

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

VALQUÍRIA APARECIDA DOS SANTOS

**RELAÇÃO ENTRE ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE
EMPRESARIAL E RETORNO FINANCEIRO**

**VITÓRIA
2013**

VALQUÍRIA APARECIDA DOS SANTOS

**RELAÇÃO ENTRE ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE
EMPRESARIAL E RETORNO FINANCEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Finanças.

Orientador: Prof.(o) Dr. Fábio Augusto Reis Gomes

**VITÓRIA
2013**

RESUMO

A responsabilidade social empresarial (RSE) compreende toda e qualquer ação realizada por uma organização em prol do bem estar social. E com o intuito de investigar a relação entre desempenho financeiro e investimentos socialmente responsáveis, o presente estudo analisa se o retorno da carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é superior ao das carteiras que formam o Índice Bovespa (Ibovespa) e o Índice Brasil (IBrX). O ISE é composto por empresas que se comprometem com a responsabilidade social e sustentabilidade empresarial, enquanto os componentes do Ibovespa e IBrX são definidos por meio de outros critérios. Foram analisados os retornos dos três índices no período de dezembro de 2005 a dezembro de 2012. Para alcançar o objetivo proposto, o modelo econométrico compara o retorno do ISE ora ao do Ibovespa, ora ao do IBrX, levando também em conta as mudanças feitas nos critérios de seleção do ISE. Os resultados sugerem que, de um modo geral, não há diferença significativa no desempenho do ISE e dos demais ativos considerados.

Palavras-chave: Sustentabilidade; ISE; Ibovespa; IBrX; Retornos; Desempenho.

ABSTRACT

Corporate social responsibility (CSR) comprises all and any action taken by an organization in favor of social welfare. In order to investigate the correlation between financial performance and socially responsible investments, this study analyzes whether the Corporate Sustainability Index (ISC) return is higher than the BM&FBOVESPA Index (Ibovespa) and Brazil Index (IbrX) returns. The ISC is composed by companies that are committed to social responsibility and corporate sustainability, while the Ibovespa and IbrX Index components are defined by other criteria. We analyzed the returns of the three indexes from December 2005 to December 2012. To achieve the proposed objective, the econometric model compares the ISC return to both the Ibovespa and the IbrX return, taking into account the changes made in the selection criteria of the ISC. The results suggest that, in general, the performance of the ISC and other indexes considered are not significantly different.

Keywords: Sustainability; ISE; Ibovespa; IbrX; Returns; Performance.

AGRADECIMENTOS

A Deus pela oportunidade de iniciar e finalizar o mestrado com êxito.

A minha família pelo incentivo, carinho, apoio e por tudo o que sempre fizeram por mim.

Aos meus amigos, colegas de mestrado, a todos os professores, e demais pessoas pelo apoio e incentivos constantes.

Ao orientador Fábio Gomes, pelo apoio e conhecimento transmitido.

E a todos que de alguma forma ajudaram, agradeço por acreditarem no meu potencial.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Mudanças no questionário do ISE.....	20
Tabela 2 - Composição da carteira do ISE.....	21
Tabela 3- Estimação a equação (1), usando o Ibovespa como referência.....	28
Tabela 4- Estimação a equação (1), usando o IBrX como referência.....	28
Tabela 5 – Estimação da equação (2) por MQO, usando o IBOVESPA como referência.....	29
Tabela 6 - Estimação da equação (2) por MQO, usando o IBrX como referência	30
Tabela 7 - Estimação da equação (2) por MQO, usando o IBOVESPA como referência - Newey e West (1987).....	30
Tabela 8 - Estimação da equação (2) por MQO, usando o IBrX como referência – Newey e West (1987).....	31
Tabela 9 - Estimação da equação (2) por MQO (<i>Test f</i>), usando o IBOVESPA como referência - Newey e West (1987).....	32
Tabela 10 - Estimação da equação (2) por MQO (<i>Test f</i>), usando o IBrX como referência - Newey e West (1987).....	32

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	7
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
3	METODOLOGIA.....	19
3.1	BASE DE DADOS.....	19
3.2	GRÁFICOS POR SETORES (%).....	22
3.3	ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	25
3.4	MODELO.....	26
4	RESULTADOS.....	28
5	CONCLUSÃO.....	33
	REFERÊNCIAS.....	35

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Os interesses e questionamentos sobre o tema Responsabilidade Social Corporativa (RSC) tem crescido cada vez mais entre a mídia, gestores empresariais, políticos (BUHR; GRAFSTROM, 2004) e também entre grupos acadêmicos (MARGOLIS, WALSH, 2001; WALSH, WEBER, MARGOLIS, 2003). A RSC pode ser entendida como as expectativas que a sociedade possui em relação às organizações sobre os aspectos econômicos, legais, discricionários e éticos em determinado período de tempo (CARROLL, 1979).

A Responsabilidade Social compreende uma gestão empresarial, a fim de identificar como as empresas atuam e realizam as suas ações sociais e a preservação ambiental (MACHADO; MACHADO; CORRAR, 2009). A RSC é um método de gestão (PARENTE; GELMAN, 2006) e é estabelecido por meio das ações éticas das empresas com todos os públicos e a forma como ela gerencia e administra os seus objetivos comerciais, conjuntamente com os impactos de suas decisões sobre as partes interessadas e na contribuição ao crescimento local (ASHLEY, 2010; SUCUPIRA, 2010).

Maignan e Ralston (2002) entendem que o motivo das empresas comportassem como socialmente responsáveis, é em virtude de valorizar o comportamento dos gestores, ao passo de acreditarem que este comportamento melhora o desempenho financeiro das empresas e conjuntamente, contribui com o interesse das partes interessadas, em especial, comunidade, clientes e entidades reguladoras.

Estudos relacionados à responsabilidade social e ambiental procuram investigar se a prática de ações sustentáveis propicia benefícios para as instituições. Cavalcante, Bruni e Costa (2009) propõem que a sustentabilidade é empregada por algumas entidades como uma tática de melhoria da imagem corporativa. Perottoni (2002) salienta que é uma tendência das empresas aderirem às práticas socialmente responsáveis, evidenciando que é possível continuar auferindo lucros e possibilitar benfeitorias na organização e no ambiente em que está inserida.

Para Machado, Machado e Corrar (2009) existem vários motivos que conduzem as organizações a apoiar os movimentos relacionados à preocupação social e ambiental, e nem sempre essas razões são expostas publicamente. Diante disso, medidas foram elaboradas para mensurar a valorização das ações de empresas que fazem investimentos em responsabilidade social e ambiental e na sustentabilidade empresarial. O primeiro índice para avaliar o desempenho financeiro das empresas líderes em sustentabilidade foi criado nos EUA, em 1999, sendo chamado Índice de Sustentabilidade *Dow Jones - Dow Jones Sustainability Index* (BM&FBOVESPA, 2013).

No Brasil, em 2005, foi instituído pela BM&FBOVESPA, em conjunto com outras entidades, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), em resposta a crescente demanda da sociedade pelo desenvolvimento sustentável das empresas. O índice serve como uma ferramenta para medir o grau de comprometimento com responsabilidade social e sustentabilidade empresarial das entidades e estimula outras empresas a incorporarem questões ambientais, sociais e de governança corporativa ao seu processo de tomada de decisões (BM&FBOVESPA, 2013).

O retorno total do ISE é medido através de sua carteira teórica, que é composta por no máximo 40 empresas, escolhidas por meio da aplicação de um

questionário. O grupo de empresas de melhor desempenho forma a carteira deste índice (BM&FBOVESPA, 2013).

Para Elkhawas e Searcy (2012), as práticas adotadas por uma organização que levam à sustentabilidade são motivadas por três categorias gerais: benefícios nos negócios, uma melhor relação com as partes interessadas e outras motivações. Além de garantir à empresa rentabilidade a longo prazo, gerar valor para o acionista, reduzir seu custo, desenvolver vantagens competitivas, atrair e reter funcionários, gerenciar riscos e reduzir o impacto sobre o meio ambiente. E de modo geral, os autores argumentam outros benefícios como, por exemplo, o reconhecimento dos investidores, que serve de base para melhorar o desempenho da empresa.

Nesta perspectiva, já existem alguns estudos sobre o ISE. Por exemplo, Sousa et al. (2011) apontam que as ações das empresas que compõem o ISE apresentam retornos crescentes, existindo uma correlação entre a variação do ISE e seus resultados líquidos. Nunes et al. (2010) complementam que a adesão das empresas ao índice está relacionada ao tamanho das empresas e ao setor de atividade.

Diante do exposto e considerando o cenário contemporâneo vivenciado pelas empresas em torno da sustentabilidade empresarial, este estudo analisa em primeiro plano o seguinte problema de pesquisa: o retorno da carteira do ISE é superior ao das carteiras que formam o Índice Bovespa (Ibovespa) e o Índice Brasil (IBrX)? Em outras palavras, uma carteira como o ISE, que leva em conta a questão da sustentabilidade das empresas, é capaz de superar estes dois *benchmarks*?

A carteira do ISE é revisada anualmente com base no questionário-base preenchido pelas empresas. O questionário é revisado com o objetivo de tornar mais

precisas as perguntas e seu grau de análise e diferenciação, além de permitir a inclusão de temas relevantes no cenário contemporâneo da nossa sociedade (BM&FBOVESPA, 2013). Supondo que tais mudanças aprimoram a ferramenta de coleta de dados das empresas, bem como a seleção final dos membros do ISE, investigaremos se tais mudanças geram valor para o ISE.

Com base no exposto, queremos avaliar num segundo momento o seguinte: as mudanças ocorridas nos critérios de seleção do ISE afetam a diferença entre o retorno do ISE e dos demais benchmarks? Desta forma, o presente estudo tem o objetivo de comparar o desempenho do ISE ao do Ibovespa e o do IBrX, levando em conta mudanças nos critérios de seleção da carteira teórica do ISE.

Por meio de regressões lineares múltiplas, verificou-se se após cada mudança no questionário, houve um impacto sistemático na diferença de desempenho entre o ISE e cada *benchmark*. Todas as análises compreendem o período de dezembro de 2005 a dezembro de 2012.

A realização desta pesquisa justifica-se pela importância da sustentabilidade empresarial aliada escassez de estudos sobre do ISE. Cavalcante, Bruni e Costa (2009) compararam o desempenho do ISE ao do Ibovespa e IBrX, apenas por meio de testes de diferença de média e sem levar em conta as mudanças no questionário-base usado para a definição das empresas que compõem o ISE. Eventualmente por isso, os autores não encontraram diferenças significativas entre as carteiras.

Finalmente, cabe um último comentário. Embora o ISE, o Ibovespa e o IBrX tenham empresas em comum, somente o ISE é construído levando em conta critérios de sustentabilidade. Então, caso sustentabilidade gere valor, isso deveria ser refletido mais intensamente no ISE. Ademais, estamos considerando o ponto de vista de um investidor que está optando por investir no ISE ou não, tendo como

alternativas o Ibovespa e o IBrX. Por tudo isso, não retiramos do Ibovespa e do IBrX as empresas que também fazem parte do ISE. Além disso, outra contribuição deste trabalho é avaliar se as mudanças dos critérios de seleção da carteira do ISE aumentam efetivamente seu retorno quando comparado ao Ibovespa e ao IBrX.

Além desta introdução, o trabalho está organizado do seguinte modo. A seção dois apresenta a revisão da literatura sobre os fundamentos teóricos a respeito do ISE. Na terceira seção, discute-se a metodologia e os dados utilizados no trabalho. Os resultados da pesquisa são apresentados na Seção 4. Por fim, na quinta seção informam-se os principais resultados e apresentam-se as principais conclusões da pesquisa.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O conceito de sustentabilidade apresentado pela *World Commission on Environment and Development* – WCED (1987) relaciona a sustentabilidade à capacidade de atender as necessidades atuais sem comprometer a possibilidade das gerações que estão por vir em atenderem às suas necessidades.

A sustentabilidade tem sido tratada como ponto fundamental para a continuidade das organizações como preceitua McKinsey e Company (2000) e BM&FBOVESPA (2013). Há uma tendência mundial dos investidores preferirem investir seu capital em entidades socialmente responsáveis, sustentáveis e também rentáveis. Estes investimentos são chamados de “investimentos socialmente responsáveis” (*Socially Responsible Investing-SRI*). As firmas sustentáveis gerariam valor para o acionista no longo prazo, uma vez que estariam mais bem preparadas para encarar riscos sociais, ambientais e econômicos (BM&FBOVESPA, 2013).

Desse modo, a RSC foi estatisticamente associada com o desempenho Financeiro, sendo que Waddock e Graves (1997) concluíram em seu estudo que o desempenho financeiro das empresas está positivamente relacionado à RSC.

A responsabilidade social empresarial (RSE) é conceituada por Ashley (2002) e Ventura (2003) como toda e qualquer ação promovida por uma organização que colabore para a qualidade de vida da sociedade, bem como um membro ativo desta, principalmente como promotor de políticas e projetos estratégicos para o bem comum.

A definição da teoria dos *Stockholders* mais utilizada há décadas foi elaborada por Friedman (1970) e está voltada para o interesse dos acionistas e afirma que a missão da organização é simplesmente econômica. Assim, a função da administração é atender o objetivo principal da empresa que é a maximização do lucro, observando-se os limites legais. Isto é, a organização existe para satisfazer os acionistas. Neste caso, a geração de lucros é a única responsabilidade da firma, de forma a atender às expectativas dos acionistas, que é obter um retorno positivo sobre o capital investido. Nesta perspectiva, o único determinante da RSE para as empresas seria o seu benefício próprio, pois a lucratividade da empresa beneficiaria toda a sociedade por meio da geração de impostos e empregos.

A responsabilidade social gera valor para as empresas quando suas condições e práticas de trabalho se tornam melhores, de modo que as firmas experimentam uma redução das margens de erro e conseqüentemente um aumento da produtividade. Estas práticas são caras, mas leva-se em consideração que o aumento da produtividade dos colaboradores e a melhoria da qualidade das mercadorias geram fluxos de caixa positivos que cobrem os custos associados. Assim, as empresas se beneficiam realmente de suas ações socialmente responsáveis em termos da satisfação do colaborador e da produtividade (MOSKOWITZ, 1972; PARKET, EIBERT, 1975; SOLOMON, HANSON, 1985).

Ressalta-se ainda, que embora seja bastante simples identificar os benefícios alcançados pelas empresas reconhecidas como socialmente responsáveis, é uma tarefa árdua medi-los. E, segundo Tsoutsoura (2004), a RSE está integrada nas práticas dos negócios, sendo bastante complexa a mensuração dos seus efeitos separadamente. Idealmente, teria de manter constantes os demais fatores e medir o desempenho financeiro de uma empresa e a volatilidade do seu fluxo de caixa antes

e depois da adoção dos princípios de RSE. No entanto, como isso não é possível, faz-se uso dos métodos empíricos para identificar a relação entre o desempenho socialmente responsável e financeiro das empresas.

Assim, por vezes, as questões a respeito de sustentabilidade têm direções completamente opostas. A função econômica como a principal fonte de sustentabilidade das organizações é legitimada por alguns autores (FRIEDMAN, 1982; FREEMAN, LIEDTKA, 1991; JENSEN, 2001).

Em 2005, com a finalidade de medir o desempenho de empresas S.A. de capital aberto classificadas como sustentáveis a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), em parcerias com outras instituições¹, criou um índice composto por firmas que se destacam em responsabilidade social, chamado Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Havia, também, o objetivo de instigar a responsabilidade ética das empresas, baseada na eficiência econômica (BM&FBOVESPA, 2013).

O ISE foi inspirado na metodologia do Índice de Sustentabilidade *Dow Jones*, criado nos EUA em 1999, sendo o primeiro índice a mensurar o desempenho financeiro das entidades que evidenciam um alto nível de comprometimento com sustentabilidade empresarial e responsabilidade social (BM&FBOVESPA, 2013).

O objetivo do ISE é analisar o desempenho das empresas sustentáveis que o compõem, uma vez que considera que muitos investidores estão preferindo aplicar seus recursos nessas firmas (FINCH, 2005). E, assim, servir de referência como fomentador de boas práticas sustentáveis no âmbito empresarial brasileiro (BM&FBOVESPA, 2013).

¹ Instituições: ABRAPP, ANBIMA, APIMEC, BM&FBOVESPA, GIFE, IBGC, IBRACON, IFC, Instituto ETHOS, Ministério do Meio Ambiente, PNUMA.

Para selecionar as empresas que compõem o ISE, foi desenvolvido um questionário pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVCes), fundamentado na metodologia do “*triple bottom line*” que aborda as dimensões ambientais, econômico-financeira e social de modo integrado. Para completar o questionário foram acrescentadas mais quatro informações: o Critério Geral, a Natureza do Produto, Governança Corporativa e as Mudanças Climáticas (BM&FBOVESPA, 2013).

Deste modo, as informações acrescentadas ao questionário referem-se: 1) Critério geral: sendo a transparência, analisada, por exemplo, por meio dos relatórios de sustentabilidade e das respostas dadas pelas firmas participantes do ISE; 2) Natureza do Produto, que abrange os impactos difusos e pessoais, bem como informação ao consumidor e ao princípio de precaução; 3) Governança Corporativa, que por sua vez contempla o conselho de administração e sua estrutura, o papel da auditoria e a fiscalização, propriedade e sua conduta e conflitos de interesses; 4) Mudanças Climáticas, que inclui a política, a gestão e, por exemplo, a responsabilidade dos níveis hierárquicos, o desempenho e o reporte a respeito da emissão do gás de efeito estufa – GEE (BM&FBOVESPA, 2013).

O questionário compara o desempenho das empresas emissoras das 200 ações mais negociadas na bolsa de valores BM&FBOVESPA, e encontra-se estruturado com questões objetivas. Para participar da carteira é necessário o preenchimento do questionário, mas de forma voluntária. Em seguida, verifica-se se as empresas atendem os critérios de seleção por meio de uma metodologia que combinada a análise quantitativa, que considera a pontuação alcançada pelas empresas no questionário, e a análise qualitativa que se embasa na verificação dos

documentos, uma vez que todas as respostas são suscetíveis de comprovação documental (BM&FBOVESPA, 2013).

A apreciação das respostas das companhias é feita pela ferramenta chamada “análise de *clusters*”, que aponta o grupo de empresas com excelente desempenho geral, composto por no máximo 40 empresas. E após a aprovação do Conselho deliberativo do Índice elas passam a compor a carteira final do ISE. A revisão do índice é anual, concomitantemente com a avaliação das companhias (BM&FBOVESPA, 2013).

Para integrar este índice, as ações devem atender os seguintes critérios (BM&FBOVESPA, 2013):

- a) ser uma das 200 ações com maior índice de negociação nos 12 meses antecedentes à avaliação;
- b) ter sido negociada em pelo menos 50% dos pregões sucedidos nos 12 meses antecedentes à revisão da carteira;
- c) atender níveis de sustentabilidade determinados pelo Conselho do índice.

Por exemplo, em 2013, o ISE foi composto por 37 companhias de 16 setores, e reuniu 51 ações. A BM&FBOVESPA também é responsável pelo cálculo da carteira e da sua gestão técnica (BM&FBOVESPA, 2013).

Os estudos empíricos realizados por Cezar e Silva Junior (2008) e Machado e Machado (2011) investigam a relação entre desempenho social e ambiental e o desempenho financeiro das instituições enumeradas no banco de dados do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase) e na publicação anual da Revista Exame. O desempenho financeiro foi mensurado por Cezar e Silva Junior

(2008) por meio do ROA (retorno sobre os ativos) e do ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) no período de 1999 a 2006, contendo 273 observações.

Já Machado e Machado (2011) utilizaram a receita líquida, com uma amostra de 273 empresas no período de 2003 a 2007. Os resultados mostraram uma relação estatisticamente significativa entre a responsabilidade social e o desempenho das empresas no que se refere aos indicadores internos e externos. Já os indicadores ambientais, parecem não impactar o desempenho financeiro das firmas estudadas no mercado acionário brasileiro.

Já Sousa et al. (2011) analisaram a correlação entre o retorno do ISE e os resultados líquidos das empresas que compõem o índice. As variáveis utilizadas no estudo foram a DRE e a carteira do ISE nos anos de 2005 a 2009. A amostra continha 28 empresas. Os resultados apontam que 86,9% das variações da carteira ISE são explicadas pela variação nos resultados líquidos das empresas que compõem o índice.

Uma pesquisa realizada por Funchal, Nossa e Teixeira (2011) se baseou numa amostra de 378 empresas separadas em dois grupos, o primeiro de tratamento, que são as empresas que compõem o ISE e o segundo de controle, composto pelas demais empresas listadas na BM&FBOVESPA. O objetivo foi investigar a relação entre o ISE como mecanismo de sinalização de responsabilidade social corporativa (RSC) e a estrutura de capital. Concluiu-se no estudo, que não se pode rejeitar que as empresas participantes do ISE tenham uma estrutura de capital diferenciada, já que tais empresas apresentam uma relação negativa com as formas de financiamento por meio de dívidas quando comparadas às firmas que não fazem parte do ISE.

No estudo de Nunes et al. (2010) analisou-se as variáveis que influenciam a adesão de firmas ao ISE, por meio de uma amostra composta por 124 empresas. As variáveis analisadas foram: setor de atividade, tamanho da empresa, localização do controle acionário, concentração acionária, se a empresa é emissora de ADR e se é de propriedade estatal. Os resultados apresentam indícios de que apenas variáveis relacionadas ao tamanho das empresas e ao setor de atividade afetam a adesão ao ISE e o uso de práticas de RSC.

Finalmente, Macedo et al. (2009) indicam que apenas quando os dispêndios com práticas de responsabilidade social empresarial produzirem ganhos sociais e benefícios econômicos, concomitantemente, ter-se-á uma convergência fidedigna entre gestão social corporativa e os interesses dos acionistas.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA

A pesquisa realizada neste estudo é quantitativa e no que se refere ao enfoque investigativo, é do tipo empírico-analítica. Com base em procedimentos estatísticos, o objetivo é gerar inferências acerca da população-objeto (WOOLDRIDGE, 2006).

A coleta de dados foi feita no banco de dados Economática®, sendo coletado o valor diário das ações dos índices ISE, Ibovespa e IBrX no período de dezembro de 2005 a dezembro de 2012. Este período justifica-se em função do ISE ter entrado em vigor em dezembro de 2005. A base de dados da pesquisa, então, é formada pelas três carteiras teóricas (ISE, Ibovespa e IBrX).

Como mencionado, embora existam empresas da carteira do ISE no Ibovespa e no IBrX, o foco é verificar qual carteira é mais rentável e, além disso, identificar se a partir da revisão do questionário-base do ISE há alguma mudança sistemática em seu retorno. Esta investigação não teria sentido se a mudança do questionário não conduzisse a mudanças na composição da carteira do ISE, mas conforme descrito posteriormente, tais mudanças de fato ocorreram.

Assim, foram analisados os efeitos das mudanças nos critérios de inclusão da carteira do ISE. Estas mudanças ocorreram nos anos de 2006, 2008, 2009/2010, 2011 e 2012, conforme apresentado na Tabela 1. A revisão do questionário tem a finalidade de melhorar o entendimento das perguntas, aprofundar o grau de diferenciação e o nível de análise das firmas, por exemplo.

Dentre as principais mudanças ocorridas ao longo dos 7 anos do índice, pode-se destacar a criação de cinco novos questionários ambientais setoriais, cujo foco é capturar da melhor forma as características das empresas participantes e de seu setor de atuação, em 2008. Outro destaque é a opção das empresas tornarem públicas suas respostas ao questionário a diversos públicos interessados, em 2012 (BM&FBOVESPA, 2013).

TABELA 1: MUDANÇAS NO QUESTIONÁRIO ISE

Ano	Mudanças no Questionário
2005	
2006	Questionário diferenciado para Instituições Financeiras.
2007	
2008	Cinco novos questionários ambientais setoriais (Grupo A: Aspecto Ambiental Crítico: Recursos Naturais Renováveis; Grupo B: Aspecto Ambiental Crítico: Recursos Naturais não Renováveis; Grupo C: Aspecto Ambiental Crítico: Matérias primas e insumos; Grupo D: Transporte e Logística; Grupo E: Serviços; Grupo IF: Serviços Financeiros - Instituições Financeiras, Seguradoras).
2009/ 2010	Remuneração Variável; Contratação de terceiros; Gestão de Riscos; Qualidade de Vida e Acessibilidade.
2011	Políticas de engajamento com partes interessadas; Adequação das dimensões de governança corporativa à luz das instruções CVM 480 e 481; Dimensão Mudanças Climáticas; Correlação entre questões ISE com indicadores GRI e as perguntas CDP. Dimensão Ambiental separado por grupos. Opção de tornar públicas suas respostas.
2012	Critério Transparência; Opção autoriza divulgação: sim ou não; Dimensão de Mudanças Climáticas (conta pontos); Revisão de Indicadores GRI e as Perguntas CDP; ISO 26.000; Protocolo Verde; conjunto de compromisso dos bancos com o desenvolvimento Sustentável. Divulgação para todo público interessado dos pesos por critérios do questionário.

Fonte: Elaborada pelo autor

Assumindo que sustentabilidade gera valor e que as mudanças ocorridas aprimoraram o questionário-base, então, espera-se que o ISE tenha desempenho superior ao Ibovespa e IBrX, e que as mudanças no questionário do ISE gerem impacto positivo no retorno deste índice.

Conforme apresentado na Tabela 2, verificou-se que tanto nos anos nos quais ocorreram mudanças nos critérios de seleção, quanto em outros períodos, houve alteração na composição da carteira, em função da entrada de novas firmas e saída

de firmas que compunham o ISE no período. Pode-se destacar que empresas tais como Braskem, Cemig, CPFL Energia, Eletropaulo, Embraer, Suzano Papel, Tracbel, estiveram na carteira desde o princípio, e instituições financeiras como o Bradesco e Banco do Brasil também. Porém, outras como All Amer Lat, Belgo Mineira e Copesul participaram apenas no primeiro ano do índice. Ao longo desses anos também houve fusão de empresas, como é o caso da Sadia com a Perdigão para formar a BR Foods em 2009. Além disso, em 2011 a Vivo foi incorporada pela Telesp.

TABELA 2: COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DO ISE

Ano	Carteira	Exclusão	Inclusão	Fusão
2005	28			
2006	34	06	12	
2007	32	10	08	
2008	30	08	06	
2009 /2010	34	04	09	01
2011	38	02	06	01
2012	38	02	02	

Fonte: Elaborada pelo autor

O ISE tem se consolidado como um instrumento objetivo para comparar o desempenho de empresas listadas na Bovespa, sob os aspectos da sustentabilidade. O questionário é uma importante métrica no processo de seleção das empresas e colabora para o aperfeiçoamento de sua gestão sustentável (BM&FBOVESPA, 2013).

Em suma, este estudo procura comparar a rentabilidade de um índice socialmente responsável com os índices Ibovespa e IBrX, utilizando o retorno diário das carteiras e levando em consideração as alterações dos critérios de seleção adotados pelo ISE. Previamente, Cavalcante, Bruni e Costa (2009) compararam os retornos acumulados e médios e os desvios-padrão do ISE, Ibovespa e IBrX, considerando 345 pregões consecutivos distribuídos ao redor da criação do índice.

Para tanto, o ISE foi retroagido a um total de 172 pregões, o que corresponde ao período entre dezembro de 2005 e dezembro de 2006. Os autores concluíram que não existiam evidências de que o retorno do ISE seja superior após a sua criação, mas sim anterior a sua criação.

Para este estudo, compara-se o ISE com o Ibovespa e IBrX somente no período após a sua criação, não sendo necessário retroagir o retorno do ISE.

3.2 GRÁFICOS POR SETORES (%)

As empresas que participam do ISE também são segregadas por setores, de forma coordenada pela BM&FBOVESPA. A participação de cada setor é variável e bem diversificada em cada índice. Por isso, apresenta-se a evolução dos principais setores nos 3 índices considerados. Usou-se como critério na seleção dos setores: ter participado todos os anos da carteira ou em determinado ano ter participado de forma significativa. Assim foram selecionados 10 setores em comum entre os 3 índices, que totalizam mais de 70% da carteira em todos os anos analisados.

Com base na Figura 1 e Figura 2, percebe-se que a composição setorial da carteira do ISE, Ibovespa e IBrX são bem diferentes. Quando se compara os benchmarks, verifica-se que existe uma similaridade no que diz respeito à composição delas. Já a carteira do ISE é diferenciada das demais, por apresentar uma alta variação da participação dos setores.

Vale destacar que os setores expressivos em termos percentuais e assiduidade nos índices são, por exemplo, os intermediários financeiros, energia elétrica e siderurgia e metalurgia. Por exemplo, em 2008 as somas de suas participações são de: 81,20% (ISE); 35,51% (IBrX); 34,37% (Ibovespa).

Um setor que é significativo e expressivo em alguns anos foi o setor de petróleo, gás e biocombustível, tendo feito parte do ISE somente nos anos de 2006 e 2007, no entanto representava $\frac{1}{4}$ da carteira. Já nos benchmarks sua participação foi, em todos os anos analisados, significativa, como é o caso do ano 2007 com 23,91% (Ibovespa) e 27,16% (IBrX). Outro setor é o de mineração que fez parte do ISE nos anos de 2011 e 2012 com participações de 15,71% e 16,01%, respectivamente. Porém, no Ibovespa e IBrX sua maior participação nas carteiras foi no ano de 2009 de 17,76% (Ibovespa) e em 2007 de 17,82% (IBrX).

Outro setor a destacar é o de alimentos, que obteve um aumento em sua participação no ISE após a fusão da sadia com a perdigão criando a BR Foods em 2009. Sendo que em seu primeiro ano de participação detinha 9,57% (ISE); 2,0% (Ibovespa); 1,38% (IBrX).

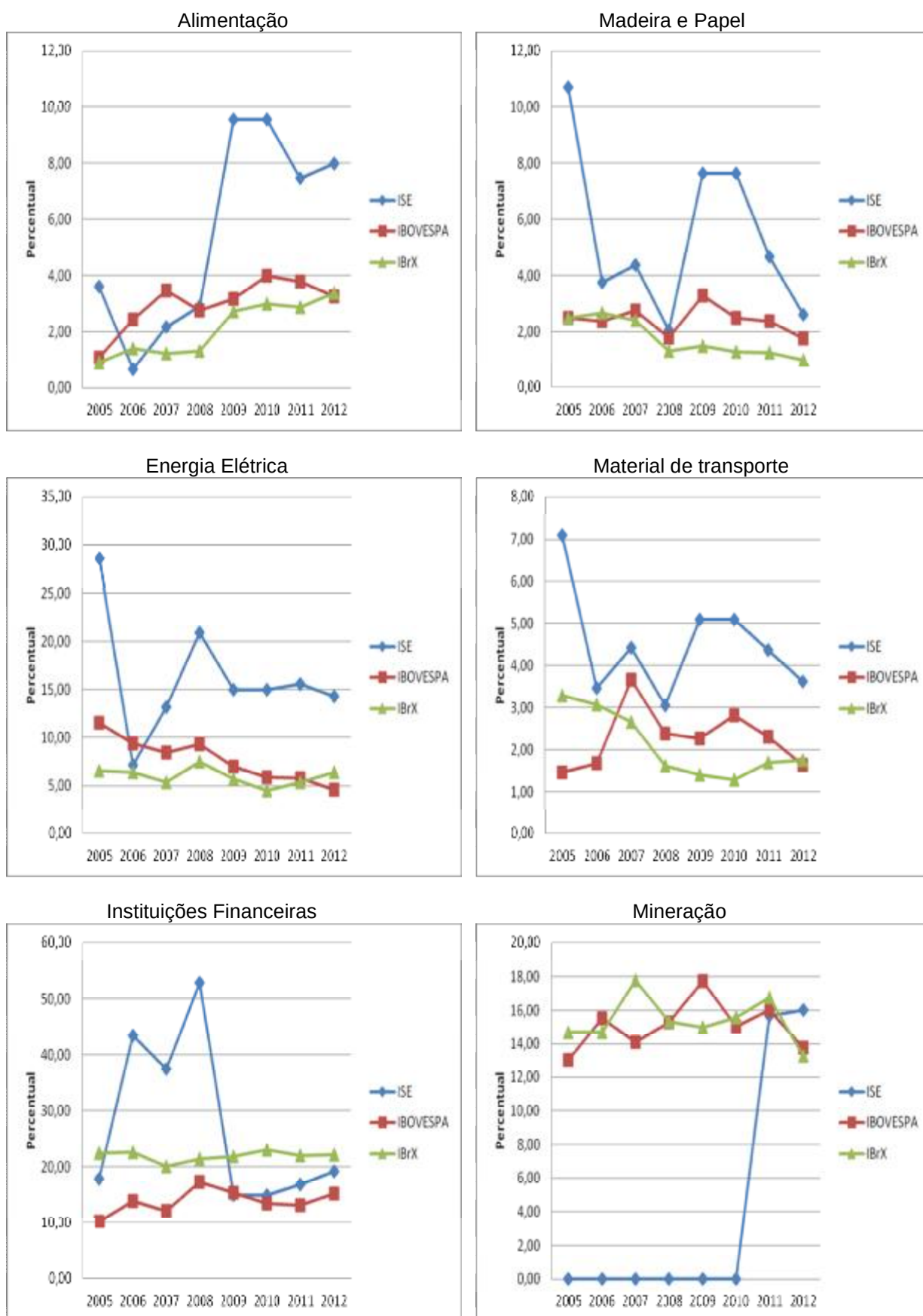


Figura 1: Participação por setores dos índices
 Fonte: Elaborada pelo autor

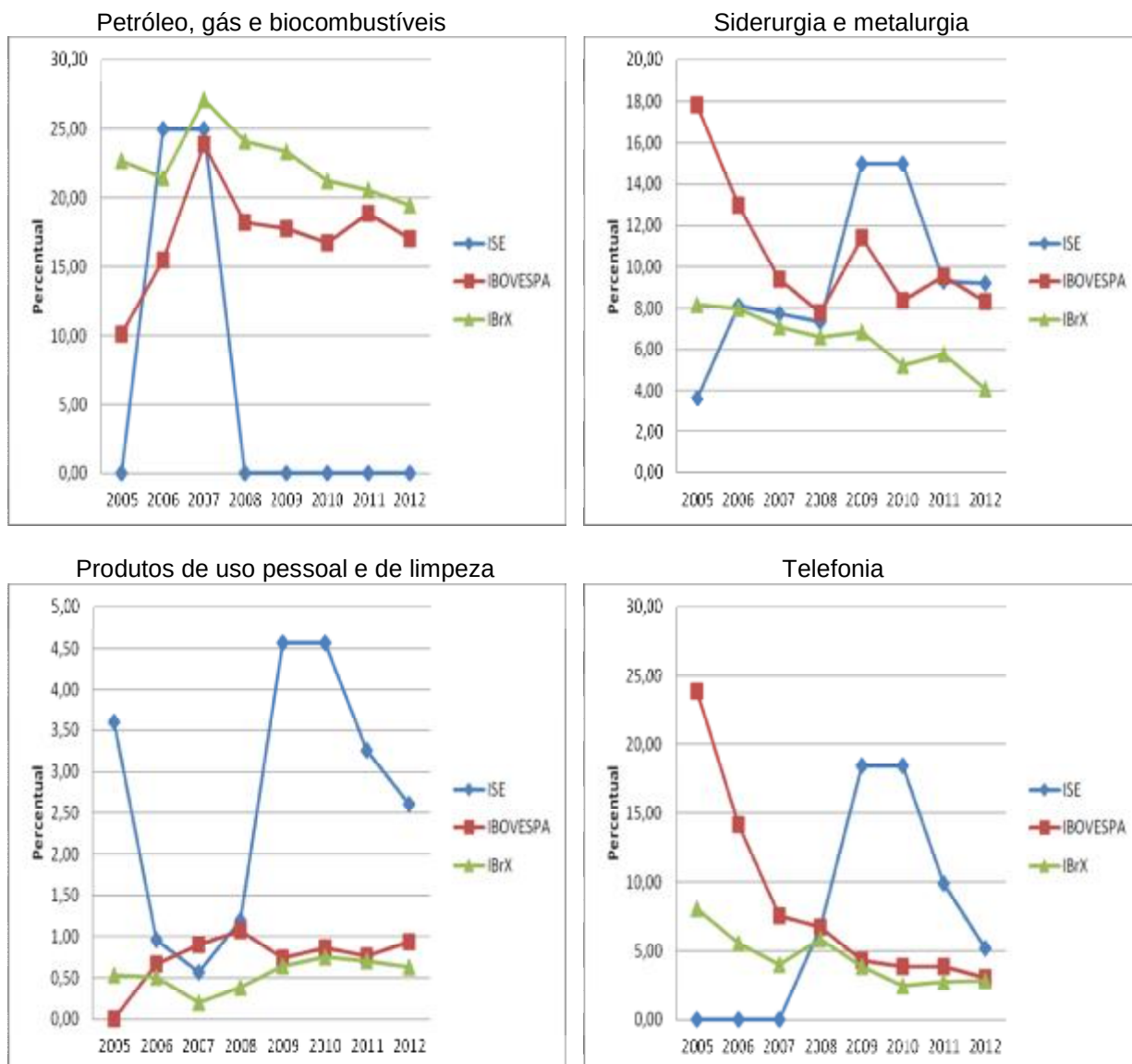


Figura 2: Participação por setores dos índices
Fonte: Elaborada pelo autor

3.3 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Figura 3 apresenta as estatísticas descritivas dos índices de mercado estudados. Pode-se inferir que os retornos médios dos índices ficaram muito próximos chegando ao ponto mais elevado em 2009 com uma média de 20,70 (ISE); 24,49 (Ibovespa); 22,24 (IBrX). No entanto, em 2008 em virtude da crise financeira mundial, os retornos médios de todos os índices foram negativos. No que diz

respeito à dispersão dos dados, mensurada pelo desvio-padrão, percebe-se que no geral o Ibovespa é o índice com menor variabilidade, enquanto o ISE é o mais disperso.

Uma possível explicação para a alta volatilidade do Ibovespa e do IBrX nos últimos anos, como se observa na Figura 2, é a presença do setor de Petróleo, gás e bicomcombustíveis, que deixa de fazer parte da carteira ISE desde 2008. Como este setor teve resultados ruins e voláteis recentemente, isso pode ter diminuído o retorno e aumentando a volatilidade tanto do Ibovespa quanto do IBrX.

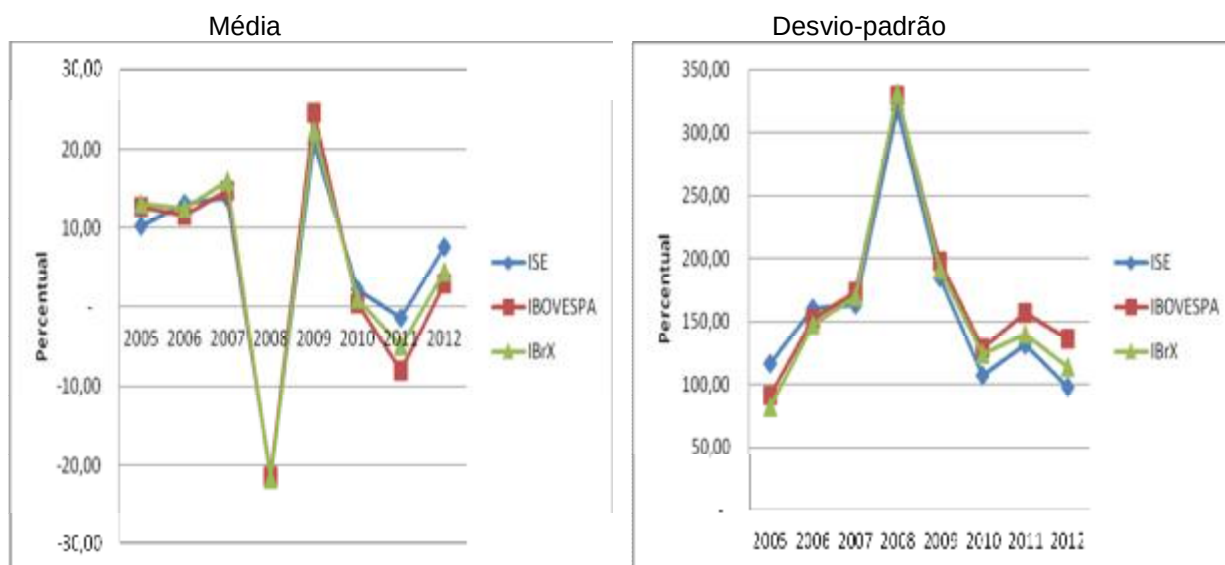


Figura 3: Estatística Descritiva dos índices

Fonte: Elaborada pelo Autor

3.4 MODELO

Para realizar a pesquisa proposta, será utilizado o método de regressão linear múltipla, com uso de variáveis qualitativas (*dummies*) que capturam os momentos de mudanças nos critérios de seleção do ISE. O método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) é utilizado para estimar os parâmetros de interesse (WOOLDRIDGE, 2006). Inicialmente, foi utilizada a seguinte equação de teste:

$$R_t^{ISE} - R_t = \beta_1 + \varepsilon_t \quad (1)$$

em que, R_t^{ISE} é Índice de Sustentabilidade Empresarial; R_t ora é o Índice Ibovespa, ora é o Índice IBRX; ; ε_t é termo de erro. Ao testar $H_0: \beta_1 = 0$ versus $H_1: \beta_1 > 0$, verificou-se se o retorno do ISE é superior ao do *benchmark* considerado, no período analisado. Posteriormente, o seguinte modelo foi estimado:

$$R_t^{ISE} - R_t = \beta_1 + \sum_{i=1}^n \gamma_i D_{it} + \varepsilon_t \quad (2)$$

em que, n é o número de mudanças na regra de entrada do ISE. $D_{it} = 1$ após a i -ésima mudança e zero caso contrário; ε_t é termo de erro. Ao testar $H_0: \gamma=0$ versus $H_1: \gamma>0$, verificaremos se a cada mudança do questionário a diferença entre o retorno do ISE e do *benchmark* considerado tornou-se maior.

Capítulo 4

4 RESULTADOS

O modelo (1) foi estimado por MQO, ora usando o Ibovespa, ora usando o IBrX. Os resultados com base no Ibovespa são apresentados na Tabela 3. Pode-se inferir que mesmo apresentando um coeficiente positivo (0,1399), o retorno do ISE não foi significativo nem a 10%.

TABELA 3: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (1), USANDO O IBOVESPA COMO REFERÊNCIA

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística de teste (t)	p-valor
constante	0,1399	0,1418	0,99	0,324

Quando se usou como referência o IBrX para estimar o modelo (1), conforme Tabela 4, os resultados apresentados são qualitativamente semelhantes ao da Tabela 3, sendo um coeficiente positivo, mas não significativo.

TABELA 4: ESTIMAÇÃO DO β_1 , USANDO O IBrX COMO REFERÊNCIA

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística de teste (t)	p-valor
constante	0,0071	0,0122	0,58	0,563

O modelo (2) foi estimado por MQO, ora usando o Ibovespa, ora usando o IBrX. Os resultados com base no Ibovespa são apresentados na Tabela 5. Pode-se observar que o coeficiente da *dummy* referente a 2009 tem p-valor igual a 0,032 e, portanto, ao nível de significância de 5%, tal *dummy* mostrou-se relevante. E o coeficiente desta variável é igual a 0,114, indicando que houve um aumento no retorno do ISE, comparado ao Ibovespa, a partir deste ano. Esta *dummy* capta mudanças sobre a divulgação dos tipos e critérios de remuneração e benefícios dos administradores (Conselho de administração e Diretoria) bem como, a identificação

dos trabalhadores terceirizados em relação ao número total de trabalhadores alocados por suas atividades na companhia, e na avaliação da qualidade de vida, saúde e nível de estresse. Não se pode rejeitar que esses fatores contribuíram para que o retorno do ISE fosse superior ao do Ibovespa. De fato, neste ano houve a inclusão de 9 novas empresas a carteira do ISE, conforme descrito na Tabela 2.

A variável *dummy* do ano de 2008 apresenta o p-valor é igual 0,062, sendo relevante ao nível de significância de 10%. Esta *dummy* capta a criação dos cinco novos questionários ambientais por setores, mas, note que seu coeficiente foi negativo a (-0,0875), indicando uma piora do ISE em relação ao Ibovespa. Pode-se inferir que o retorno foi negativo também em função da crise financeira mundial, no entanto, o Ibovespa também foi afetado por esta crise. De todo modo, a alteração do questionário neste ano não foi eficiente quando compara-se o ISE ao Ibovespa.

TABELA 5: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (2) POR MQO, USANDO O IBOVESPA COMO REFERÊNCIA

Variáveis	Coeficientes	Erro Padrão	Estatística de teste (t)	p-valor
d12006	0.0004	0.0467	0.01	0.993
d22008	-0.0875	0.0468	-1.87	0.062***
d32009/2010	0.1140	0.0530	2.15	0.032**
d42011	0.0315	0.0528	0.60	0.550
d52012	-0.0198	0.0539	-0.37	0.712
constante	0.0083	0.0381	0.22	0.829

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: *, **, *** significante em nível de 1%, 5% e 10%.

Na Tabela 6, o Ibovespa foi substituído pelo IBrX, no entanto, qualitativamente os resultados não se alteraram. Portanto, ao nível de significância de 5%, a variável *dummy* do ano de 2009 apresenta-se relevante. E, seu coeficiente de inclinação é positivo, indicando que a partir deste ano o retorno do ISE em relação ao IBrX tem uma variação positiva em 0,094. Ao nível de significância de 10%, o coeficiente da *dummy* do ano 2008 foi significativo. No entanto, novamente,

tal *dummy* apresentou um coeficiente negativo, indicando uma piora do ISE em relação ao IBrX.

TABELA 6: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (2) POR MQO, USANDO O IBrX COMO REFERÊNCIA

Variáveis	Coeficientes	Erro Padrão	Estatística de teste (t)	p-valor
d12006	0.0032	0.0392	0.08	0.934
d22008	-0.0677	0.0393	-1.72	0.085***
d32009/2010	0.0941	0.0445	2.11	0.035**
d42011	0.0035	0.0443	0.08	0.936
d52012	-0.0036	0.0452	-0.08	0.936
constante	0.0018	0.0320	0.06	0.954

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: *, **, *** significante em nível de 1%, 5% e 10%.

Na Tabela 7, foi feita a inferência robusta por meio do método de Newey e West (1987), considerando como referência o Ibovespa. Este método é robusto a presença de heterocedasticidade e correlação serial. Pode-se observar um coeficiente positivo e significativo a 5% para a variável *dummy* do ano de 2009, sendo igual a 0,114. O coeficiente *dummy* referente ao ano 2008 é significativo a 10%, com um coeficiente negativo (-0,087). Logo, ao utilizar este método robusto, pode-se concluir que os resultados são qualitativamente semelhantes aos resultados da Tabela 5.

TABELA 7: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (2) POR MQO, USANDO O IBOVESPA COMO REFERÊNCIA – NEWHEY E WEST (1987)

Variáveis	Coeficientes	Erro Padrão	Estatística de teste (t)	p-valor
d12006	0.0004	0.0465	0.01	0.993
d22008	-0.0875	0.0527	-1.66	0.097***
d32009/2010	0.1140	0.0563	2.02	0.043**
d42011	0.0315	0.0401	0.79	0.432
d52012	-0.0198	0.0514	0.04	0.699
constante	0.0083	0.0410	0.20	0.841

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: *, **, *** significante em nível de 1%, 5% e 10%.

Na Tabela 8, ao fazer-se a inferência robusta usando como referência o IBrX, nenhum coeficiente foi significativo, mesmo ao nível de 10% de significância. Neste

sentido, parece não haver distinção clara entre o ISE e o IBrX quando se alteram os critérios de adesão ao ISE. Portanto, os resultados indicam que não há diferença sistemática entre o retorno do ISE e do IBrX, mesmo quando se levam em conta as mudanças no questionário do ISE.

TABELA 8: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (2) POR MQO, USANDO O IBrX COMO REFERÊNCIA – NEWHEY E WEST (1987)

Variáveis	Coeficientes	Erro Padrão	Estatística de teste (t)	p-valor
d12006	0.0032	0.0423	0.08	0.938
d22008	-0.0677	0.0524	-1.29	0.197
d32009/2010	0.0941	0.0578	1.63	0.104
d42011	0.0035	0.0362	0.10	0.922
d52012	-0.0036	0.3141	-0.12	0.908
constante	0.0018	0.0382	0.05	0.962

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 9, apresentou-se a estatística F da significância geral das *dummies* do modelo (2), calculada após a adoção do estimador robusto de Newey e West (1987). Assim, é testada a hipótese nula de que todos os parâmetros de inclinação são zero. A Tabela 9 apresenta ainda o valor previsto do modelo, ora considerando todas as estimativas dos coeficientes, ora usando apenas as significativas. De um modo geral, a soma de todos os coeficientes é positiva. No entanto, ao considerar apenas aqueles significativos, tal soma torna-se positiva apenas a partir de 2009/2010. E, o teste F rejeita a hipótese nula, a 10% de significância, somente em 2011 e 2012. Assim, nesses dois anos rejeita-se a hipótese de que todos os coeficientes sejam conjuntamente iguais a zero. Então, estatisticamente, nesses anos o ISE apresentou um retorno diferente do que o do Ibovespa.

TABELA 9: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (2) POR MQO (TESTE F), USANDO O IBOVESPA COMO REFERÊNCIA – NEWEY E WEST (1987)

Período	Valor Previsto pelo Modelo ISE_Ibov	Resultado		Teste F (p-valor)
		Todos os coeficientes	Somente Coeficientes Significativos a 10%	
2005	β_1	0.0083	0.0000	0.8406
2006	$\beta_1+\gamma_1$	0.0087	0.0000	0.9066
2008	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2$	-0.0789	-0.0876	0.4054
2009/2010	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2+\gamma_3$	0.0351	0.0264	0.3705
2011	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2+\gamma_3+\gamma_4$	0.0666	0.0264	0.0521***
2012	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2+\gamma_3+\gamma_4+\gamma_5$	0.0467	0.0264	0.0562***

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: *, **, *** significante em nível de 1%, 5% e 10%.

Na Tabela 10, o Ibovespa foi substituído pelo IBrX e seus resultados indicam que os coeficientes das *dummies* são todos não significativos. O p-valor do teste F é sempre superior aos níveis de significância usuais, não sendo possível rejeitar a hipótese nula de que todos os coeficientes sejam conjuntamente iguais a zero. Pode-se concluir que não há diferenças sistemáticas entre o retorno do ISE e do IBrX.

TABELA 10: ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO (2) POR MQO (TESTE F), USANDO O IBrX COMO REFERÊNCIA – NEWEY E WEST (1987)

Período	Valor Previsto pelo Modelo ISE_IBrX	Resultado		Teste F (p-valor)
		Todos os coeficientes	Somente Coeficientes Significativos	
2005	β_1	0.0018	0.0000	0.9616
2006	$\beta_1+\gamma_1$	0.0051	0.0000	0.9606
2008	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2$	-0.0626	0.0000	0.6361
2009/2010	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2+\gamma_3$	0.0315	0.0000	0.5986
2011	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2+\gamma_3+\gamma_4$	0.0351	0.0000	0.2459
2012	$\beta_1+\gamma_1+\gamma_2+\gamma_3+\gamma_4+\gamma_5$	0.0315	0.0000	0.2184

Fonte: Elaborado pelo autor

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa buscou investigar se o retorno do ISE é superior ao da carteira do Ibovespa e do IBrX, a fim de verificar se uma carteira que usa como critério a sustentabilidade e responsabilidade social corporativa tem desempenho superior àqueles destes índices usuais.

Para atingir o objetivo proposto, a pesquisa adotou uma abordagem quantitativa e fez-se uso do método de MQO para estimar o modelo de regressão. As variáveis explicativas foram *dummies* que captam mudanças nos critérios de seleção das empresas que compõem o ISE, no período de 2005 a 2012.

Ao analisar o ISE e os benchmarks por setores, concluiu-se que as composições das carteiras são diferentes, especialmente porque o ISE apresenta uma grande variabilidade na participação dos diferentes setores. Já entre os 2 benchmarks há uma similaridade no que diz respeito à composição das carteiras.

Os resultados encontrados por meio do modelo (1) são qualitativamente semelhantes tanto para o Ibovespa quanto para IBrX, onde apresentaram um coeficiente positivo, no entanto o retorno do ISE não foi significativo nem a 10% quando usou-se como referência esses *benchmarks*.

Ao aplicar o método de Newey e West (1987) ao modelo (2), concluiu-se que não há diferença significativa entre o Ibovespa e o ISE em quase todos os anos da amostra, quando se usou o Ibovespa como referência. E, quando a referência é o índice IBrX, não há qualquer distinção sistemática entre ISE e o IBrX em nenhum período no qual o critério de adesão ao ISE sofreu alteração.

Pode-se inferir que não é qualquer mudança no questionário do ISE que faz com que seu retorno seja maior do que o do índice Ibovespa, por exemplo. Quando se aplica o teste F com respeito à relevância geral das *dummies* do modelo (2), a hipótese nula é rejeitada somente nos anos de 2011 e 2012. Indicando que há mudanças sistemáticas do ISE em relação ao Ibovespa somente nestes dois anos, período no qual foram alterados os seguintes critérios de adesão ao ISE: 1) políticas de engajamento com partes interessadas; 2) dimensão ambiental separada por grupos; 3) critérios de transparência, como divulgação das respostas das empresas ao público; entre outros. Com relação ao IBrX, o teste F não identificou qualquer relevância das *dummies* explicativas.

Ademais, este estudo baseou-se nos resultados do trabalho de Cavalcante, Bruni e Costa (2009) que não encontraram diferenças significativas entre as carteiras. Já nesse trabalho, mesmo fazendo o uso de regressões lineares múltiplas também não encontrou resultados significativos para a carteira teórica do ISE.

Este trabalho limitou-se em compor a amostra com apenas dois *benchmarks*, é sugerido que pesquisas futuras que abordem o tema sustentabilidade considerem outros índices que existem na BM&FBOVESPA. Outra possibilidade seria fazer uma investigação setorial, já que neste estudo analisou-se o ISE como um todo.

Este trabalho contribuiu ao concluir que o simples fato da adoção de critérios de sustentabilidade para construir uma carteira sustentável (ISE) não é suficiente para garantir um retorno maior quando relacionados a outros índices construídos através de outros critérios.

REFERÊNCIAS

ASHLEY, Patrícia Almeida (coord.). **Ética e responsabilidade social nos negócios**. Coordenadora. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. Responsabilidade social na educação básica: reflexões sobre a sua inserção e difusão em uma abordagem transformadora. **Responsabilidade Social II**. Brasília, Série Rede SESI de Educação, v.13, p. 71-126, SESI/DN – Brasília, 2010.

BM&FBOVESPA: **Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE**. Disponível em: <https://www.isebvmf.com.br/>. Acesso em: 4 mai. 2013.

BM&FBOVESPA: **Metodologia ISE**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&Idioma=pt-br>. Acesso em: 4 mai. 2013.

BM&FBOVESPA: **Apresentação-ISE**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/Apresentacao-ISE.pdf>. Acesso em: 4 mai. 2013.

BM&FBOVESPA: **Questionários-ISE**. Disponível em: <https://www.isebvmf.com.br/index.php?r=site/conteudo&id=52>. Acesso em: 4 mai. 2013.

BUHR, H., & GRAFSTRÖM, M. “**Corporate social responsibility**” edited in the **business press**. Paper presented at the conference on Corporate Social Responsibility in the Era of the Transforming Welfare State, Florence, Italy, 2004.

CARROLL, Archie B. A three dimensional model of corporate performance. **Academy of Management Review**. v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.

CAVALCANTE, Luiz Ricardo Mattos Teixeira; BRUNI, Adriano Leal; COSTA, Fábio José Mota. Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na bolsa de valores de São Paulo. **Revista de gestão social e ambiental**, v. 3, n. 1, p. 70 - 86, jan./ abr. 2009.

CEZAR, Jesuina Figueira; SILVA JUNIOR, Annor da. A relação entre a responsabilidade social e ambiental com o desempenho financeiro: um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 a 2006. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 2, 2008, Salvador (BA). **Anais...** Salvador: ANPCONT, 2008.

ELKHAWAS, Doaa; SEARCY, Cory. Corporate sustainability ratings: an investigation into how corporations use the Dow Jones Sustainability Index. **Journal of Cleaner Production**, n. 35, p. 79-92, 2012.

FREEMAN. R. Edward.; LIEDTKA, J. Corporate social responsibility: A critical approach. **Business Orizon**, v. 34, p. 92-99, 1991.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**, n. 33, p. 122-126, set. 1970.

_____. **Capitalism na Freedom**. The University of Chicago, 1982.

FINCH, Nigel. **The Emergence of CSR and Sustainability Indices**, 2005.
Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=902201>. Acesso em: 02 jan. 2013.

FUNCHAL, Bruno; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA, Evimael Alves. O índice de sustentabilidade empresarial e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 29-44, jan./fev./mar./abr. 2011.

JENSEN, Michael. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**. Nova Iorque, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; SOUSA, Antonio Carlos de; SOUSA, Ana Carolina Cardoso; CIPOLA, Fabrício Carvalho. Análise Comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socialmente responsáveis, **Pensar Contábil**, v. 11, n. 43, p. 15-23, jan./mar. 2009.

MACHADO, Márcio André Veras; MACHADO, Reis Machado. Responsabilidade Social Impacta o Desempenho Financeiro das Empresas? **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.4, n.1, p. 2-23, 2011.

MACHADO, Márcio André Veras; MACHADO, Reis Machado; CORRAR, Luiz João. Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo, **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809 – 3337 FURB, v. 5, p. 24-38, abr./jun., 2009.

MAIGNAN, I. & RALSTON, D. A. Corporate social responsibility in Europe and the U.S.: Insights from businesses' self-presentations. **Journal of International Business Studies**, v. 33, p. 497–514, 2002.

MARGOLIS, J. D., & WALSH, J. P. Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. **Administrative Science Quarterly**, v. 48, p. 268–305, 2001.

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

MOSKOWITZ, M. "Choosing socially responsible stocks." **Business and Society Review**, n.1, p. 71-75, 1972.

NEWAY, Whitney. K.; WEST, Kenneth. D. A Simple, Positive Semi-definite Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. **Econometrica**, v. 55, p. 703-708, 1987.

NUNES, Julyana Goldner et al. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. **Base - Revista**

de Administração e Contabilidade da Unisinos, São Leopoldo (RS), v. 7, n.4, p. 328-340, 2010.

PARENTE, J.; GELMAN, J. J. **Varejo e responsabilidade social, visão estratégica e práticas no Brasil**. Porto Alegre: Brookman, 2006.

PARKET, R., & EIBERT, H. Social responsibility: The underlying factors. **Business Horizons**, n. 18, p. 5-10, 1975.

PEROTTONI, Marco Antonio. Balanço Social: responsabilidade, padronização e obrigatoriedade. **Revista Brasileira de Contabilidade**, ano XXXI, n.134, p.51, mar./abr. 2002.

SOLOMON, R. C.; HANSON, K. R. **Business Ethics**. New York: Atheneum, 1985.

SOUSA, Fabricio Alves; ALBUQUERQUE, Lúcia Silva; RÊGO, Thaiseany Freitas; RODRIGUES, Marconi Araújo. Responsabilidade Social Empresarial: uma análise sobre a correlação entre a variação do índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o lucro das empresas socialmente responsáveis que compõem esse índice. **REUNIR – Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 1, n. 1, p. 52-68, mai./ago. 2011.

SUCUPIRA, João. **A responsabilidade social das empresas**: conceito, história e sua relação com a noção de sustentabilidade. Responsabilidade Social I. Série Rede Sesi de Educação, v.13, p. 23-70, Sesi/DN – Brasília, 2010.

TSOUTSOURA, Margarita. **Corporate social responsibility and financial performance**. Haas scholl of Business University of California at Berkeley. Projeto de Finanças, Berkeley, Califórnia, mar. 2004. Disponível em: <http://www.haas.berkeley.edu/responsiblebusiness/documents/FinalPapersonCSRPFII.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2013.

VENTURA, Elvira Cruvinel Ferreira. Responsabilidade social das empresas sob a óptica do “novo espírito do capitalismo”. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, ATIBAIA. **Anais...** Rio Janeiro: Anpad, 2003.

WADDOCK, S. A., & GRAVES, S. B. The corporate social performance - financial performance link. **Strategic Management Journal**, v. 18, p. 303–319, 1997.

WALSH, J. P., WEBER, K., & MARGOLIS, J. D. Social issues and management: Our lost cause found. **Journal of Management**, v. 29, p. 859–881, 2003.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

WORLD COMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT. **Our common future**. Oxford: Oxford University Press, 1987. Relatório. Disponível em: <http://www.undocuments.net/wced-ocf.htm>. Acesso em: 02 set. 2013.