



SUSTENTABILIDADE NAS EMPRESAS: UMA ANÁLISE DA GERAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO PELA ADOÇÃO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE)

Thais Paola Grandi¹
Vanessa Pereira Jasinski²
Cleverson Vitorio Andreoli³

RESUMO

A atenção acerca da gestão ambiental tem crescido em todos os segmentos de mercado. A sociedade passou a demandar maior *accountability* por parte das empresas e, hoje, há legítima preocupação com a responsabilidade social e as condições ambientais. Dentro desse contexto, o presente artigo teve por objetivo analisar o quanto a adoção de práticas sustentáveis impacta na geração de valor de mercado para as empresas. Para isso, foi realizada uma análise comparativa entre o valor de mercado e o preço médio das ações de empresas que compõem a carteira ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) com outras empresas do mesmo setor que não compõem a carteira ISE, mas também estão listadas na bolsa de valores brasileira, a B3. Os resultados mostram que a aplicação estratégica do conceito de sustentabilidade pode resultar em um retorno financeiro às empresas e que isso pode significar uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes, ou mesmo uma forma de se destacar no mercado, visto que a sociedade de uma forma geral está cada vez mais atenta às “empresas sustentáveis”.

Palavras-chave: Índice de Sustentabilidade Empresarial. Triple bottom line. Responsabilidade social. Ibovespa.

SUSTAINABILITY IN BUSINESS: AN ANALYSIS OF THE GENERATION OF ECONOMIC VALUE THROUGH THE ADOPTION OF THE SUSTAINABILITY INDEX BUSINESS (ISE)

ABSTRACT

Attention to environmental management has grown in all market segments. Society has come to demand greater accountability from companies, and today there is legitimate concern about social responsibility and environmental conditions. Within this context, this article aimed to analyze how the adoption of sustainable practices impacts

on the generation of market value for companies. For this, a comparative analysis was carried out between the market value and the average price of the shares of companies that make up the ISE (Corporate Sustainability Index) portfolio with other companies from the same sector which do not make up the ISE portfolio, but are also listed in the Brazilian stock exchange, B3. The results show that the strategic application of the sustainability concept can result in a financial return to companies and that this can mean a competitive advantage over their competitors or even a way to stand out in the market since society, in general, is more aware of 'sustainable companies'.

Keywords: Corporate Sustainability Index. Triple bottom line. Social responsibility. Ibovespa.

1 INTRODUÇÃO

A atenção acerca da gestão ambiental tem crescido em todos os segmentos de mercado. Até poucas décadas atrás as questões socioambientais eram vistas como empecilhos ao progresso. Entretanto, atualmente, não se espera mais apenas lucro das corporações. A sociedade passou a demandar maior *accountability* por parte das empresas e, hoje, há legítima preocupação com a responsabilidade social e as condições ambientais.



A prática social e ambientalmente responsável passou a ser não somente uma exigência das sociedades, mas também um diferencial competitivo para as empresas. Assim, medidas foram desenvolvidas para avaliar as empresas que investem em responsabilidade social e ambiental. Bolsas de valores de diversos países, por exemplo, criaram índices que evidenciam empresas que executam ações socioambientais. O primeiro índice a avaliar o desempenho financeiro de empresas que investem em ações de sustentabilidade foi divulgado em 1999, nos EUA: o Dow Jones *Sustainability Index* (Índice Dow Jones de Sustentabilidade – DJSI). O Brasil, pioneiro na América Latina, lançou o Índice de sustentabilidade Empresarial (ISE) pela então chamada Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa, hoje B3), em 2005.

Dentro desse contexto, o presente artigo tem por objetivo analisar o quanto a adoção de práticas sustentáveis impacta na geração de valor de mercado das empresas.

2 DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL, SUSTENTABILIDADE E O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

De acordo com Rover, Borba e Borgert (2008), os impactos que as empresas causam ao meio ambiente acabam refletindo no mercado em que atuam e na imagem da organização perante a opinião pública. Isto incentivou as empresas a divulgarem voluntariamente as suas ações sociais e ambientais desenvolvidas. A gestão ambiental passou a ser incorporada às práticas de governança corporativa das empresas, e relatórios e procedimentos que aumentam a transparência tornaram-se cada vez mais comuns. Além disso, ações que reduzem o impacto que as atividades empresariais causam ao meio ambiente tornaram-se cada vez mais relevantes perante os olhos de seus clientes.

Os investidores também começaram a buscar empresas que, além de rentáveis, são ambientalmente e socialmente responsáveis para aplicar seus recursos, uma vez que consideram que uma empresa sustentável pode gerar um valor maior no longo prazo, por ser mais preparada para enfrentar riscos econômicos e socioambientais (VITAL, CAVALCANTI, 2009). Este novo perfil de investidor desafia as empresas a conciliarem interesses sociais e dos acionistas, a partir da tomada de decisões buscando a preservação do meio ambiente e ao mesmo tempo a satisfatória rentabilidade dos investimentos.

Assim sendo, é preciso que as corporações sejam capazes de organizar e informar suas ações aos seus *stakeholders* de forma clara. A apresentação dessas informações precisa ser feita de maneira padronizada, para que seja possível comparar os resultados apresentados por diferentes empresas, e também as públicas para que as boas práticas sejam cada vez mais disseminadas.

2.1 DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL

Um dos conceitos que trazem uma reflexão sobre os contrapontos necessários ao modelo de desenvolvimento que gera um cenário desfavorável é o conceito de ecodesenvolvimento. Este termo nasceu em meados dos anos 1970 do século passado, após a primeira Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente, em Estocolmo, em meio à polêmica gerada entre aqueles que defendiam o desenvolvimento a qualquer preço, mesmo pondo em risco a própria natureza, contra os partidários das questões ambientais que pediam a estagnação do crescimento. O

termo foi proposto por Maurice Strong e abrange a busca por um desenvolvimento baseado na eficiência econômica, na justiça social e na prudência ecológica.

Após o surgimento da ideia de ecodesenvolvimento, outro termo foi criado: em 1983, por meio da Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (CMMAD), surgiu o conceito de desenvolvimento sustentável. Esta Comissão foi estabelecida pelo secretário-geral das Nações Unidas para avaliar os processos de degradação ambiental e a eficácia das políticas ambientais para enfrentá-los. Depois de anos de estudos, deliberações e audiências públicas, a Comissão publicou suas conclusões num documento intitulado “Nosso Futuro Comum”, também conhecido como Relatório Brundtland (1991). Neste relatório começou-se a configurar uma estratégia política para a sustentabilidade do processo de globalização como condição para a sobrevivência humana, através do esforço compartilhado de todas as nações (LEFF, 2008).

O trabalho dessa comissão conceituou desenvolvimento sustentável como sendo o desenvolvimento que “atenda às necessidades do presente sem comprometer a capacidade de as gerações futuras atenderem também às suas” (CMMAD, 1991, p. 09). O mesmo relatório retrata ainda que este conceito é limitado pelo estágio atual da tecnologia e da organização social e pela capacidade da biosfera de absorver os efeitos da atividade humana.



2.2 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE)

Inicialmente apresentado em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial é uma ferramenta para análise comparativa de performance baseada na eficiência econômica, no equilíbrio ambiental, na justiça social e na governança corporativa das empresas listadas na bolsa de valores brasileira, a B3 (ISE, 2019). Adota-se o conceito do *triple bottom line* que avalia, de forma integrada, dimensões econômico-financeiras, sociais e ambientais, acrescidas de critérios e indicadores de governança corporativa, com o intuito de estimular a responsabilidade ética corporativa.

Para que uma empresa seja elegível no processo de seleção do ISE, ela precisa ser convidada. Todo ano, são convidadas a participar as emissoras das 200 ações mais líquidas na B3, ou seja, com maior facilidade desses ativos serem convertidos em dinheiro sem perda significativa do seu valor.

As empresas candidatas preenchem um questionário estruturado em dimensões, critérios e indicadores. Os índices passam por revisão anualmente, com o objetivo de avaliar adequadamente o desempenho das empresas. Segundo Marcondes e Bacarji (2010), a atualização do questionário é um dos requisitos mais importantes para a renovação da carteira do Índice, *"afinal, a sustentabilidade empresarial não é um 'estado da arte' que a organização atinge em um determinado momento e nele permanece indefinidamente, mas um processo contínuo, que exige sempre ajustes e adequações (...)"*.

Assim como os índices, a carteira, que é formada por até 40 empresas selecionadas, também é revista anualmente, fazendo com que as empresas acabem competindo entre si para ocupar o posto a cada novo ano. Tal disputa se justifica pelo fato de possibilitar a identificação das empresas que se destacam por seu alinhamento estratégico com a sustentabilidade.

2.3 TEORIAS PARA A AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE VALOR DA EMPRESA

Atualmente, desenvolve-se um novo modelo de gestão que busca atender: a clientes, que a cada dia exigem produtos e serviços com mais qualidade; a necessidade de manter a competitividade da empresa em um mercado global agressivo; aos funcionários, conscientes da sua importância para a organização; e a comunidade em geral, que tem exigido instituições socialmente responsáveis.

Um dos desafios da profissionalização da gestão das empresas é produzir informações úteis, claras e relevantes para o apoio à decisão dos *stakeholders*. A técnica de análise das demonstrações contábeis é uma forma de avaliar o desempenho econômico-financeiro, com o propósito de apresentar aos gestores das organizações informações que auxiliem no processo de tomada de decisão. Lima (2003, p.106) salienta que "a ciência contábil tradicional se utiliza, em geral, de métodos de avaliação com um único indicador, uma medida quantitativa de eficiência econômica". Ainda segundo o autor, tais modelos já não são suficientes para avaliar o desempenho das organizações, uma vez que a complexidade destas é muito maior do que aquela existente algumas décadas atrás. Logo, com o aumento da complexidade das informações e exigências dos *stakeholders*, indicadores monocritério não são mais recomendados para análise.

Em consonância com as afirmações desses teóricos, e buscando oferecer uma forma de minimizar os efeitos de uma abordagem monocritério, este trabalho faz uso

das referências de valor de mercado e variação de preços de ações para avaliar o desempenho empresarial. O valor de uma empresa é movido por sua capacidade de geração de fluxo de caixa em longo prazo. Esta realidade é, portanto, a capacidade de criação de valor, movido pelo crescimento em longo prazo e pelo retorno obtido pela empresa, quanto ao capital investido em relação ao custo do seu capital (MCKINSEY, 2002). Para descrever valor da empresa no mercado financeiro, foram utilizadas as ideias de Cunha (2006), assim como de Matucheski e Almeida (2006), que defendem que o valor que os investidores do mercado acionário estão dispostos a pagar por empresas negociadas nas bolsas de valores é obtido pela multiplicação do valor unitário de suas ações pela quantidade total de ações que compõem o capital social destas.

No Brasil, o índice Ibovespa é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3, e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro. Foi criado em 1968 e, desde então, tem se consolidado como uma referência para investidores ao redor do mundo (adaptado do *site* da B3, 2019).

3 METODOLOGIA



Este estudo utilizou a metodologia do trabalho desenvolvido por Cooper, Dimitrov e Rau (2001). Os autores compararam retornos de ações das empresas com um índice de mercado e, adicionalmente, com um grupo de empresas pares, chamadas de grupo de controle. De forma similar, o método de estudo de evento usado nesta pesquisa compara o preço médio das ações e o valor de mercado empresarial das empresas que compõem a carteira do ISE com os mesmos dados de empresas de um grupo de controle. O grupo de controle é composto por ações negociadas na B3, pertencentes aos mesmos setores econômicos de atuação e segmento das empresas que compõem a carteira anunciada do ISE. A estrutura de classificação setorial da B3 permite uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva, ou com produtos/serviços relacionados e que, assim sendo, tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas (DIAS E BARROS, 2008).

Na análise, selecionaram-se empresas para o grupo de controle que preferencialmente estavam no mesmo nível de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional) que as empresas selecionadas no ISE. Não

foram consideradas *Brazilian Depositary Receipts* – BDRs, (certificados de depósito emitidos e negociados no Brasil, com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias estrangeiras) e Bovespa Mais, pois as empresas selecionadas do ISE não compõem estes mercados.

A análise é realizada por janela de evento. Neste estudo foi considerado como período de evento o prazo de cinco anos, no qual são avaliadas as carteiras do ISE de 2015 a 2019. Barbosa e Camargo (2003, p.3) afirmam que o período e a janela de eventos envolvem certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador, dependem do evento estudado e dos objetivos que se almejam com o uso da metodologia.

É importante ressaltar que para a definição da carteira do ISE do ano seguinte, é avaliado o contexto da empresa no ano anterior. As empresas que compõem a carteira de 2019 o fazem devido ao seu desempenho no processo seletivo e com base em informações referentes a 2018. Por exemplo, a carteira vigente de janeiro de 2019 a janeiro de 2020 foi divulgada em novembro de 2018, tendo sua análise e seleção realizada neste ano. Logo, para correlacionar o valor de mercado das empresas do ISE serão levados em considerações os balanços de 2014 a 2018 (carteiras divulgadas de 2015 a 2019). As empresas do grupo de controle terão o horizonte de análise com base nos balanços de 2014 a 2018, igualmente.

Para a análise do preço das ações foram utilizados os dados disponíveis da *Advanced Financial Network* (ADVFN), sendo que estavam disponíveis apenas dados dos anos de 2014, 2016 e 2018. Entretanto, a não observância dos anos de 2015 e 2017 não influencia na análise, uma vez que será avaliada a tendência de crescimento utilizando-se o ano de 2014 como inicial e o de 2018 como final. Foram coletados os valores médios de preços das ações de empresas do grupo do ISE e do grupo de controle (não-ISE) e, então, foi realizada uma comparação entre os resultados obtidos para os dois grupos.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Para a realização deste artigo foi analisado o período de 2015 a 2018 e, neste intervalo, a quantidade de empresas que compuseram a carteira do ISE variou de um ano para outro. Foram 40 em 2015, 35 em 2016, 34 em 2017, 30 em 2018 e 29 em 2019. A relação das empresas pode ser visualizada na Tabela 1.

Tabela 1 - Carteiras do ISE nos últimos 5 anos

CARTEIRAS DO ISE NOS ÚLTIMOS 5 ANOS					
	2015	2016	2017	2018	2019
1	AES Tietê	AES Tietê	AES Tietê	AES Tietê	AES Tietê
2	B2W	B2W	B2W	B2W	B2W
3	Banco do Brasil	Banco do Brasil	Banco do Brasil	Banco do Brasil	Banco do Brasil
4	BicBanco	Bradesco	Bradesco	Bradesco	Bradesco
5	Bradesco	Braskem	Braskem	Braskem	Braskem
6	Braskem	BRF	BRF	CCR	CCR
7	BRF	CCR	CCR	Celesc	Cemig
8	CCR	Cemig	Celesc	Cemig	Cielo
9	Cemig	Cesp	Cemig	Cielo	Copel
10	Cielo	Cielo	Cielo	Copel	Duratex
11	Coelce	Copel	Copel	CPFL	Ecorodovias
12	Copel	CPFL	CPFL	Duratex	EDP
13	CPFL	Duratex	Duratex	Ecorodovias	Eletrobras
14	Duratex	Ecorodovias	Ecorodovias	EDP	Eletropaulo
15	Ecorodovias	EDP	EDP	Eletropaulo	Engie
16	EDP	Eletrobras	Eletrobras	Engie	Fibria
17	Eletrobras	Eletropaulo	Eletropaulo	Fibria	Fleury
18	Eletropaulo	Embraer	Embraer	Fleury	Itaú Unibanco
19	Embraer	Even	Engie*	Itaú Unibanco	Itaúsa
20	Even	Fibria	Fibria	Itaúsa	Klabin
21	Fibria	Fleury	Fleury	Klabin	Light
22	Fleury	Itaúsa	Itaúsa	Light	Lojas Americanas
23	Gerdau	Itaú Unibanco	Itaú Unibanco	Lojas Americanas	Lojas Renner
24	Gerdau MET	Klabin	Klabin	Lojas Renner	MRV
25	Itaúsa	Lojas Americanas	Lojas Americanas	MRV	Natura
26	Itaú Unibanco	Light	Lojas Renner	Natura	Santander
27	JSL	Natura	Light	Santander	Telefônica
28	Klabin	Oi	MRV	Telefônica	Tim
29	Light	Lojas Renner	Natura	Tim	Vale
30	Lojas Americanas	Santander	Santander	Weg	Weg
31	Lojas Renner	SulAmerica	SulAmerica	-	-

CARTEIRAS DO ISE NOS ÚLTIMOS 5 ANOS					
	2015	2016	2017	2018	2019
32	Natura	Telefônica	Telefônica	-	-
33	Sabesp	Tim	Tim	-	-
34	Santander	Tractebel*	Weg	-	-
35	SulAmerica	Weg	-	-	-
36	Telefônica	-	-	-	-
37	Tim	-	-	-	-
38	Tractebel	-	-	-	-
39	Vale	-	-	-	-
40	Weg	-	-	-	-

*Tractebel alterou razão social para Engie em 21/07/2016.

Fonte: ISE (2015 a 2019).

As empresas listadas na B3 estão divididas em treze setores: Bens industriais, Construção e transporte, Consumo cíclico, Consumo não cíclico, Financeiro, Materiais básicos, Outros, Petróleo, gás e biocombustíveis, Saúde, Tecnologia da informação, Telecomunicações e Utilidade pública.

Com base na Tabela 1, pode-se observar que algumas empresas foram selecionadas em todos os anos do período definido como escopo da análise deste trabalho.

As 27 empresas em comum nas carteiras de 2015 a 2019 pertencem a oito segmentos: Bens industriais (CCR, Ecorodovias e Weg), Consumo cíclico (B2W, Lojas Americanas e Lojas Renner), Consumo não cíclico (Natura), Financeiro (Banco do Brasil, Bradesco, Cielo, Itaú Unibanco, Itaúsa e Santander), Materiais básicos (Braskem, Duratex, Fibria e Klabin), Saúde (Fleury), Telecomunicações (Telefônica e Tim) e Utilidade pública (AES Tietê, Cemig, Copel, EDP, Eletropaulo, Engie e Light).

Percebe-se que há uma parcela significativa de empresas do setor Financeiro (22%) e do segmento Energia elétrica (26%) em relação ao todo. Juntas, essas empresas somam 48%, quase metade, da carteira do ISE.

Na Tabela 2 são destacadas essas empresas, bem como o setor econômico, o subsetor e o segmento ao qual pertencem:

Tabela 2 - Empresas do ISE escolhidas para comparação e análise

Empresa	Setor econômico	Subsetor	Segmento
AES Tietê	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
B2W	Consumo cíclico	Comércio	Produtos diversos
Banco do Brasil	Financeiro	Intermediários financeiros	Bancos
Bradesco	Financeiro	Intermediários financeiros	Bancos
Braskem	Materiais básicos	Químicos	Petroquímicos
CCR	Bens industriais	Transporte	Exploração de rodovias
Cemig	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
Cielo	Financeiro	Serviços financeiros diversos	Serviços financeiros diversos
Copel	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
Duralex	Materiais básicos	Madeira e papel	Madeira
Ecorodovias	Bens industriais	Transporte	Exploração de rodovias
EDP	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
Eletropaulo	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
Engie	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
Fibra*	Materiais básicos	Madeira e papel	Papel e celulose
Fleury	Saúde	Serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos	Serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos
Itaú Unibanco	Financeiro	Intermediários financeiros	Bancos
Itaúsa	Financeiro	Intermediários financeiros	Bancos
Klabin	Materiais básicos	Madeira e papel	Papel e celulose
Light	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica
Lojas Americanas	Consumo cíclico	Comércio	Produtos diversos
Lojas Renner	Consumo cíclico	Comércio	Tecidos, vestuário e calçados
Natura	Consumo não cíclico	Produtos de uso pessoal e de limpeza	Produtos de uso pessoal
Santander	Financeiro	Intermediários financeiros	Bancos
Telefônica	Telecomunicações	Telecomunicações	Telecomunicações
Tim	Telecomunicações	Telecomunicações	Telecomunicações
Weg	Bens industriais	Máquinas e equipamentos	Motores, compressores e outros

*Houve uma fusão da Fibria com a Suzano Papel e Celulose no início de 2019 e, por isso, a Fibria não aparece mais na relação de empresas listadas da B3.

Fonte: ISE (2015 a 2019).

Há uma pequena representação do setor de Saúde por meio da empresa Fleury, bem como do setor de Consumo não cíclico pela empresa Natura, e outros cinco setores econômicos ainda sem representação na carteira: Construção e transporte, Outros, Petróleo, gás e biocombustíveis e Tecnologia da informação.

Para a comparação, foi escolhida uma empresa para representar cada setor econômico, dentro dos setores que apareceram nas carteiras do ISE dos últimos cinco anos: CCR representando o setor econômico Bens industriais, Lojas Renner para Consumo cíclico, Natura para Consumo não cíclico, Banco do Brasil no setor Financeiro, Klabin para Materiais básicos, Fleury representando o setor Saúde, Telefônica em Telecomunicações e Copel no setor Utilidade pública.

Os valores médios de mercado e de preço de ações das empresas ISE selecionadas para análise são apresentados na Tabela 3, em reais para o preço das ações e em bilhões de reais para os valores de mercado:

Tabela 3 - Valores médios de mercado e de preço de ações de empresas ISE por ano, em bilhões de reais e em reais (R\$), respectivamente

Empresa	2014		2015*	2016		2017*	2018	
	Valor	Preço	Valor	Valor	Preço	Valor	Valor	Preço
Banco do Brasil	62.820	29,45	66.885	70.469	33,42	74.820	79.246	39,17
Copel	12.214	29,41	12.840	13.419	28,11	14014	14.690	28,55
Fleury	1.522	22,64	1.651	1.631	24,33	1.631	1.644	22,85
Klabin	5.564	5,08	5.636	6.064	5,24	6.427	6.607	5,37
Lojas Renner	1.366	27,25	1.624	1.920	31,00	2.303	2.796	36,46
Natura	1.216	31,71	1.170	1.120	32,55	1.185	1.471	37,65
Telefônica	44.310	39,14	67.118	683.19	39,82	68.657	70.412	40,68
CCR	3.356	14,54	3.479	3.609	14,22	4.570	5.522	11,50

*Conforme apresentado na metodologia, para análise do preço das ações foram utilizados os valores médios de preços das ações dos anos de 2014, 2016 e 2018.

Fonte: ADVFN.

As empresas listadas na B3 estão divididas em treze setores, contudo, para compor a análise deste artigo foram utilizados apenas oito setores, tendo em vista que o critério de seleção da amostra delimita que seriam selecionadas apenas empresas que estivessem compondo o índice por cinco anos seguidos ou os mais. Em vista disso, os setores econômicos avaliados foram: Bens industriais, Consumo cíclico,

Consumo não cíclico, Financeiro, Materiais básicos, Saúde, Telecomunicações e Utilidade pública. As empresas selecionadas nestes setores para compor o grupo de controle foram: Triunfo Participações, Arezzo, Banrisul, Klabin, Odontoprev, Oi e CESP, respectivamente. Estas empresas foram selecionadas considerando-se que, para ser empresa elegível, deveria compor a B3. Utilizou-se a distribuição setorial da B3 para fazer a seleção e foram identificadas empresas de mesmo setor econômico, subsetor e segmento. Além disso, preferiu-se utilizar empresas classificadas no mesmo nível de governança. As empresas não-ISE escolhidas para comparação e análise, bem como o setor econômico, o subsetor e o segmento ao qual pertencem, são apresentadas na Tabela 4:

Tabela 4 - Empresas não-ISE escolhidas para comparação e análise

Empresa	Setor econômico	Subsetor	Segmento
Triunfo Participações	Bens industriais	Transporte	Exploração de rodovias
Bombril	Consumo cíclico	Produtos de uso pessoal e limpeza	Produtos de limpeza
Arezzo	Consumo não cíclico	Comércio	Tecidos, vestuário e calçados
Banrisul	Financeiro	Intermediário financeiro	Bancos
Suzano	Materiais básicos	Madeira e papel	Papel e celulose
Odontoprev	Saúde	Serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos	Serviços médicos, hospitalares, análises e diagnósticos
Oi	Telecomunicações	Telecomunicações	Telecomunicações
CESP	Utilidade pública	Energia elétrica	Energia elétrica

Fonte: Autoras.

Os valores médios de mercado e de preço de ações das empresas não-ISE selecionadas para análise são apresentados na Tabela 5, em reais para o preço das ações e em bilhões de reais para os valores de mercado:

Tabela 5 - Valores médios de mercado e de preço de ações de empresas não-ISE, em bilhões de reais e em reais, respectivamente

Empresa	2014		2015*	2016		2017*	2018	
	Valor	Preço	Valor	Valor	Preço	Valor	Valor	Preço
Triunfo Participações	1.578	3,27	1.572	1.495	3,07	1.367	1.201	1,77
Bombril	-60	3,33	-246	-273	3,50	-146	-241	3,04
Arezzo	576	38,66	617	669	43,18	664	711	47,56
Banrisul	4.793	18,72	5.263	5.671	18,90	6.099	6.524	19,53
Suzano	10.315	38,62	9.192	10,143	38,62	11.621	12.012	43,63
Odontoprev	644	12,05	653	697	13,64	926	1.031	14,33
Oi	17.802	1,77	19.028	1.171	2,14	-13.805	22.652	4,18
CESP	9.683	17,89	9.078	8.522	15,97	7.969	7.526	18,92

*Conforme apresentado na metodologia, para análise do preço das ações foram utilizados os valores médios de preços das ações dos anos de 2014, 2016 e 2018.

Fonte: ADVFN.

A partir da seleção das empresas e coleta de dados de valor de mercado e preço médio das ações, apresentamos na Tabela 6 os resultados referentes ao período analisado:



Tabela 6 - Resultados obtidos

CARTEIRA NÃO ISE				CARTEIRA ISE			
Empresa	Valor	Preço	Resultado	Empresa	Valor	Preço	Resultado
Triunfo Participações	0,76	0,54	Melhor	CCR	1,65	0,79	Melhor
Bombril	-4,02	0,91	Melhor	Natura	1,21	1,19	Melhor
Arezzo	1,23	1,23	Melhor	Lojas Renner	2,05	1,34	Melhor
Banrisul	1,36	1,04	Pior	Banco do Brasil	1,26	1,33	Melhor
Suzano	1,16	1,13	Melhor	Klabin	1,19	1,06	Pior
Odontoprev	1,60	1,19	Pior	Fleury	1,08	1,01	Pior
Oi	1,27	2,36	Melhor	Telefônica	1,59	1,04	Pior
CESP	0,8	1,06	Melhor	Copel	1,20	0,97	Pior

Fonte: Autoras.

Pode-se observar que a Triunfo participações teve queda de valor de mercado de 24% e redução do preço das ações em 46%. No mesmo período, a CCR, que também atua no segmento de bens industriais, incrementou seu valor de mercado em

65%, apesar de apresentar queda de 21% no preço de suas ações. Este dado reflete a expectativa de que as empresas que compõem o ISE seriam menos afetadas em momentos de turbulência nos mercados financeiros ou no seu setor de atuação, por serem empresas mais sólidas. Verifica-se que há uma redução no preço da ação, mas esta redução é substancialmente menor que a de sua concorrente.

No caso da Natura, evidencia-se o crescimento no preço das ações e também no seu valor de mercado, fato que pode ser originário do aumento da confiança do investidor e de políticas transparentes de divulgação de informações.

Para as empresas do setor econômico de consumo não cíclico, evidenciou-se que ambas apresentaram incrementos no preço das ações e no valor de mercado. Contudo, a ação da empresa que compõe a carteira do ISE (Lojas Renner), teve um desempenho superior à ação da empresa que não compõe o índice (Arezzo). Reforça-se a percepção de que, no longo prazo, as ações deste índice poderiam remunerar seus investidores mais satisfatoriamente.

No caso do setor financeiro, temos o Banrisul com expansão de valor de mercado superior ao Banco do Brasil. Entende-se que este é um fato pontual, resultado da estratégia de gestão desta empresa. A partir do balanço de 2018 da empresa, evidenciou-se que o Banrisul apresentou lucro de R\$ 1,1 bilhão em 2018, alta de 20,3% em relação a 2017, expandiu sua carteira de crédito em 8,6% e aumentou suas receitas de tarifas e serviços. Além disso, houve um aumento da margem financeira de R\$ 5,2 milhões para R\$ 5,7 milhões, resultado de redução de despesas de 17%. Logo, neste caso, a expansão da lucratividade contribuiu para aumento do patrimônio líquido, resultando em maior valor de mercado.

A Klabin, a Telefônica e a Copel apresentaram resultados positivos quanto ao aumento do valor de mercado, entretanto, tiveram pior desempenho em relação ao preço de suas ações. A Copel, inclusive, teve queda no valor da sua ação neste período.

A Fleury foi a única empresa que apresentou pior desempenho em relação a valor de mercado e preço de ações, conjuntamente, quando comparada à Odontoprev. Ressalta-se, todavia, que esta empresa apresentou situação estável, sendo que seu valor de mercado obteve um incremento de 8%, enquanto suas ações tiveram aumento de 1%.

A partir da análise, verifica-se que todas as empresas que compõem o índice e foram objeto deste estudo apresentaram expansão do seu valor de mercado. Na

amostra de oito empresas, seis delas (75%) tiveram ampliação do seu valor de mercado superior ao de sua concorrente. Este fato confirma a hipótese de que isso pode ser associado ao ISE, uma vez que a adoção de políticas socioambientais pode ter intensificado o aumento dos lucros por meio da redução de desperdícios, da expansão das vendas e da valorização da imagem da empresa.

Na literatura internacional, Alonso-Almeida et al. (2012) mostraram que empresas mexicanas demonstraram uma relação ampla e positiva entre responsabilidade social e performance financeira, avaliado pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre o ativo (ROA), lucro por ação e preço sobre valor contábil (P/VL). Ainda, DiSegni et al. (2013) avaliaram estatisticamente a relação entre as características contribuição ambiental e desempenho financeiro, comparando o desempenho financeiro de todas as empresas americanas que compõem o Índice Dow Jones de Sustentabilidade (DJSI). Foi evidenciado que a alocação de recursos de empresas que estão no DJSI resulta em uma estratégia de aumento de valor e em melhores resultados financeiros. Yu e Zhao (2014) também examinaram se o mercado de capitais recompensa empresas com boas práticas de sustentabilidade em um cenário internacional utilizando o Índice Dow Jones de Sustentabilidade, como uma medida integrada do desempenho da sustentabilidade da empresa e por um período de 13 anos, entre 1999 e 2011. Neste estudo, também foi encontrada uma relação positiva entre desempenho de sustentabilidade e valor da empresa. Pode-se concluir, portanto, que os achados para o caso do ISE no Brasil também foram constatados em outros países, como no México e nos Estados Unidos, e para outros índices de sustentabilidade empresarial.

Nesta pesquisa, entretanto, a análise dos preços de ações mostrou que 50% teve incremento superior a seus pares, mas outros 50%, não. Logo, não foi possível verificar o resultado em relação ao preço das ações. Verificou-se que, das oito empresas analisadas, seis apresentaram incremento no preço das ações, contudo, três apresentaram incremento inferior à sua concorrente. Para complementar esta análise e verificar se foi um fato pontual, verificou-se o resultado das ações do ISE nos últimos anos, comparando-o com ações da B3.

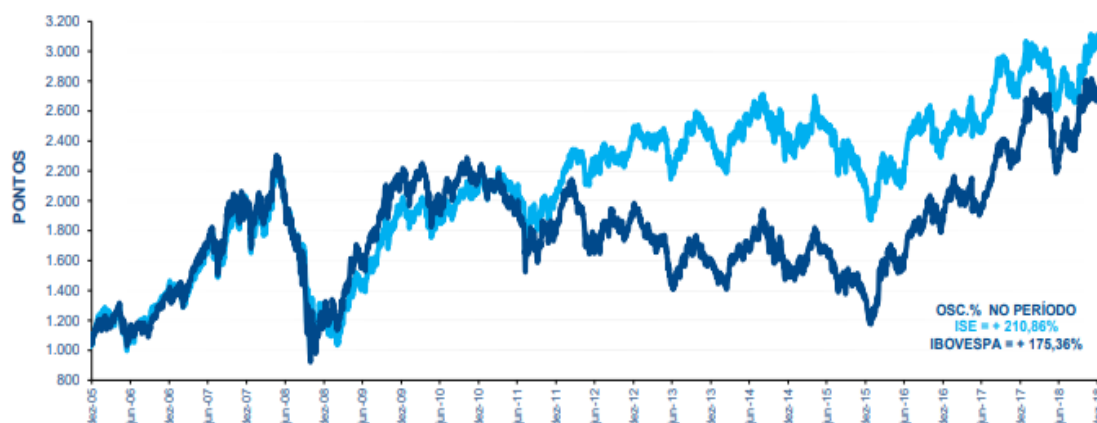
4.1 RENTABILIDADE DO ISE COMPARADA AO IBOVESPA

A expectativa era a de que a rentabilidade da carteira do ISE superaria o Ibovespa, por conter empresas mais sólidas, comprometidas com a responsabilidade

social e dispostas a divulgar informações, ampliando a confiança dos investidores e resultando em melhores retornos financeiros no longo prazo. Esta expectativa foi confirmada, conforme os resultados apresentados na

Figura 1.

Figura 1 - Rentabilidade ISE x IBOVESPA dez/05 a dez/18



Fonte: B3 (2019).



Considerando o gráfico em questão, verifica-se que de dezembro de 2005 a dezembro de 2018 houve uma rentabilidade do ISE de 210,86%, enquanto a Ibovespa foi de 175,36%, sendo possível verificar o descolamento das rentabilidades mais evidentemente a partir de 2012. Ou seja, ações de empresas que estão atentas à responsabilidade social apresentaram melhor performance, seja por expectativa dos investidores, seja pelo seu aumento de valor de mercado. Esta descoberta vai ao encontro à de Bento e Pereira (2016), que destacaram a grande superioridade das empresas que compõem a carteira do ISE quando comparadas às demais empresas que operam na B3, mostrando, assim, uma oportunidade de escolha adequada aos propósitos dos investidores que procuram menor volatilidade em seus investimentos.

Na Europa, o Fórum Europeu de Investimento Sustentável (EUROSIF, 2014) revelou que as estratégias de investimentos socialmente responsáveis registraram altas taxas de crescimento quando comparadas ao crescimento do mercado de investimento europeu.

Ziegler e Schröder (2009) mostraram um crescimento de 1200% nos ativos de SRI, uma estratégia de investimento caracterizada pela prática de escolha de ações voltadas a responsabilidade social e ambiental que ocorreu entre 1995 e 2005 nos EUA, os quais passaram a representar aproximadamente 10% do total de ativos de

gestão dos EUA e mais de 10% dos fundos europeus. Os estudos atestam a tendência de aumento de empresas voltadas à sustentabilidade no mundo, destacando casos no qual esta estratégia resulta em retornos atrativos aos investidores, assim como os evidenciados no Brasil.

5 CONCLUSÕES

Neste estudo, foi realizada uma análise do quanto a adoção do ISE resulta em ganhos financeiros para uma empresa por meio da comparação do valor de mercado e do preço das ações de empresas que compõem a carteira do ISE com o valor de mercado e preço das ações das empresas listadas na B3 (grupo de controle).

Embora a análise do preço das ações não tenha apresentado os resultados esperados, a partir da observação do valor de mercado foi possível concluir que a aplicação estratégica do conceito de sustentabilidade pode resultar em um retorno financeiro às empresas. Corroborou-se que as oito empresas ISE analisadas apresentaram expansão do seu valor de mercado, resultando em uma performance superior à das empresas que compõem o índice Ibovespa.

Este retorno pode ocorrer não apenas por meio do aumento das vendas, mas devido à redução de desperdícios, que impacta na lucratividade, ou mesmo devido à expectativa dos investidores sobre empresas socioambientalmente responsáveis.

Outro ponto importante descoberto durante a realização deste trabalho foi que atualmente (e nos últimos cinco anos) não consta nenhuma empresa dos setores econômicos Construção e transporte, Outros, Petróleo, gás e biocombustíveis e Tecnologia da informação na carteira do ISE. Analisando a lista de empresas elegíveis (Seleção ISE 2018/2019), pôde-se observar que algumas delas foram convidadas, por exemplo a Positivo Tecnologia S.A. e a TOTVS S.A., do setor Tecnologia da informação, e a Ultrapar Participações S.A, do setor Petróleo, gás e biocombustíveis (ou seja, eram emissoras das 200 ações mais líquidas na B3). É provável que isso se tornasse um grande diferencial para as empresas pertencentes a esses setores, caso passassem a integrar a carteira do ISE.

Sob o ponto de vista empresarial, conclui-se que gastar menos pode ser tão ou mais importante quanto ganhar mais, uma vez que significa aumentar a produtividade dos seus recursos (fazer mais ou com menos, ou com o mesmo). Isto pode significar uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes, ou mesmo uma forma

de se destacar no mercado, visto que a sociedade em geral está cada vez mais atenta às empresas sustentáveis.

REFERÊNCIAS

ADVFN. Bovespa ações, 2019. Disponível em: <<https://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/>>. Acesso em: 23 abril 2019.

ALONSO-ALMEIDA, M. D. M.; RODRÍGUEZ-ANTÓN, J. M.; RUBIO-ANDRADA, L. Reasons for implementing certified quality systems and impact on performance: an analysis of the hotel industry. **The Service Industries Journal**, v. 32, n. 6, p. 919-936, 2012.

B3. Consultas. **Classificação setorial**, 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/>. Acesso em: 07 maio 2019.

B3. Ibovespa. **Índice Bovespa (Ibovespa)**, 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm>. Acesso em: 23 maio 2019.

B3. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). **B3: Com o mercado, para o futuro**, 2019. Disponível em: <<http://www.b3.com.br>>. Acesso em: 07 abril 2019.

B3. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) | B3, 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/lista-de-empresas-elegiveis/indices-indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm>. Acesso em: 01 maio 2019.

B3. Lançamento do processo ISE 2018. **Apresentação do PowerPoint - B3**, 2019. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/7B/D5/6F/4A/BA17861048363686AC094EA8/Apresentacao-Lancamento-Processo-ISE-2018.pdf>>. Acesso em: 01 maio 2019.

B3. Lista das empresas elegíveis - carteira do ISE 2019 período base 2018. **Lista de empresas elegíveis - B3**, 2019. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/AF/D5/30/A6/0A3C1610CDD9FB16790D8AA8/ISE-2018-2019-Lista-de-Empresas-Elegiveis.pdf>>. Acesso em: 01 maio 2019.

B3. O que é o ISE B3. **ISE B3**, 2019. Disponível em: <<http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>>. Acesso em: 07 abril 2019.

BARBOSA, F. V.; CAMARGOS, M. A. Estudos de Eventos: Teoria e Operacionalização. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 10, n. 10, p. 01-20, 2003.

BENTO, E. F.; PEREIRA, H. G. Análise de Resultados Sobre as Empresas que Compõem a Carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). **Ciências Gerenciais em foco**, v. 7, n. 4, 2016.

BÚSSOLA DO INVESTIDOR. **Níveis de Governança Corporativa na Bovespa**, 2014. Disponível em: <<https://www.bussoladoinvestidor.com.br/niveis-governanca-corporativa-bovespa/>>. Acesso em: 07 maio 2019.

COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO (CMMAD). **Nosso Futuro Comum**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1991.

COOPER, M. J.; DIMITROV, O.; RAU, R. A Rose.com by Any Other Name. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2371-2388, 2001.

CUNHA, J. H. C. **A Contabilidade e o real valor das empresas: foco no Capital Intelectual**. 6º Congresso de Contabilidade e Controladoria da USP. São Paulo. 2006.

DIAS, E. A.; BARROS, L. A. **Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE**. XXXII Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro. 2008.

DISEGNI, M. D.; HULY, M.; AKRON, S. Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. **Social Responsibility Journal**, v. 11, n. 1, p. 131-148, 2015.

EUROPEAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM 2014. **European SRI Study**. Eurosif. [S.l.]. 2014.

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002.

LANDI, G.; SCIARELLI, M. Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. **Social Responsibility Journal**, v. 15, n. 1, p. 11-27, 2019.

LEFF, E. **Saber Ambiental - sustentabilidade, racionalidade complexidade, poder**. 6. ed. Petrópolis: Editora Vozes, 2008.

LIMA, M. V. A. **Metodologia construtivista para avaliar empresas de pequeno porte no Brasil, sob a ótica do investidor**. 2003. 382 f. Tese (Doctorado em Engenharia da Produção)–Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis. 2003.



MARCONDES, A. W.; BACARJI, C. D. **ISE - Sustentabilidade no Mercado de Capitais**. 1. ed. São Paulo: Report Editora, 2010.

MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey on Corporate Governance**. Inglaterra: [s.n.], 2000.

ROVER, S.; BORBA, J. A.; BORGET, A. Como as Empresas Classificadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) Evidenciam os Custos e Investimentos Ambientais? **Revista de Custos e @gronegocio online**, v. 4, n. 1, 2008.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VITAL, J. T. et al. A influência da participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no desempenho financeiro das empresas. **Revista de Ciências da Administração**, v. 11, n. 24, p. 11-40, 2009.

YU, M.; ZHAO, R. Sustainability and firm valuation: an international investigation. **International Journal of Accounting and Information Management**, v. 23, n. 3, p. 289-307, 2015.

ZIEGLER, A.; SCHRÖDER, M. What Determines the Inclusion in a Sustainability Stock Index? A Panel Data Analysis for European Companies. **Ecological Economics**, Mannheim, v. 69, n. 4, p. 848-856, 2010.

