

# SUSTENTABILIDADE E VALOR DE MERCADO: ESTUDO DE EVENTOS RELATIVOS À PARTICIPAÇÃO NO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL\*

*SUSTAINABILITY AND MARKET VALUE: EVENT STUDY ON PARTICIPATION IN THE CORPORATE SUSTAINABILITY INDEX*

**GUSTAVO RODRIGUES CUNHA**

Doutor em Business Administration pela Università di Bologna. Professor no Centro Universitário Unihorizontes.  
E-mail: gustavo.cunha@unihorizontes.br

**JÚNEA TATIANE DAMASCENO OLIVEIRA**

Mestre em Administração pelo Centro Universitário Unihorizontes. E-mail: juneatatianedamasceno@yahoo.com.br

---

Endereço: Rua Alvarenga Peixoto, 1270 - Santo Agostinho, Belo Horizonte – MG – CEP 30.180-121.

Recebido em: 05.07.2016. Revisado por pares em: 19.03.2017. Aceito em: 28.04.2018. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

---

**Resumo:** O objetivo do estudo consistiu em avaliar a relação entre eventos de participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o valor de mercado das empresas componentes do índice. Em termos metodológicos, desenvolveu-se um estudo comparativo quantitativo por meio da técnica de estudos de eventos. Partindo da carteira inicial de empresas ingressantes no ISE em 2005, analisou-se a ocorrência de retornos anormais decorrentes de eventos relativos ao índice durante o período 2005-2014. À semelhança de estudos empíricos anteriores, os resultados indicam uma relação conflitua entre o engajamento socioambiental empresarial, identificado pela participação no índice, e o valor de mercado das empresas, relação esta que se mostrou estatisticamente insignificante na maior parte do período, e que ao atingir a referida significância, revezou-se entre positiva e negativa para um mesmo evento. Tais resultados indicam a necessidade de trabalhos futuros direcionados a elucidar a natureza desta relação por meio de análise baseada em duas frentes: a credibilidade associada à participação no índice de sustentabilidade, e os benefícios e desvantagens percebidos pelos investidores para o engajamento empresarial em ações socioambientais.

**Palavras-chave:** Sustentabilidade. Valor de mercado. Estudo de eventos. Índice de Sustentabilidade Empresarial

**Abstract:** *The general goal of this present study consists on value the relation between participation events on the Business Sustainability Index (ISE) and the market value of companies on the index. In methodological terms, a comparative study was developed through the technology of events technique. Starting with the initial portfolio of companies participating on the ISE IN 2005, the occurrence of abnormal returns arising from relative events of a period of 2014-2015 was analyzed. The resemblance of passed empirical studies, the results indicated a conflicting relation between the social and environmental engagement of companies, identified by the participation on the index, and the market value of the companies, this relation statistically showed insignificance most parts of the period and it reached the refered significance which took turns between positive and negative to the same event. Those results indicated the necessity of future jobs directed do elucidate the nature of this relation through analysis based on two fronts: credibility associated with the participation on the sustainability index, and the benefits and disadvantages understood by the investors for the Business engagement in social environmental actions.*

**Keywords:** *Sustainability. Market value. Event study. Corporate Sustainability Index.*

---

\* Nota: Os autores agradecem o suporte da Fundação e Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (Fapemig) para esta pesquisa.

## 1 INTRODUÇÃO

Observa-se no cenário econômico um destaque crescente de questões relacionadas à responsabilidade social e ambiental, levando a avaliação do comportamento empresarial no mercado financeiro em função, também, do grau de inserção social das empresas (BARBOSA; LEMME, 2007). Neste contexto, em resposta às reivindicações da sociedade para a adaptação às práticas de sustentabilidade socioambiental e com o intuito de atender a demanda de um número crescente de investidores (GUIMARÃES, 2013), o mercado financeiro desenvolveu índices baseados em critérios de atuação direcionada à sustentabilidade empresarial, capazes de auxiliar na distinção entre investimentos ordinários e investimentos socialmente responsáveis – ISR (BM&FBOVESPA, 2015b).

Com o objetivo de mensurar a prática da responsabilidade social pelas corporações listadas no mercado brasileiro, a BM&FBovespa criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o qual baseia-se em indicadores econômicos, sociais e ambientais para diferenciar empresas com relação à sustentabilidade. Dessa forma, a participação no ISE provê destaque às empresas envolvidas com o desenvolvimento sustentável e que incorporam boas práticas socioambientais e de governança corporativa em suas ações (BEATO; SOUZA; PARISOTTO, 2009)

O ISE foi publicado pela primeira vez em 2005, sendo composto inicialmente por 74 empresas. Desde então, ocorreram várias alterações nas empresas componentes do índice, o que somado ao crescimento da exigência referente ao direcionamento socioambiental das empresas, conduz à investigação do seguinte problema de pesquisa: como se configura a relação entre eventos relativos à adesão ou saída das companhias abertas brasileiras do ISE da BM&FBOVESPA e o valor de mercado das mesmas?

O objetivo de analisar a natureza da relação entre os eventos relativos à participação no ISE e o valor de mercado das companhias abertas brasileiras conduz, em específico, à análise do comportamento do retorno de mercado das empresas após o anúncio de participação no ISE, inicial ou confirmatória; investigação do comportamento do retorno de mercado das empresas após o anúncio de saída ou confirmação de saída do ISE; e análise da relação entre eventos relativos ao índice ISE e o retorno de mercado das empresas por meio do modelo de retornos anormais (CAR).

Diante da repercussão desse tema e havendo carência de indicadores que sinalizassem aspectos fora da esfera econômica e/ou financeira, no âmbito organizacional (BEATO; SOUZA; PARISOTTO, 2009), este estudo possibilita aos investidores a análise dos índices específicos que analisem as dimensões da sustentabilidade das empresas no mercado financeiro.

Não obstante o número significativo de trabalhos realizados sobre a temática encontrados na literatura pertinente, o presente estudo diferencia-se dos demais ao considerar não apenas o impacto singular dos anúncios de entrada ou saída do índice, mas, também, o impacto de eventos de anúncio de confirmação de participação ou descontinuação na composição do ISE, o que, somado ao período de análise considerável, contribui para elucidar a percepção de investidores sobre os esforços socioambientais empreendidos por empresas. Neste sentido, explora-se aqui a oportunidade de analisar o alinhamento entre investimentos corporativos e impactos decorrentes nos valores de mercado das corporações, relação substancialmente complexa refletida na diversidade de resultados empíricos acumulados até o presente momento.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A análise proposta no presente estudo compreende a sustentabilidade, agenda inter e multidisciplinar que tem recebido atenção de pesquisadores de diversos campos de conhecimento. Nesta seção, apresentam-se as concepções pertinentes ao contexto de análise do valor de mercado das empresas e esforços socioambientais corporativos.

### 2.1 SUSTENTABILIDADE E RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

Sustentabilidade e responsabilidade social corporativa têm sido argumentos de destaque na agenda de governantes, empresários e estudiosos. Contudo, apesar da relevância observada, não existe ainda um senso comum sobre a definição dos dois constructos (EBNER; BAUMGARTNER, 2006).

Não obstante o conceito de sustentabilidade seja oriundo das áreas de Economia Ambiental e Ética Empresarial (BARBOSA; LEMME, 2007), autores de áreas diversas do conhecimento têm buscado uma concepção abrangente para o termo. Na literatura pertinente encontram-se muitas definições para desenvolvimento sustentável (o qual pode ser

considerado como um meio para atingir-se o “fim” sustentabilidade), sendo uma das mais citadas a apresentada pela World Commission on Environment and Development (WCED), como o desenvolvimento que atende as necessidades do presente sem comprometer a habilidade das gerações futuras em atender as próprias necessidades.

Notavelmente, no âmbito empresarial a concepção de desenvolvimento sustentável encontra-se amíúde ligada à responsabilidade social ao assumir a proposta corporativa em termos de criação de valor econômico, social e ambiental (WHEELER; COLBERT; FREEMAN, 2003; TENÓRIO, 2006).

Empresas constituem um dos principais atores econômicos, sendo responsáveis em grande parte pelo desenvolvimento socioeconômico e seus benefícios derivados, e, também, por consequências associadas à extração de reservas naturais e emissão de gases efeito estufa (RICO, 2010). Nesse sentido, observa-se a concepção de sustentabilidade e desenvolvimento sustentável em termos de ecoeficiência, definida como a utilização eficiente de recursos naturais direcionada à redução de impactos socioeconômicos e ambientais, por meio de inovações tecnológicas e sociais capazes de aprimorar processos produtivos (HART; MILSTEIN, 2004).

Apesar da resistência das empresas brasileiras em internalizar o conceito de desenvolvimento sustentável, dada a pervasividade da percepção de antagonismo entre a maximização do lucro e a preservação ambiental por parte de gestores (BESSA; CARVALHO, 2009), e da complexidade da consideração dos aspectos multidimensionais em organizações, observa-se recentemente um processo concreto de institucionalização do desenvolvimento sustentável nas empresas (BARBIERI *et al.*, 2010).

## 2.1.1 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E VALOR DE MERCADO

Indicadores sociais constituem instrumentos operacionais que objetivam o controle da realidade para orientar a formulação e a reformulação de políticas públicas (SCHARF, 2004). Dentre estes, destacam-se os indicadores de desenvolvimento sustentável, os quais podem se referir ao planeta, a um país, a uma região, a uma comunidade ou a uma empresa, segundo o contexto de consideração.

Nesse sentido, os indicadores de sustentabilidade empresarial devem apresentar características específicas, estrutura conceitual, métrica comum, linguagem coerente e aspectos de transparência (CARVALHO; ROCHMAN, 2003).

No Brasil, a BM&FBovespa desempenha o papel de organizar, coletar e divulgar grupos de informações específicas sobre os negócios realizados no mercado acionário, o que é realizado por meio do cálculo de índices que mensuram o desempenho das ações em termos de preços, volumes negociados e liquidez (BM&FBOVESPA, 2015a). Atualmente, a instituição publica 21 índices, dos quais o ISE tem baricentro na sustentabilidade empresarial (BM&FBOVESPA, 2015b).

Publicada desde 2005, a divulgação rotineira do ISE permite o acompanhamento do valor de mercado de empresas que fazem parte da carteira por apresentar direcionamento destacado no empreendimento de ações socioambientais (CAMPOS; LEMME, 2007; SANTOS FILHO, 2010).

Dias (2012) destaca a preocupação de empresários quanto à disponibilidade e à mobilização de recursos financeiros para a implementação de diversas ações que envolvam práticas sociais. Contudo, é cada vez maior a percepção que a adoção de tal postura acaba por aumentar a competitividade das empresas e agregar valor a uma marca.

A literatura pertinente apresenta vários estudos sobre a criação de valor, a qual depende em grande parte das expectativas do retorno de investimentos formadas a partir da tomada de decisão de gestores e da subsequente divulgação (LUCCHESI; FAMÁ, 2007). Em específico, observa-se na literatura nacional e internacional a concentração na relação entre decisões de investimento socialmente responsáveis (ISR) e valor de mercado.

No âmbito nacional, destaca-se a contribuição de Borba (2006), Rezende e Santos (2006), Barbosa e Lemme (2007), Camargos e Barbosa (2006), Cavalcante, Bruni e Costa (2007), Nossa e Nossa (2007), Zago e Paula (2007), Campos e Lemme (2008), Dias e Barros (2008), Kitahara e Silveira (2008), Luz, Silva e Coelho (2008), Machado e Machado (2008), Nossa, Cezar e Nossa (2008), Crisóstomo, Freire, Vasconcellos (2009) e Vellani, Albuquerque e Chaves (2009).

Notavelmente, os resultados encontrados pelos autores são relativamente diversificados, variando entre relação positiva, negativa ou ausência de relação entre ISR e valor de mercado das empresas. Não obstante tal diversidade, destaca-se potencialidade dos efeitos positivos do engajamento em ações de matriz socioambiental no longo prazo, em detrimento do investimento de recursos necessário, antecipado, e, portanto, redutor da performance econômico-financeira empresarial.

Tais efeitos positivos seriam derivados do melhor relacionamento com o governo, da fidelização dos clientes, do reconhecimento da marca e produtos, da maior disponibilidade de fornecedores em realizar parcerias, da maior motivação, lealdade e desempenho de funcionários, entre outros fatores (MELO NETO; FROES, 1999).

### 3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Com o objetivo de analisar a natureza da relação entre os eventos relativos à participação no ISE e o valor de mercado das companhias abertas brasileiras, desenvolveu-se um estudo causal (MATTA, 1999) de abordagem quantitativa baseada na técnica de estudo de eventos.

O presente estudo documental comparativo (SCHNEIDER; SCHMITT, 2008), cuja unidade de análise refere-se ao investimento socialmente responsável de empresas componentes do ISE, baseou-se em uma população ingressante composta por 74 empresas, sendo 28 ações da carteira de 2005/2006; 33 ações da carteira de 2006/2007; 26 ações da carteira de 2007/2008; 26 ações da carteira de 2008/2009; 29 ações da carteira de 2009/2010; 24 ações da carteira de 2010/2011; 25 ações da carteira de 2011/2012; 26 ações da carteira de 2012/2013 e 27 ações da carteira de 2013/2014.

Os dados foram coletados das demonstrações financeiras das empresas disponíveis no sistema Economática®. A análise dos dados foi realizada por meio da técnica de estudo de eventos, de forma a identificar se o anúncio da entrada ou da saída do ISE influencia de forma significativa os preços das ações, no período em torno da divulgação da carteira do ISE, assumindo que os efeitos de um evento implicam alteração rápida no valor de mercado das empresas.

Os eventos de interesse relacionam-se à divulgação da carteira do ISE, sendo a “data zero” o dia em que se tornaram públicas as versões da carteira do ISE. Teoricamente, a entrada de uma empresa no ISE é uma “boa notícia” e a saída, uma “má notícia”.

Os eventos de interesse consistiram na divulgação da carteira do ISE, iniciados no dia 30 de novembro de 2005, data na qual a carteira ISE foi publicada em sua primeira edição. Foram trabalhados cinco eventos diferentes, a saber:

- 1º evento: Entrada da empresa no ISE;
- 2º evento: Confirmação de entrada no ISE;
- 3º evento: Permanência no ISE;
- 4º evento: Saída do ISE;
- 5º evento: Confirmação de saída no ISE.

A janela de um evento consiste no período em que os retornos envolvidos serão analisados, o que envolve certo nível de subjetividade (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Entre as mais empregadas na literatura pertinente, escolheu-se uma janela de eventos de 30 pregões depois da data zero, ou seja, da publicação do Índice de Sustentabilidade Empresarial:

Janela de Evento (J1) = 30 pregões depois da data zero.

A realização de um estudo de eventos requer a utilização de um modelo de determinação de retornos anormais, dentre os quais destacam-se na literatura três modelos estatísticos: Modelo de Retornos Ajustados à Média, Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado e Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e Mercado, comumente denominado Modelo de Mercado ou Modelo de Índice Único (BROWN; WARNER, 1980).

O Modelo de Mercado ou Modelo de Índice Único, instrumento estatístico adotado no presente trabalho, relaciona o retorno da ação linearmente ao retorno da carteira de mercado, este último representado aqui pelo Ibovespa.

A fórmula utilizada no cálculo do retorno normal consiste em:

$$E(R_{it} | R_{mt}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

onde  $\hat{\alpha}_i$  e  $\hat{\beta}_i$  são parâmetros estimados separadamente por meio dos mínimos quadrados ordinários antes da janela de evento.

Campbell, Lo e Mackinlay (1997) sugerem o período mínimo de 120 dias para estimar o retorno normal de uma empresa, ou seja, de janela de estimação. Seguindo esta linha, neste estudo utilizou-se como janela de estimação os 120 pregões anteriores ao evento, sendo mantidas as cotações do dia anterior nos dias em que não ocorreram negociações. Ressalta-se, contudo, que foram poucas ocasiões nas quais este procedimento fez-se necessário, tendo em vista que as ações pertencentes à amostra estão entre as mais negociadas da BM&FBovespa.

Os dados utilizados para análise se referem aos preços de fechamento diário das ações no mercado. O cálculo do retorno das ações realizado é descrito a seguir:

$$R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (1)$$

Onde:

$R_{i,t}$  é o log do retorno da ação “ $i$ ” no período “ $t$ ”;

$P_{i,t}$  é o preço da ação “ $i$ ” em “ $t$ ”; e

$P_{i,t-1}$  é o preço da ação em “ $t-1$ ”.

Após computar o retorno normal, calculou-se o retorno anormal por meio da seguinte fórmula:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) \quad \text{ou} \quad RA_{it} = R_{it} - \left( \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \right) \quad (2)$$

Onde:

$t = 0$  é relacionado à data do evento;

$t = T_0 + 1$  até  $t = T_1$  é a janela de estimação e  $L_1 = T_1 - T_0$  a sua extensão;

$t = T_1 + 1$  até  $t_2$  é a janela de evento e  $L_2 = T_2 - T_1$  a sua extensão; e

$RA_{it}$ ,  $R_{it}$  e  $E(R_{it} | R_{mt})$  são, respectivamente, retorno anormal, retorno real e retorno normal da ação “ $i$ ”, no período “ $t$ ”, com base nas informações do índice de mercado  $Rm$ , conforme o modelo de geração do retorno normal estimado pelo Retorno Ajustado ao Risco e ao Mercado (Modelo de Mercado). Basicamente, o retorno anormal consiste no retorno real subtraído do retorno normal estimado.

A divulgação da carteira do ISE ocorre para várias empresas simultaneamente, caracterizando uma sobreposição da janela de evento entre os títulos da amostra (*clustering*), o que invalida a premissa de que os retornos anormais dos títulos não sejam correlacionados (LUZ, 2009). Nessa mesma linha, Campbell, Lo e Mackinlay (1997) observam que os retornos anormais não devem ser agregados entre as empresas, mas apenas no tempo para cada ação.

Nesse sentido, ressalvada a independência entre os retornos na janela de evento e a distribuição normal da média dos retornos anormais, a fórmula utilizada no cálculo da média dos retornos anormais para uma dada empresa foi:

$$\overline{RA}_i = \frac{\sum_{t=t_0}^{t_2} RA_{it}}{L_2} \sim N \left( 0, \frac{\sum_{t=t_0}^{t_2} \sigma_{it}^2}{L_2} \right) \quad (3)$$

onde:

$RA_{it}$  é o retorno anormal da ação “ $i$ ”, no período “ $t$ ”;

$L_2$  é o tamanho da janela de eventos; e

$\sigma_{it}^2$  é a variância dos resíduos da regressão estimada para  $RA$  da ação “ $i$ ”, no período “ $t$ ”.

Uma vez que o estudo se propôs analisar a ocorrência de retorno anormal positivo ou negativo na ocasião de eventos de entrada, confirmação de entrada, permanência, saída e confirmação de saída para cada empresa componente da amostra, foram definidas as seguintes hipóteses:

- Hipótese 1: evento de entrada

$$\circ H_{\text{nula}} : E \left( \overline{RA} \right) \geq 0$$

$$\circ H_{\text{alternativa}} : E \left( \overline{RA} \right) < 0$$

- Hipótese 2: evento de confirmação de entrada

$$\begin{aligned} \circ H_{\text{nula}} : \frac{\overline{RA}}{CE} &\geq 0 \\ \circ H_{\text{alternativa}} : \frac{\overline{RA}}{CE} &< 0 \end{aligned}$$

- Hipótese 3: evento de permanência no índice

$$\begin{aligned} \circ H_{\text{nula}} : \frac{\overline{RA}}{M} &\geq 0 \\ \circ H_{\text{alternativa}} : \frac{\overline{RA}}{M} &< 0 \end{aligned}$$

- Para o evento de saída

$$\begin{aligned} \circ H_{\text{nula}} : \frac{\overline{RA}}{S} &\geq 0 \\ \circ H_{\text{alternativa}} : \frac{\overline{RA}}{S} &< 0 \end{aligned}$$

- Para o evento de confirmação de saída

$$\begin{aligned} \circ H_{\text{nula}} : \frac{\overline{RA}}{CS} &\geq 0 \\ \circ H_{\text{alternativa}} : \frac{\overline{RA}}{CS} &< 0 \end{aligned}$$

Para avaliar a significância dos resultados expressos a partir da média, em comparação com uma distribuição de probabilidade com baricentro em zero, utilizou-se o teste paramétrico de comparação *T-Student*. A significância dos resultados expressos a partir do percentual, em comparação com 50%, foi realizada por meio do teste de comparação de proporções normal, teste Z. Para avaliar a significância estatística dos resultados, definiu-se um nível de significância de 5%.

A seleção da amostra baseou-se nos eventos de entrada e saída do índice na ocasião da divulgação do ISE durante todo o período 2005-2014, além da disponibilidade de dados das cotações das ações das empresas amostradas. Dessa forma, a população ingressante foi composta por 74 empresas sendo 28 ações da carteira de 2005/2006; 33 ações da carteira de 2006/2007; 26 ações da carteira de 2007/2008; 26 ações da carteira de 2008/2009; 29 ações da carteira de 2009/2010; 30 ações da carteira de 2009/2010; 24 ações da carteira de 2010/2011; 25 ações da carteira de 2011/2012; 26 ações da carteira de 2012/2013 e 27 ações da carteira de 2013/2014.

Os dados coletados foram tabulados e submetidos a análises com o auxílio do software SPSS (Statistical Package for the Social Science).

#### 4 ANÁLISE E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados da análise dos retornos anormais (RA) computados a partir de eventos de entrada ou saída de empresas do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na ocasião de sua publicação durante o período 2005-2014. Os resultados são apresentados por tipo de evento, ou seja, evento de entrada, confirmação de entrada, permanência, saída e confirmação de saída do Índice de Sustentabilidade Empresarial.

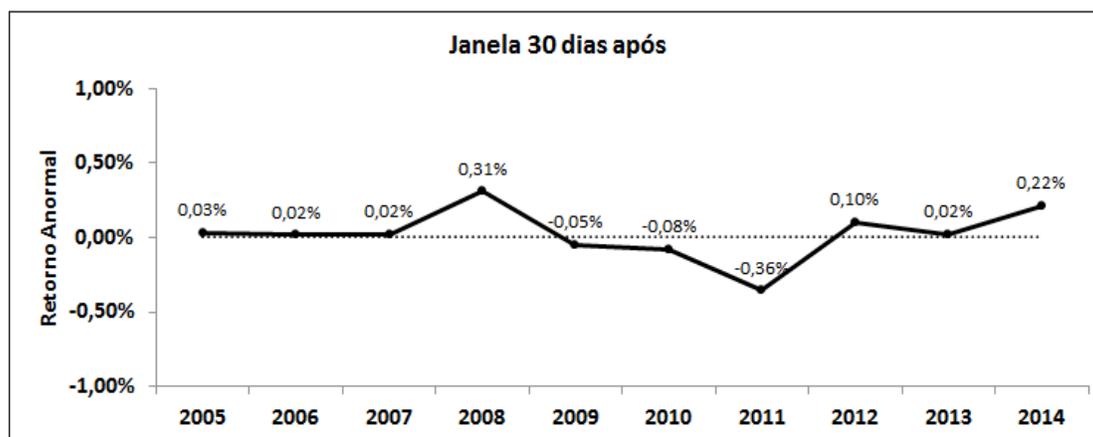
A seguir, apresenta-se a análise referente ao evento “entrada” no ISE.

## 4.1 Entrada no Índice de Sustentabilidade

Nesta subseção são apresentados os resultados obtidos para o Retorno Anormal (RA), considerando o evento “entrada” da empresa no índice de sustentabilidade e uma janela de 30 dias após o evento. Inicialmente, construiu-se o gráfico de linhas que apresenta a evolução do Retorno Anormal médio das empresas durante o período 2005-2014.

Observa-se, a partir do Gráfico 1, que o retorno anormal médio apresenta resultados próximos de zero, indicando que a entrada das empresas no Índice de Sustentabilidade não produz um retorno anormal significativo, com exceção do ano de 2008 quando o retorno anormal foi maior, e o ano de 2011, quando o retorno anormal foi negativo e relativamente baixo em comparação com os outros anos em análise.

Gráfico 1 - Evolução do RA Médio das empresas na entrada



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Para confirmar os indícios de que a entrada no ISE não gerou ganhos anormais, testou-se a hipótese 1, ou seja, se o retorno médio anual é significativamente diferente de 0 (Tabela 1).

Tabela 1 - Avaliação do retorno anormal na entrada no índice

J1 (30 após)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Média RA	0,03%	0,02%	0,02%	0,31%	-0,05%	-0,08%	-0,36%	0,10%	0,02%	0,22%	0,02%
P-valor	0,551	0,483	0,765	0,000	0,239	0,292	0,526	0,307	0,712	0,618	0,673

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Os retornos anormais resultaram significantes apenas para o ano de 2008, mostrando-se, para todo o período restante, muito próximo de zero para que a hipótese nula fosse rejeitada. Além disso, embora o percentual de empresas entrantes no índice que apresentavam retorno anormal positivo fosse maior que 50% durante a maior parte do período analisado, apenas em 2006 o percentual de empresas entrantes no ISE com retorno acima de zero resulta significativamente superior à proporção de 50% (Tabela 2).

Tabela 2 - Avaliação do percentual de empresas com retorno anormal positivo na entrada no índice.

Grupo	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
J1 (30 após)	70,8%	80,0%	33,3%	100,0%	45,5%	50,0%	33,3%	100,0%	66,7%	60,0%	62,3%
P-valor	0,064	0,048	0,455	0,250	0,762	0,798	0,661	0,500	0,548	0,719	0,066

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

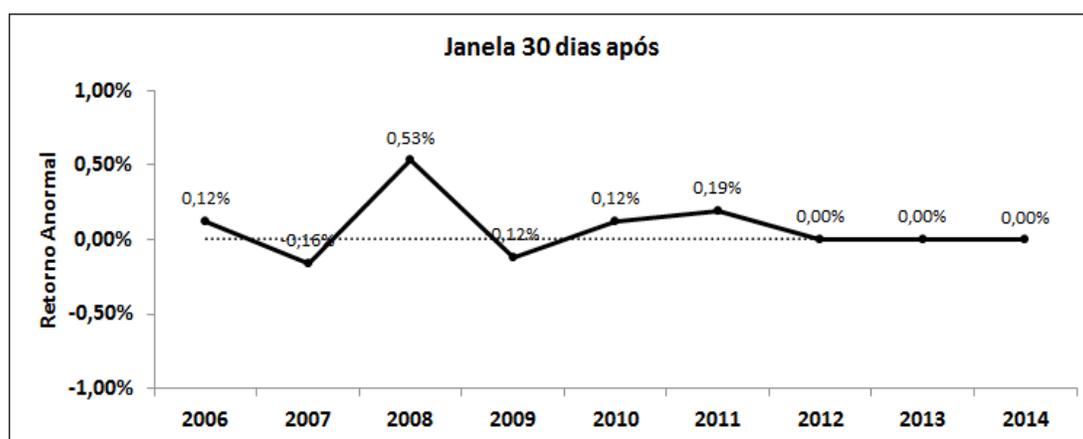
A seguir, apresenta-se a análise referente ao evento “confirmação de participação” no ISE.

## 4.2 Confirmação de Entrada no Índice de Sustentabilidade

Nesta subseção são apresentados os resultados obtidos para o Retorno Anormal (RA), considerando o evento “confirmação de entrada” da empresa no índice de sustentabilidade e uma janela de 30 dias após o evento. Inicialmente, construiu-se o gráfico de linhas que apresenta a evolução do Retorno Anormal médio das empresas durante o período 2006-2014.

Observa-se, a partir do Gráfico 2, que o retorno anormal médio apresenta resultados próximos de zero, indicando que a entrada das empresas no índice de sustentabilidade não produz um retorno anormal significativo, com exceção do ano de 2008 quando o retorno anormal foi maior em comparação com os outros anos em análise.

Gráfico 2 - Evolução do RA Médio das empresas na confirmação de entrada



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Para confirmar os indícios de que a confirmação de entrada no ISE não gerou ganhos anormais na maior parte do período analisado, testou-se a hipótese 2, ou seja, se o retorno médio anual de empresas que foram confirmadas no ISE no ano subsequente à entrada resulta significativamente diferente de 0.

Os retornos anormais resultaram significantes nos anos de 2007 e 2011, mostrando-se, para todo o período restante, muito próximo de zero para que a hipótese nula fosse rejeitada (Tabela 3).

Tabela 3 - Avaliação do retorno anormal na confirmação de entrada no índice.

J1 (30 após)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Média RA	0,12%	-0,16%	0,53%	-0,12%	0,12%	0,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%
P-valor	0,408	0,000	0,160	1,000	0,580	0,029	0,702	0,706	0,745	0,113

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Embora em 2011 o retorno anormal tenha se apresentado significativo e positivo, em 2007 o retorno anormal

mostrou-se significativamente negativo, em desacordo com a intuição de que a participação no índice de sustentabilidade seria uma “boa notícia”.

Além disso, destaca-se que em 2008 o percentual de empresas com retorno acima de zero foi maior que 50% para as empresas que confirmaram entrada no ISE, e que em 2007 o percentual de empresas com percentual de resultados positivos ficou significativamente abaixo de 50%. Na Tabela 4, é descrita a análise para as empresas que permanecem no índice.

Tabela 4 - Avaliação do percentual de empresas com retorno anormal positivo na confirmação de entrada no índice.

Grupo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
<b>J1 (30 após)</b>	42,9%	0,0%	100,0%	0,0%	50,0%	100,0%	50,0%	50,0%	75,0%	52,5%
<b>P-valor</b>	0,641	0,016	0,016	1,000	0,798	0,063	0,798	0,798	0,410	0,739

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

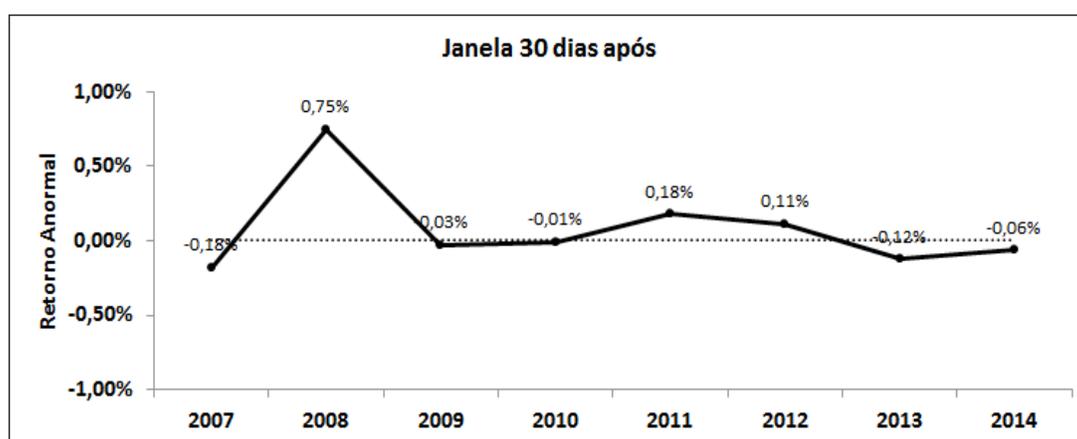
A seguir, apresenta-se a análise referente ao evento “permanência” no ISE.

### 4.3 Permanência no Índice de Sustentabilidade

Nesta subseção são apresentados os resultados obtidos para o Retorno Anormal (RA), considerando o evento “permanência” da empresa no índice de sustentabilidade e uma janela de 30 dias após o evento. Inicialmente, construiu-se o gráfico de linhas que apresenta a evolução do Retorno Anormal médio das empresas durante o período 2007-2014.

Observa-se, a partir do Gráfico 3, que o retorno anormal médio apresenta resultados próximos de zero, indicando que a permanência das empresas no índice de sustentabilidade não produz um retorno anormal significativo, com exceção do ano de 2008 quando o retorno anormal foi maior em comparação com os outros anos em análise.

Gráfico 3 - Evolução do RA Médio das empresas que se mantém no índice



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Para confirmar os indícios sobre o efeito da permanência no ISE durante o período analisado, testou-se a hipótese 3, ou seja, se o retorno médio anual de empresas que permaneceram no ISE resulta significativamente diferente de 0.

Os retornos anormais resultaram significantes e positivos nos anos 2008, 2011 e 2012, e significantes e negativos para os anos 2007, 2013 e 2014, resultados conflitantes que dificultam a análise da natureza dos efeitos da participação no ISE no valor de mercado das empresas (Tabela 5).

Tabela 5 - Avaliação do retorno anormal na permanência no índice.

J1 (30 após)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Média RA	-0,18%	0,75%	-0,03%	-0,01%	0,18%	0,11%	-0,12%	-0,06%	0,05%
P-valor	0,000	0,008	0,228	0,698	0,000	0,003	0,000	0,001	0,066

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Observa-se, também, que os resultados da análise do percentual de empresas que permaneceram no índice e obtiveram retorno positivo foram bastante similares aos resultados da análise do retorno anormal médio. Em suma, o percentual de empresas com retorno acima de zero foi significativamente superior a 50% para as empresas que permaneceram no índice nos anos 2008, 2011 e 2012, e significativamente inferior a 50% nos anos 2007, 2013 e 2014 (Tabela 6).

Tabela 6 - Avaliação do percentual de empresas com retorno anormal positivo na permanência no índice

Grupo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
J1 (30 após)	0,0%	94,7%	32,0%	34,6%	94,1%	70,3%	10,5%	13,2%	43,4%
P-valor	0,000	0,000	0,124	0,205	0,000	0,021	0,000	0,000	0,100

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa

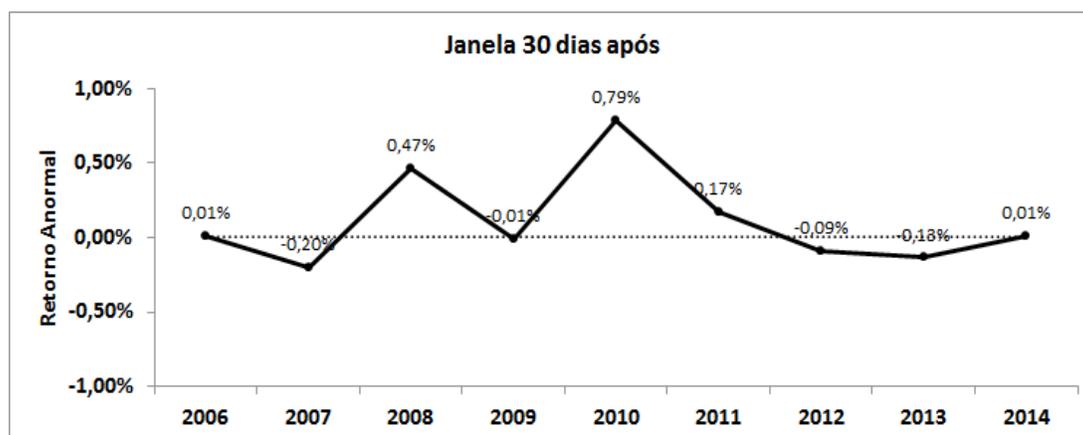
A seguir, apresenta-se a análise referente ao evento “saída” do ISE.

#### 4.4 Saída do Índice de Sustentabilidade

Esta seção apresenta os resultados obtidos para o Retorno Anormal (RA), considerando a saída da empresa no índice de sustentabilidade e a janela de 30 dias após o evento. Inicialmente foi construído o gráfico de linhas que apresenta a evolução do Retorno Anormal médio das empresas, durante os anos de 2006 a 2014.

Observa-se, a partir do Gráfico 4, retorno anormal médio acima de 0 nos anos de 2008 e 2010.

Gráfico 4 - Evolução do RA Médio das empresas na saída do índice



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Para confirmar a suspeita de que a entrada no índice nos anos de 2008 e 2010 gera ganhos significativos foi construída a Tabela 7, que mostra o retorno médio no ano e o p-valor do teste de hipóteses que compara o valor obtido com 0.

Tabela 7 - Avaliação do retorno anormal na saída do índice

<b>J1 (30 após)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Total</b>
<b>Média RA</b>	0,01%	-0,20%	0,47%	-0,01%	0,79%	0,17%	-0,09%	-0,13%	0,01%	0,12%
<b>P-valor</b>	0,594	0,001	0,000	1,000	1,000	0,028	0,211	1,000	0,546	0,046

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

A partir da análise da Tabela 7 é possível perceber que nos anos de 2008 e 2011 a saída no ISE representou ganho significativo para as empresas, no ano de 2007 representou perda significativa e para todos os demais anos o retorno foi nulo, ou muito próximo de zero. Além disto, no geral o retorno foi significativamente maior que 0. Para avaliar se o percentual de empresas que ao entrar no índice apresentam retorno anormal positivo é maior que 50%, construímos a Tabela 8 que mostra o percentual e o p-valor do teste que compara o percentual de casos positivos.

Tabela 8 - Avaliação do percentual de empresas com retorno anormal positivo na saída do índice

<b>Grupo</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Total</b>
<b>J1 (30 após)</b>	66,7%	0,0%	100,0%	0,0%	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%	66,7%	60,7%
<b>P-valor</b>	0,661	0,063	0,031	1,000	1,000	0,031	0,500	1,000	0,661	0,407

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

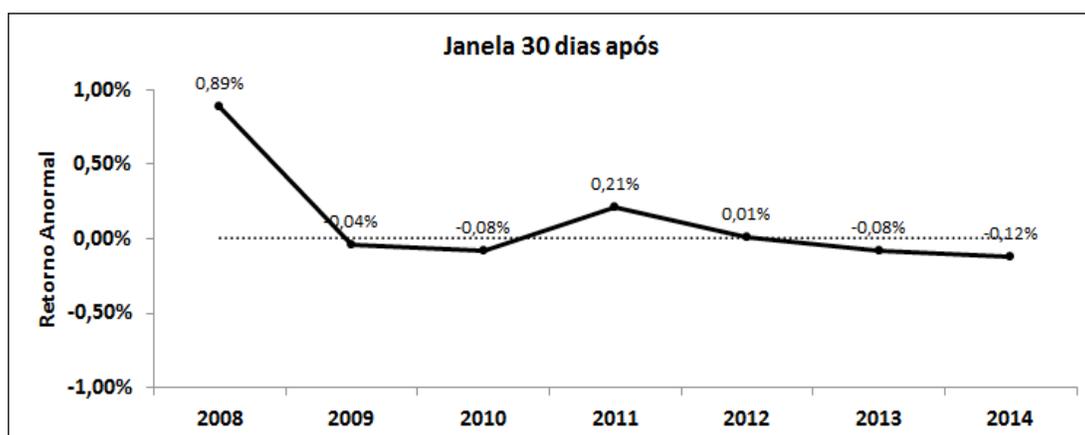
Nota-se que somente em 2008 e 2011 o percentual de empresas com retorno acima de zero foi maior que 50%, para as empresas que saíram do ISE, sendo este resultado significativamente maior que 50%. A seguir, é descrita a análise para as empresas que confirmaram saíram do índice.

#### 4.5 Confirmação de Saída do Índice de Sustentabilidade

Esta subseção apresenta os resultados obtidos para o Retorno Anormal (RA), considerando a confirmação de saída da empresa do índice de sustentabilidade e a janela de 30 dias após o evento. Inicialmente foi construído o gráfico de linhas que apresenta a evolução do Retorno Anormal médio das empresas, durante os anos de 2008 a 2014.

Observa-se, a partir do Gráfico 5 que o retorno anormal médio apresenta resultados próximos ao zero, indicando que a entrada das empresas no índice de sustentabilidade não produz um retorno anormal substancial, com exceção do ano de 2008 e 2011 quando o retorno foi elevado.

Gráfico 5 - Evolução do RA Médio das empresas na confirmação de saída do índice



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Para confirmar a suspeita de que a entrada nos anos citados gera ganhos significativos, testou-se a hipótese 5, ou seja, se o retorno médio anual de empresas que permaneceram no ISE resulta significativamente diferente de 0.

A partir da análise da Tabela 9 é possível perceber que somente nos anos de 2008 e 2011 a confirmação de saída do ISE representou ganho significativo para as empresas.

Tabela 9 - Avaliação do retorno anormal na confirmação de saída do índice.

J1 (30 após)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Média RA	0,89%	-0,04%	-0,08%	0,21%	0,01%	-0,08%	-0,12%	0,05%
P-valor	0,049	0,494	0,149	0,020	0,729	0,184	0,105	0,459

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Para todos os demais anos, o retorno foi nulo, ou muito próximo de zero. Para avaliar se o percentual de empresas que ao entrar no índice apresentam retorno anormal positivo é maior que 50%, construiu-se a Tabela 10, que mostra o percentual e o p-valor do teste que compara o percentual de casos positivos.

Tabela 10 - Avaliação do percentual de empresas com retorno anormal positivo na confirmação de saída do índice

Grupo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
J1 (30 após)	80,0%	28,6%	22,2%	100,0%	50,0%	18,2%	27,3%	41,7%
P-valor	0,196	0,363	0,107	0,016	0,798	0,019	0,191	0,339

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa.

Nota-se que no ano de 2011 o percentual de empresas com retorno acima de zero foi significativamente maior que 50% e no ano de 2013 o percentual de empresas com retorno abaixo de zero foi significativamente menor que 50%, para as empresas que confirmaram saída do ISE.

Em linha com estudos empíricos anteriores, a avaliação conjunta dos resultados relativos aos tipos de eventos investigados no presente trabalho indica uma relação conflituosa entre o engajamento socioambiental empresarial e o valor de mercado das empresas, relação esta que se mostrou estatisticamente insignificante na maior parte do período, e que ao

atingir a referida significância, revezou-se entre positiva e negativa para um mesmo evento.

Tais resultados não permitem concluir pelos efeitos positivos de participação no índice – efeitos estes derivados do melhor relacionamento com o governo, da fidelização dos clientes, do reconhecimento da marca e produtos, da maior disponibilidade de fornecedores em realizar parcerias, da maior motivação, lealdade e desempenho de funcionários (MELO NETO; FROES, 1999; CAMARGOS; BARBOSA, 2006; DIAS; BARROS, 2008; KITARA; SILEIRA, 2008) – indicando que os efeitos negativos percebidos pelos investidores parecem contrabalancear os benefícios potenciais, pelo menos no curto/médio prazo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os Índices de Sustentabilidade foram desenvolvidos com o intuito de mensurar as relações multidimensionais das organizações com a sociedade, meio ambiente e com os provedores de capital para a empresa, contribuindo com o desenvolvimento de estratégias direcionadas a busca de equilíbrio (SANTOS FILHO, 2010). Ao assumir que a participação em índices de sustentabilidade constitui um atributo distintivo dos esforços socioambientais empreendidos por empresas, o presente trabalho teve por objetivo principal avaliar os reflexos de eventos de participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no valor de mercado das empresas.

Para tanto, desenvolveu-se um estudo causal comparativo e quantitativo por meio da técnica de estudos de eventos. Mais especificamente partindo da carteira inicial de empresas ingressantes no ISE em 2005, analisou-se a ocorrência de retornos anormais baseados no valor de mercado das empresas decorrente dos eventos “entrada da empresa no ISE”, “confirmação de entrada”, “permanência no índice”, “saída do ISE” e “confirmação de saída” do índice durante o período 2005-2014.

Com relação aos eventos “entrada” e “confirmação de entrada”, observou-se que tanto os retornos anormais médios quanto os percentuais de empresas com retornos anormais não resultaram significantes para a maior parte do período analisado, ressaltando-se que em uma das poucas ocasiões nas quais encontrou-se significância estatística, o resultado indicou uma relação negativa, em desacordo com a intuição de que a participação no índice de sustentabilidade seria uma “boa notícia”.

Notavelmente, a análise do evento “permanência no ISE” apresentou retornos anormais significantes em um maior número de anos do período analisado, resultado, contudo, conflitante, ao indicar relação positiva e negativa para o referido evento, o que dificulta a análise da natureza da relação entre participação no ISE e valor de mercado das empresas.

À semelhança dos resultados anteriores, observou-se que os retornos anormais médios e percentuais de empresas com retornos anormais relativos aos eventos “saída do ISE” e “confirmação de saída” também não resultaram significantes para a maior parte do período analisado. Destaca-se, porém que os eventuais resultados significantes para estes eventos indicaram uma relação positiva entre a não participação no índice e o valor de mercado das mesmas, resultado este, que por si só, incentiva a análise incremental oportuna.

Em suma, à semelhança de trabalhos empíricos anteriores, os resultados indicam uma relação substancialmente conflitante entre o engajamento socioambiental empresarial, identificado pela participação no índice, e a percepção de investidores do mercado de capitais. Neste contexto, sugere-se o desenvolvimento de trabalhos futuros direcionados a elucidar a natureza desta relação por meio de análise baseada em duas frentes: a credibilidade associada à participação no índice de sustentabilidade, e os benefícios e desvantagens percebidos pelos investidores para o engajamento empresarial em ações socioambientais.

Como limitações da pesquisa, destacam-se a sujeição dos resultados apenas à amostra analisada e a medida singular das janelas dos eventos e de estimação utilizadas, além do fato de que a participação de uma empresa no ISE pode não ser considerado um evento totalmente inesperado para o mercado, dado que um pré-anúncio pode ocorrer antes do ingresso.

## REFERÊNCIAS

BARBIERI, J. C. *et al.* de. Inovação e Sustentabilidade: Novos Modelos e Proposições. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 50, n. 2, p.146-154, abr.-jun. 2010.

BARBOSA, L. N.; LEMME, C. F. A relação entre responsabilidade social corporativa e criação de valor para os investidores: o caso do petróleo brasileiro S.A. (Petrobras). In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 1-15, 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

BEATO, R. S.; SOUZA, M. T. S.; PARISOTTO, I. R. S. Rentabilidade dos Índices de Sustentabilidade Empresarial em bolsas de valores: Um estudo do ISE/Bovespa. *RAI - Revista de Administração e Inovação*, São Paulo, v. 6, n. 3, p. 108-127, set./dez. 2009.

BESSA, E. S.; CARVALHO, M. G. T. Estratégias para compatibilizar desenvolvimento econômico e gestão ambiental numa atividade produtiva local. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, n. 13, edição especial, p. 1-18, 2009.

BM&RBOVESPA. *Bolsa de Valores de São Paulo*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Home/Redirect.asp?end=/Empresas/InformacoesEmpresas/ExecutaAcaoConsultaNivelGovernanca.asp?nivel=nm>>. Acesso em: 22 set. 2015a.

\_\_\_\_\_. *Responsabilidade Socioambiental*. Disponível em: <[http://www.bovespaholding.com.br/site/portal\\_investidores/pt/a\\_bovespa/responsabilidade\\_socioambiental/responsabilidade.aspx](http://www.bovespaholding.com.br/site/portal_investidores/pt/a_bovespa/responsabilidade_socioambiental/responsabilidade.aspx)>. Acesso em: 03 out. 2015b.

BORBA, P. R. Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: Anpad, 2006.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security prince performance. *Journal of Financial Economics*, v. 14, p. 205-258, 1980.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Emissão de ADRs, Retorno Acionário Anormal e o Comportamento das Ações no Mercado Doméstico: Evidências Empíricas. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: Anpad, 2006.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Teoria e evidência da eficiência informacional do Mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CAMPOS, F. M.; LEMME, C. F. Incorporação das questões ambientais e sociais nos investimentos no mercado de capitais: Análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações nacionais baseados no conceito de investimento socialmente responsável. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, 2008.

CARVALHO, A. G.; ROCHMAN, R. R. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., 2003. São Paulo. *Anais...* São Paulo: FGV, 2003.

CAVALCANTE, L. R. M. T.; BRUNI, A. L.; COSTA, F. J. M. Sustentabilidade empresarial e desempenho corporativo: Uma análise do mercado brasileiro de ações. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro, *Anais...* Rio de Janeiro, 2008.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S.; VASCONCELLOS, F. C. Responsabilidade Social Corporativa, Valor e Desempenho da Empresa Brasileira. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 33., 2009, São Paulo, *Anais...* São Paulo, 2009.

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

DIAS, R. *Responsabilidade social: fundamentos e gestão*. São Paulo: Atlas, 2012.

EBNER, D.; BAUMGARTNER, R. J. The relationship between sustainable development and corporate social responsibility. In: CORPORATE RESPONSIBILITY RESEARCH CONFERENCE (CRRC), Dublin, Ireland, 2006. p. 4-5.

GUIMARÃES, R. G. *A presença dos cinco capitais no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)*. 2013. 99 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

HART, S. L.; MILSTEIN, M. B. Criando valor sustentável. *Revista de Administração de Empresas – RAE Executivo*, v. 3, n. 2, p. 65-79, 2004.

KITAHARA, J.; SILVEIRA, J. Existe relação entre os investimentos em responsabilidade social e o desempenho financeiro nas empresas que apresentam lucro? In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2008.

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

LUZ, S. G. *Empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial e seus desempenhos financeiros: uma análise nos mercados brasileiro e norte-americano*. 2015. 106 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) – Faculdades Ibmec, Rio de Janeiro, 2009.

LUZ, S. G.; SILVA, R. N. S.; COELHO, P. S. A influência da divulgação do Índice de Sustentabilidade Empresarial sobre os preços das ações no Brasil e nos Estados Unidos: um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2008.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. Retorno acionário e adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa: um estudo de eventos. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2008.

MATTAR, F. N. *Pesquisa de marketing: metodologia e planejamento*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MELO NETO, F.; FROES, C. *Responsabilidade social & cidadania empresarial: administração do terceiro setor*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

NOSSA, V.; CEZAR, J.; NOSSA, S. A relação entre o retorno anormal e a responsabilidade social e ambiental: Um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 a 2006. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32., 2008. Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2008.

NOSSA, V.; NOSSA, S. O impacto da distribuição de dividendos e da recompra de ações na eficiência das empresas listadas na Bovespa (1995 a 2004). In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 31., 2007. Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

REZENDE, I. A. C., SANTOS, L. S. R. Análise da rentabilidade e performance dos investimentos socialmente responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 32., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: Anpad, 2006.

RICO, E. M. Responsabilidade social empresarial e sustentabilidade (percursos em Portugal). *Revista Administração em Diálogo*, v. 12, n. 1, p. 29-52, 2010.

SANTOS FILHO, O. M. O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o impacto no valor das ações: um estudo de evento São Bernardo do Campo, 2010, 126 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Metodista de São Paulo, São Paulo, 2010.

SCHARF, R. *Manual de negócios sustentáveis*. São Paulo: Amigos da Terra; FGV; GVces, 2004.

SCHNEIDER, S.; SCHIMITT, C. J. O uso do método comparativo nas Ciências Sociais. *Cadernos de Sociologia*, Porto Alegre, v. 9, p. 49-87, 1998.

TENÓRIO, F. G. *Responsabilidade social empresarial: teoria e prática*. 3. ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

VELLANI, C. L.; ALBUQUERQUE, A.; CHAVES, E. Uma tentativa de mensuração da relação entre valor de mercado e sustentabilidade empresarial nas ações listadas no ISE da Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 33., 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Anpad, 2009.

WHEELER, D.; COLBERT, B.; FREEMAN, R. E. Focusing on value: reconciling corporate social responsibility, sustainability and a stakeholder approach in a network world. *Journal of General Management*, v. 28, n. 3, p. 1-29, 2003.

ZAGO, A.; PAULA, G. Sustentabilidade corporativa: o caso 'Dow Jones Sustainability Index'. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2007.