (0,430)
	Concentração Acionária						
	Correlação (P-valor)	-0,023 (0,769)	0,068 (0,391)	-0,056 (0,483)	0,022 (0,796)	-0,125 (0,113)	-0,139 (0,089)**

Legenda: *: significância à 5%; **: significância à 10%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

O teste de correlação entre as variáveis (vide Tabela 5), em relação as variáveis de criação de valor e de investimento, foi identificada forte evidência estatística (p -valor = 0,014) de correlação negativa (-0,338) entre a $\Delta M/B$ e $\Delta Investimento Social$, sendo que quanto maior for a variação do investimento social menor deverá ser variação entre a razão do valor de mercado e o valor do patrimônio. Por outro lado, pode-se notar que os investimentos sociais causam impacto de forma inversa na criação de valor. Assim, as empresas que apresentaram menor criação de valor correspondem àquelas que mais investiram no âmbito social e empresas com baixa frequência na adesão ao ISE tendem a ter maior criação de valor.

Sobre a associação entre de investimento em sustentabilidade e o desempenho financeiro, nenhum dos indicadores de investimento forneceu evidências significantes acerca dessa relação. Esse resultado assemelha-se àquele de Bufoni (2009), a partir de levantamento de balanços sociais do setor de energia elétrica, que indicaram inexistir relação significativa entre o ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) e os investimentos ambientais.

Inexistiu comprovação de relação entre o tamanho da empresa e a concentração acionária (variáveis de responsabilidade social) ante a criação de valor. Já quanto ao desempenho financeiro, houve sinais relação entre a variação ΔROE e a concentração acionária. Assim, com o coeficiente de -0,139, os indícios (p -valor = 0,089, i.e., significância à 10%) sugeriram que quanto maior a concentração de propriedade, menor a variação do retorno sobre o capital próprio.

A partir desses resultados, a Figura 2 sumariza as hipóteses testadas:

Hipótese	Relação Avaliada	P-valor	Sentido	Decisão
H_1	A responsabilidade social cria valor para a empresa	0,029	Inverso	Rejeitar
H_2	A responsabilidade social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	Direto	Rejeitar
H_3	A inovação cria valor para a empresa	> 0,05	Direto	Rejeitar
H_4	A inovação afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	Direto	Rejeitar
H_5	O investimento ambiental cria valor para a empresa	> 0,05	Direto	Rejeitar
H_6	O investimento ambiental afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	Direto	Rejeitar
H_7	O investimento social cria valor para a empresa	0,014	Inverso	Rejeitar
H_8	O investimento social afeta positivamente o desempenho financeiro da empresa	> 0,05	Direto	Rejeitar

Figura 2: Sumário dos resultados das hipóteses
 Fonte: Elaborada pelos autores.

A responsabilidade social, representada pela participação ou não no ISE, refletiu na criação de valor, no sentido inverso, considerando-se que empresas que tem uma frequência menor na adesão ao ISE tendem a ter maior criação de valor. Os investimentos sociais, por sua vez, repercutem de forma inversa na criação de valor, tendo em vista que as empresas que mais investiram no âmbito social foram aquelas que tiveram menor criação de valor. Todas as demais relações avaliadas não apresentaram resultados significantes, mostrando inexistir relação entre as mesmas.

4.3 Comparação entre Companhias ISE x não ISE

Procedeu-se a comparação da criação de valor e do desempenho para empresas que participaram ao menos um ano do ISE, com o grupo controle (formado por empresas que têm ações negociadas na Bovespa, mas que não aderiram ao ISE entre 2005 a 2010).

Tabela 6: Comparação das empresas ISE x Não ISE em relação à criação de valor e ao desempenho financeiro

Participa do ISE	Criação de Valor				Desempenho Financeiro				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor	Participa do ISE	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
Retorno Acionário					ALPA				
Não	0,158	0,221	0,520	0,624	Não	0,006	0,086	1,279	0,849
Sim	0,138	0,209	0,462		Sim	0,024	0,035	1,078	
$\Delta M/B$					ΔROA				
Não	0,235	0,044	0,945	0,774	Não	1,379	-0,039	5,750	0,999
Sim	0,062	0,012	0,495		Sim	0,099	-0,086	1,144	

<i>Retorno Anormal</i>					<i>ΔROE</i>				
Não	-0,006	-0,004	0,209	0,694	Não	1,014	-0,023	4,242	0,705
Sim	-0,007	0,008	0,315		Sim	0,069	-0,089	1,275	

* Teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborada pelos autores.

Apesar das diferenças nos dois grupos de empresas, evidenciou-se inexistir diferença estatisticamente significativa das variáveis de criação de valor, entre o valor do retorno acionário, do M/B e o retorno anormal, das empresas participantes do ISE em relação àquelas não participantes do Índice no período (Tabela 6).

O desempenho, de maneira análoga, mostrou que, a despeito das diferenças entre as empresas participantes do ISE em relação àquelas não participantes, pode-se afirmar inexistir diferença significativa entre as mesmas, de acordo com a probabilidade de significância (p-valor) do teste de Mann-Whitney que extrapolou 0,05 para todos os casos.

Com base nesses resultados, é possível concluir que tanto a criação de valor quanto o desempenho das empresas (ISE x Não ISE) independem da adesão ao ISE, entre 2005 e 2010. Tais resultados refutam a teoria de criação de valor atrelada à adoção de práticas de responsabilidade social. Além disso, contradiz os achados no mercado internacional de Artiach *et al.* (2010) no mercado australiano; Wagner (2010) na Alemanha; Lourenço *et al.* (2012) nos EUA; e Eccles, Ioannou e Serafeim (2013) nos EUA. Isso não quer dizer que inexistiu criação de valor no período, mas que, provavelmente, a mesma não sofreu influência da adoção de práticas de responsabilidade social por parte das empresas. Por outro lado, pode ser reflexo da crise financeira de 2008, que afetou negativamente os mercados de capitais do mundo, reduzindo o volume de transações, o que pode ter repercutido no preço dos ativos.

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

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

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho propôs-se a analisar se houve relação entre criação de valor, desempenho financeiro e responsabilidade social e sustentabilidade empresarial de companhias que integraram o ISE, entre 2005 e 2010.

Tal pesquisa insere-se na área de Finanças Corporativas, contemplando as teorias dos *stakeholders* e *shareholders*, a análise do desempenho financeiro das empresas e a diversos fatores determinantes. Foram abordados: a criação de valor associada a aspectos relacionados com análise de variáveis que integram o ISE, a sustentabilidade, a inovação, a responsabilidade social e o mercado de capitais.

Com relação à criação de valor, inexistiu diferença significativa entre o valor do retorno acionário, $\Delta M/B$ e o retorno anormal das empresas participantes do ISE ante àquelas não participantes do Índice.

No que concerne às variáveis de desempenho financeiro, a variação do lucro por ação (ΔLPA) apresentou-se muito baixa, tendo-se revelado negativa em 2006 e 2007. Já em 2008, seu resultado foi destaque positivo. Para a variação do retorno sobre o ativo (ΔROA) e a variação do retorno sobre o patrimônio líquido (ΔROE), os valores concentraram-se muito próximos de zero e negativos em 2006 e 2009.

Quanto à responsabilidade social, representada pela participação ou não no ISE, sinalizou reflexos na criação de valor, no sentido oposto, sendo que empresas menos frequentes no ISE (com baixa frequência na adesão ao ISE) indicaram maior criação de valor.

E, não foi possível afirmar que as empresas sustentáveis (ou seja, aquelas que integram o ISE) proporcionam maior retorno ao investidor, conforme preconiza a BOVESPA.

Pode-se concluir que a criação de valor e o desempenho financeiro independem da responsabilidade social e dos investimentos em sustentabilidade. Isso não quer dizer que as empresas analisadas não criam valor para os acionistas, uma vez que os resultados sinalizam com tendências positivas para o retorno acionário (RA), para a variação *Market-to-book ratio* ($\Delta M/B$) e para o retorno anormal (RA_N). Clarifica-se é que proporcionaram um retorno menor se comparadas ao grupo de controle. Uma possível explicação seria a crise financeira americana de 2008, que propiciou reflexos mundiais na economia, sobretudo, no contexto do mercado de capitais. Pressupõe-se que seja notório o impacto da crise em muitas empresas e nas empresas socialmente responsáveis não seria diferente. Todavia, no que tange ao RA e ao M/B , o resultado foi positivo e superior em 2009 frente aos outros exercícios. Com relação ao RA_N , o ano de 2010 apresentou o resultado mais satisfatório.

Como colaboração acadêmica, alimenta-se as discussões acerca das proxies que sejam mais representativas das práticas de responsabilidade social por parte das companhias, além possíveis efeitos da sua implementação. Para o mercado, apesar de ser um tema que adquire destaque por parte de consumidores e investidores, parece não ter repercutido como esperado no valor das empresas e, principalmente, no seu desempenho, haja visto os reflexos negativos da crise sobre os papéis negociados no mercado de capitais.

Quanto às restrições, houve ausência ou incompletude de dados. Outra refere-se à legislação sobre relatórios sociais, pois, sua publicação é facultativa. Também, inexistiu um padrão para apresentação desses documentos, dificultando a coleta e análise de dados. Sugere-se para próximas pesquisas, um estudo comparativo entre as empresas que integram o ISE, e empresas que integram o Índice de Governança Corporativa - IGC, comparando o desempenho das companhias de ambos os grupos.

REFERÊNCIAS

- Alves, L. E. S. (2001). Governança e cidadania empresarial. *Revista de Administração e Empresas*, 41(4), out./dez.
- Ameer, R. & Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: a study based on the top global corporations. *Journal of Business Ethics*, 108, 61-79.
- Antunes, M. A., & Procianny, J. L. (2003). Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, 38(1), 5-14, jan./mar.
- Araújo, G. C. (2006). *O processo de implantação da sustentabilidade em frigoríficos*. 2006. 169f. Dissertação (Mestrado em Agronegócios). Universidade Federal de Mato Grosso do Sul. Campo Grande.
- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Journal Accounting and Finance*, 50, 31-51.
- Ashley, P., Coutinho, R. B. G., & Tomei, P. A. (2000). Responsabilidade social corporativa e cidadania empresarial. In: ENANPAD, 24., 2000, Florianópolis/SCar. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Assaf Neto, A. (2009). *Finanças corporativas e valor*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- Bakke, T. E., & Whited, T. M. (2010). Which firms follow the market? An analysis of corporate investment decisions. *The Review of Financial Studies*, 23(5).
- Barbosa, P. R. A. (2007). *Índice de sustentabilidade empresarial da bolsa de valores de São Paulo (ISE-BOVESPA): exame da adequação como referência para aperfeiçoamento da gestão sustentável das empresas e para formação de carteiras de investimento orientadas por princípios de sustentabilidade corporativa*. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Bessa, E. S., Carvalho, M. G. T. (2009). Estratégias para compatibilizar desenvolvimento econômico e gestão ambiental numa atividade produtiva local. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, 13, Edição Especial, 1-18, jun.
- Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., Silva, E. S.; Silva, R. S., & Donaire, D. (2008). Teoria dos *Stakeholders* e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). *Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 26 jan. 2013.
- Bufoni, A. L. (2009). A relação entre performance financeira e ambiental nos países em desenvolvimento: o caso do Brasil. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, 4(2), jul./dez.
- Caldelli, A., & Parmigiani, M. L. (2004). Management information system - a tool for corporate sustainability. *Journal of Business Ethics*, 55.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. Emissão de ADRs, retorno acionário anormal e o comportamento das ações no mercado doméstico: evidências empíricas. In: ENANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

- Campos, F. M., & Lemme, C. F. (2008). Incorporação das questões ambientais e sociais nos investimentos no mercado de capitais: análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações nacionais baseados no conceito de investimento socialmente responsável. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Carlsson, R. H. (2001). *Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy*. New York: John Wiley & Sons.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771, Dec.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, New Series, 4(16), 386-405, Nov.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. 7. ed. trad. Porto Alegre: Bookman.
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S., & Vasconcellos, F. C. (2009). Responsabilidade social corporativa, valor e desempenho da empresa brasileira. In: ENANPAD, 33., 2009, São Paulo (SP). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVCES). *Evolução do ISE*. Disponível em: <http://www.gvces.com.br>. Acesso em: 15 abr. 2014.
- Dias, E. A., & Barros, L. A. B. C. (2008). Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2013). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. Harvard Business School, *Working Paper 12-035*.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is increase its profits. *New York Magazine*, New York, 33, 122-126, Set.
- Hair Jr., J. F.; Black, W. C.; Babin, J. B.; Anderson, R. E.; Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman.
- João, C. B., Van Bellen, H. M. (2006). Avaliação de sustentabilidade em unidades de conservação: um estudo de caso no Parque Estadual da Serra do Tabuleiro/SC. In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA, 2, 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: EnAPG.
- Kitahara, J. R., & Silveira, J. A. G. (2008). Existe relação entre os investimentos em responsabilidade social e o desempenho financeiro nas empresas que apresentam lucro? In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Kurapatskie, B., & Darnall, N. (2013). Which corporate sustainability activities are associated with greater financial payoffs? *Business Strategy and the Environment*, 22, 49-61.
- Lee, J., Pati, N., & Roh, J. J. (2011). Relationship between Corporate Sustainability Performance and Tangible Business Performance: evidence from oil and gas industry. *International Journal of Business Insights and Transformation*, 3, Special Issue, 72-82, Jan.
- Lourenço, I. C., Branco, M. C., Curto, J. D., & Eugênio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics*, 108, 417-428.
- Lucchesi, E. P., & Famá, R. (2007). O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, 42(2), 249-260, abr./jun.
- Luz, S. G., & Silva, R. N. S., & Coelho, P. S. (2008). A influência da divulgação do Índice De Sustentabilidade Empresarial sobre os preços das ações no Brasil e nos Estados Unidos: um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Machado, M. R., & Machado, M. A. V. (2008). Retorno acionário e adesão ao índice de sustentabilidade empresarial da Bovespa: um estudo de eventos. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Mcguire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.
- Moneva, J. M., Rivera, J., Munoz, M. J. (2007). The corporate stakeholder commitment and social and financial performance. *Industrial Management & Data Systems*, 107(1), 84-102.
- Moore, G. (2001). Corporate social performance: an investigation in the U.K. supermarket industry. *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Nossa, V., Cezar, J. F., & Nossa, S. N. (2008). A relação entre o retorno anormal e a responsabilidade social e ambiental: um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 à 2006. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro (RJ). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Nunes, J. G., Teixeira, A. J. C., & Nossa, V. (2009). Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial. In: ENANPAD, 33., 2009, São Paulo (SP). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD.
- Pätäri, S., Jantunen, A., Kyläheiko, K., & Sandström, J. (2012). Does sustainable development foster value creation? empirical evidence from the global energy industry corporate social responsibility and

- environmental management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19, 317-326.
- Rahman, P. G. Z., & Kazmi, A.A. (2013). Corporate sustainability performance and firm performance research: literature review and future research agenda. *Management Decision*, 51(2), 361-379.
- Rico, E. M. (2010). Responsabilidade social empresarial e sustentabilidade (percursos em Portugal). *Revista Administração em Diálogo*, 14(1), 29-52.
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change incorporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Santos Filho, O. M. (2010). *O índice de sustentabilidade empresarial e o impacto no valor das ações: um estudo de evento*. 2010. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Metodista de São Paulo, São Bernardo do Campo.
- Scholl, H. J. (2002). *Applying stakeholder theory to e-government: benefits and limits*. Albany, NY: University at Albany/SUNY/Center for Technology in Government.
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.
- Tachizawa, T. (2009). *Gestão ambiental e responsabilidade social corporativa: estratégias de negócios focadas na realidade brasileira*. 6 ed. São Paulo: Atlas.
- Wagner, M. (2010). The role of corporate sustainability performance for economic performance: a firm-level analysis of moderation effects. *Ecological Economics*, 69,1553-560.
- Windsor, D. (2006). Corporate social responsibility: three key approaches. *Journal of Management Studies.*, 43(1), Jan.
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718, Out.