

UNIVERSIDADE METODISTA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

OSWALDO MARTINS DOS SANTOS FILHO

O ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E O IMPACTO NO
VALOR DAS AÇÕES: UM ESTUDO DE EVENTO

SÃO BERNARDO DO CAMPO

2010

OSWALDO MARTINS DOS SANTOS FILHO

O ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E O IMPACTO
NO VALOR DAS AÇÕES: UM ESTUDO DE EVENTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Metodista de São Paulo, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre.

Orientação: Prof. Dr. Plinio Bernardi Junior

SÃO BERNARDO DO CAMPO

2010

OSWALDO MARTINS DOS SANTOS FILHO

O ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL E O IMPACTO
NO VALOR DAS AÇÕES: UM ESTUDO DE EVENTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Metodista de São Paulo, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre.

Área de Concentração: Gestão de Organizações

Data de Defesa: 06 / 07 / 2010

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Plinio Bernardi Junior
Orientador
Universidade Metodista de São Paulo

Prof. Dr. Otávio Próspero Sanchez
Examinador Interno
Universidade Metodista de São Paulo

Prof. Dr. Edmilson Alves de Moraes
Examinador Externo
Faculdade de Engenharia Industrial

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Plínio Bernardi Junior, pelo incentivo, pelo direcionamento e por estar sempre acessível e disposto a ajudar nos momentos de maiores dificuldades.

Ao Professor Dr. Otávio Próspero Sanchez, que em suas aulas e fora delas, foi de fundamental importância nesse trabalho.

Ao Professor Dr. Jean Pierre Marras, pelo exemplo de profissional e mentor de valiosos ensinamentos, sempre disposto a doar-se oferecendo ajuda e direcionamento nos momentos de incerteza durante o curso.

Ao Professor Dr. Luiz Roberto Alves, dono de uma cultura ímpar, construtor de ideais que me fascinaram durante suas aulas.

A Professora Dra. Dagmar Silva Pinto de Castro pelas palavras de incentivo e de reconhecimento.

Ao Professor Dr. Felipe Zambaldi, meu orientador no início desta jornada, pelo direcionamento e conselhos sobre os caminhos que deveria trilhar.

Aos demais professores, funcionários e alunos do PPGA – Universidade Metodista de São Paulo, pelos ensinamentos transmitidos e por tornar agradável a convivência ao longo do curso.

A minha família e amigos, pelo apoio, amizade e torcida.

Agradeço a Deus por ter me dado forças e sabedoria para conquistar mais esse objetivo.

DEDICATÓRIA

À minha esposa, Regiane, e aos meus filhos, Enzo e Etoe, que souberam compreender minha ausência em muitos momentos de nossas vidas, pelo amor, pela paciência, pelo carinho, pela amizade e pelo apoio incondicional nessa jornada.

RESUMO

Diante da necessidade de inserção de políticas de desenvolvimento sustentável dentro do contexto das organizações, as empresas investem em recursos esperando que a adoção dessas práticas possa trazer benefícios econômicos e estratégicos, refletidos na imagem da organização e na sua valorização no mercado. Neste cenário, Índices de Sustentabilidade foram criados em escala global, e estes índices em geral, avaliam várias dimensões das relações da organização com a sociedade, meio ambiente e com os provedores de capital para a empresa. No Brasil, especificamente no ano de 2005, foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) para reunir as ações de empresas que incorporam em suas diretrizes de negócio práticas de responsabilidade social e sustentabilidade empresarial. Com isso, a presente dissertação tem por objetivo verificar qual o impacto no valor das ações de uma amostra de 43 empresas perante a entrada ou saída das mesmas das carteiras do ISE. A metodologia de estudo de evento buscou identificar os retornos anormais após as divulgações das carteiras do ISE, de 2005 a 2009, através do modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado. Os dados financeiros, antes e depois do evento, foram extraídos da base de dados da Bolsa de Valores de São Paulo. Os resultados alcançados indicaram relação positiva entre a participação de algumas empresas nas carteiras do ISE e o desempenho financeiro das suas ações, além de mostrar que os investimentos necessários em desenvolvimento sustentável não acarretam perdas, visto a predominância de retornos anormais positivos em todas as situações analisadas neste estudo.

Palavras-Chaves: Sustentabilidade Empresarial, Responsabilidade Social Corporativa, Índice de Sustentabilidade Empresarial e Estudo de Eventos.

ABSTRACT

Due to the necessity of insertion of sustainable development politics within the context of organizations, companies invest in resources expecting that the adoption of these actions may bring strategic and economical benefits, reflected in the image of the organization as well as in its valorization in the market. In this setting, Sustainability Indexes were created in a global scale, and these indexes, in general, evaluate several dimensions of the organization relations with society, environment and with the suppliers of capital to companies. In Brazil, specifically in 2005, the created the Corporate Sustainability Index (ISE) to gather the shares of companies that incorporate in their business objectives, social responsibility as well as company sustainability. Due to what was mentioned above, this paper has the objective of verifying what is the impact in the actions of the sample from 43 companies before the entrance and the exit of CSI funds. The methodology of event study aimed identifies the abnormal returns after the divulgence of the CSI funds, from the editions 2005 to 2009, according to the search, the risk-adjusted return and the market-adjusted return were used. The financial data, before and after the event, were extracted from the data base of São Paulo Stock Market. The results demonstrated the positive relation among the participation of some companies in the portfolios of the ISE and the financial performance of their share value. Moreover, the results showed that the necessary investments in sustainable development did not result in loss, once it could be noticed the predominance of positive abnormal returns in all situations analyzed in this paper.

Keywords: Company Sustainability, Corporate Social Responsibility, Corporate Sustainability Index and Events of Study.

LISTA DE ABREVIATURAS

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar

ADR - *American Depositary Receipt*

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento

APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CES-FGV - Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas

DF - Desempenho Financeiro

DJSI - *Dow Jones Sustainability Index*

DJIA - *Dow Jones Industrial Average*

DAS- Desempenho Sócio-ambiental

FTSE *Financial Times Stock Exchange*

GC - Governança Corporativa

HEM - Hipótese da Eficiência de Mercado

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA - Índice Bovespa

IBrX - Índice Brasil

IDH - Índice de Desenvolvimento Humano

IGC - Índice de Governança Corporativa da Bovespa

ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa

ISR - Investimentos Socialmente Responsáveis

MMA - Ministério do Meio Ambiente

NASDAQ - *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NYSE - *New York Stock Exchange*

ONG - Organizações Não-governamentais

PNUMA - Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente

RSC - Responsabilidade Social Corporativa

TBL - *Triple Bottom Line*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Princípios da Carta da Terra.....	25
Quadro 2 – Diferenças entre os Dois Tipos de Governança Corporativa: <i>Shareholder</i> e <i>Stakeholder</i>	51
Quadro 3 – Comparativo de Aspectos do Novo Mercado <i>versus</i> a Legislação em Vigor.....	56
Quadro 4 – DJSI Critérios de Avaliação de Sustentabilidade Empresarial.....	63

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo de Sustentabilidade Empresarial.....	34
Figura 2 – O Modelo de Organização Sustentável dos 3P's.....	35
Figura 3 – A Pirâmide da Responsabilidade Social Empresarial.....	45
Figura 4 – Janelas de Estimação e de Eventos.....	90
Figura 5 – Gráfico do retorno anormal médio acumulado por setor de atividade.....	97
Figura 6 – Gráfico do retorno anormal médio acumulado por carteira do ISE.....	98

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Carteira do ISE2005/2006 – Participação das Empresas.....	79
Tabela 2 – Carteira do ISE2006/2007 – Participação das Empresas.....	80
Tabela 3 – Carteira do ISE2007/2008 – Participação das Empresas.....	81
Tabela 4 – Carteira do ISE2008/2009 – Participação das Empresas.....	82
Tabela 5 – Carteira do ISE2009/2010 – Participação das Empresas.....	83
Tabela 6 – Distribuição setorial das carteiras do ISE e número de empresas.....	84
Tabela 7. Distribuição setorial das carteiras do ISE e % de participação.....	85
Tabela 8 – Empresas que saíram do ISE.....	86
Tabela 9 – Composição do universo e da amostra por carteira.....	87
Tabela 10 – Composição do universo e da amostra por setor de atividade.....	88
Tabela 11 – Valores críticos para o Teste <i>t</i>	93
Tabela 12 – Resultados obtidos no Teste <i>t</i> de <i>Student</i>	94
Tabela 13 – Resultados agregados ao estudo de evento.....	95
Tabela 14 – Resumo dos resultados do estudo de evento por setor de atividade.....	96
Tabela 15 – Resumo dos resultados do estudo de evento por ano/carteira.....	98

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Problema de Pesquisa e Objetivo Geral da Pesquisa.....	16
1.2 Justificativa.....	16
2 REVISÃO TEÓRICA	18
2.1 Conceitos Básicos de Sustentabilidade.....	19
2.1.1 Marcos da Sustentabilidade.....	19
2.1.2 Desenvolvimento Sustentável.....	26
2.1.3 As Influências das Teorias dos Stakeholders e Shareholders.....	36
2.1.4 Teoria da Agência.....	39
2.1.5 Responsabilidade Social Corporativa.....	41
2.1.6 Governança Corporativa.....	46
2.1.7 A Governança nas Empresas no Brasil.....	53
2.2 Mercado de Ações.....	57
2.2.1 Índices de Mercado.....	59
2.2.2 Índice de Sustentabilidade no Mercado Internacional.....	60
2.2.3 Principais Índices do Mercado Brasileiro.....	64
2.3 Definições do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE.....	67
2.3.1 Metodologia do ISE.....	69
2.3.2 As Dimensões do Questionário do ÍSE.....	70
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	73
3.1 Método da Pesquisa.....	73
3.2 Estudo de Evento.....	74
3.2.1 População e Amostra.....	77
3.2.2 Período do Evento e Janelas do Evento.....	89
3.2.3 Tratamento dos Dados.....	90
4 RESULTADOS DA PESQUISA	92
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	100
6 CONCLUSÕES	103
REFERÊNCIAS	106
APÊNDICE A – Resultado do Cálculo de Retorno Anormal de uma ação..	115
APÊNDICE B – Resultados do Estudo de Evento por Setor de Atividade...	118
APÊNDICE C – Resultados do Estudo de Evento por Carteira.....	125

1 INTRODUÇÃO

É crescente a preocupação da sociedade com a necessidade de se buscar equilíbrio entre desenvolvimento econômico, meio ambiente e justiça social. Nessa conjuntura, coloca-se em questão o papel das empresas no contexto humano e social, dando força a alternativas conceituais administrativas mais amplas e que ressaltem a importância estratégica de atender aos interesses dos principais envolvidos que afetam ou são afetados pelo alcance dos objetivos da empresa (FREEMAN, 1984).

Gerir uma empresa neste enfoque exige a definição de políticas que possam incorporar componentes de responsabilidade socioambiental e desenvolvimento sustentável nas diretrizes estratégicas da organização (ANDRADE, 1997).

Neste contexto, as discussões sobre desenvolvimento sustentável começaram a surgir em Paris, em 1968, com a Conferência sobre a Biosfera, seguida da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente, reunida em Estocolmo, em junho de 1972. Através destas, o conceito de eco-desenvolvimento começou a ganhar corpo, conforme explica Donaire (1999, p. 21), que esse conceito significa desenvolver-se de forma harmoniosa com a natureza, propondo que tenha por base o tripé: justiça social, eficiência econômica e prudência ecológica.

Com isso, segundo Elkington (2001), surge um novo paradigma conhecido como *Triple Bottom Line*, o qual sugere que as organizações podem atingir a sustentabilidade se avaliarem os aspectos econômicos, sociais e ambientais de suas atividades.

Nasce então o conceito de investimentos socialmente responsáveis ou “SRI” do inglês *Social Responsible Investments*, também chamados de “fundos éticos” ou “fundos verdes”. Conforme Cowton (1994), os investimentos éticos são aqueles que adotam no gerenciamento dos seus portfólios critérios sociais ou éticos. Os investimentos socialmente responsáveis mudaram a ordem da procura dos

investidores por ações, os quais não tinham a preocupação de analisar se a empresa desenvolvia ações focadas em sustentabilidade. A opção deste investidor seria pelo tipo de ação que resultaria em maiores lucros, independente da forma de atuação da empresa.

Este novo investidor considera importante checar a atuação da empresa em relação ao meio ambiente, em favor da comunidade e nas relações de trabalho, isto porque querem colocar seus recursos em empresas sustentáveis que adotem a governança corporativa e trabalhem dentro de parâmetros do ponto de vista ambiental e social. Estas aplicações ganham força no mercado porque consideram que essas companhias geram valor para o acionista e para toda sociedade ao longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais (BOVESPA, 2006).

Diante desta nova tendência dos mercados de capitais, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, lançou o ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial, em 30 de novembro de 2005, que têm por objetivo refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, bem como atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro. O índice também constitui ferramenta para análise comparativa das empresas listadas na BOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada na eficiência econômica, no equilíbrio ambiental, na justiça social e na governança corporativa.

As três dimensões da sustentabilidade são abordadas por meio dos temas desenvolvimento econômico, responsabilidade social corporativa e gestão ambiental. Além disso, são feitas referências aos seguintes temas: governança corporativa, por sua importância e por estar relacionado entre os critérios de avaliação das empresas quem compõem o ISE, e mercado de capitais. A confirmação de um melhor desempenho seria um motivador para que as outras empresas seguissem igual caminho, ratificando a rota do desenvolvimento sustentável.

1.1 Problema de Pesquisa e Objetivo Geral da Pesquisa

O cenário descrito anteriormente motivou a formulação do tema acerca da influência da sustentabilidade ambiental e social sobre o sucesso e a competitividade empresarial, buscando responder à pergunta: existe algum impacto observado no valor da ação da empresa pela divulgação da carteira do ISE?

O objetivo geral desta dissertação é responder à indagação acima por meio da análise de uma amostra de 164 ações de 43 empresas que ingressaram e saíram do ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, de 2005 a 2009.

1.2 Justificativa

Avaliar a empresa com o intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é preocupação atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista se torne o padrão global para mensuração da empresa, (RAPPAPORT, 1998, p.1). Alguns autores (COSTA, 2007; TOFFLER, 1995; COLLINS E PORRAS, 1995) são da opinião de que existem controvérsias entre o conceito da responsabilidade social empresarial e o valor para o acionista no mercado livre.

Conforme Zago (2007), esta visão prevaleceu por vários anos, ressaltando que os investimentos em desenvolvimento sustentável conduz a uma inevitável redução do valor da empresa, no entanto, mudanças fundamentais estão ocorrendo em todo o mundo na atualidade. Várias empresas agora consideram a responsabilidade social empresarial como um fator importante na criação de valor e estão dispostas a destinar recursos no desenvolvimento desta forma de gestão.

Por outro lado, aqueles que tentam convencer investidores das vantagens financeiras oferecidas pelos investimentos sociais responsáveis ainda enfrentam ocasionalmente um ceticismo considerável, porque apesar de todo o incentivo feito à adoção de políticas de desenvolvimento sustentável, falta ainda, a evidência empírica quanto à eficácia no que diz respeito ao retorno do investimento.

O presente estudo se justifica pela importância de verificar se as políticas de responsabilidade socioambiental e governança corporativa conferem às empresas um maior valor de mercado, possivelmente, associado a maiores vantagens competitivas e a um crescimento sustentável.

2 REVISÃO TEÓRICA

O objetivo deste capítulo é definir o referencial teórico em torno da relação entre sustentabilidade empresarial e desempenho financeiro. Este projeto será dividido em subseções para facilitar o entendimento e a abordagem dos conceitos que se farão presentes.

A revisão literária que se apresenta no item 2.1 define os conceitos de sustentabilidade empresarial. Aborda-se os conceitos sobre a Teoria dos *Stakeholders* e dos *Shareholders*, e a Teoria da Agência nos itens 2.1.3 e 2.1.4 respectivamente, cujo objetivo desta conceituação é estabelecer o relacionamento destas teorias com a sustentabilidade empresarial. Nos itens 2.1.5 e 2.1.6, a abordagem é sobre os conceitos das Teorias da Responsabilidade Social Corporativa e de Governança Corporativa, que são base de compreensão do trabalho, sob a ótica do mercado acionário. A literatura que trata do conceito sobre o Mercado de Ações é vista no item 2.2. Por fim, no item 2.3 emerge o conceito de formação do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, sua metodologia e resultados. A metodologia do trabalho e sua aplicação estão apresentadas no item 3. As análises e resultados da pesquisa apresentam-se no item 4. No item 5, estão apresentadas as considerações finais da pesquisa. Os apêndices constam no final do presente estudo, demonstrando os resultados das análises, sendo: o apêndice A, um modelo de cálculo do retorno anormal de uma empresa constante na amostra, o apêndice B apresenta os resultados do estudo de evento por setor de atividade e o apêndice C, os resultados do estudo de evento por carteira.

2.1 Conceitos Básicos de Sustentabilidade

Buscando explicar os motivos que levaram o mercado de capitais a criar índices baseados no conceito de sustentabilidade corporativa, e os fatores que motivaram as empresas a aderirem a esta nova tendência, a qual pressupõe que o investimento nas questões sócio-ambientais possa trazer retornos econômicos positivos para a empresa; inicia-se esta etapa do trabalho apresentando um histórico dos principais acontecimentos que levaram à apresentação de um modelo de desenvolvimento econômico, que procura combinar eficiência econômica e equilíbrio ecológico e social.

2.1.1 Marcos da Sustentabilidade

Segundo Wood (1991), as organizações e a sociedade são complexos sistemas interdependentes; suas ações não podem ser consideradas de forma isolada, ou seja, estabelece-se entre ambas um relacionamento e interação em que as organizações utilizam o ambiente retirando insumos diversos que são transformados por meio de processos produtivos e gerenciais em produtos e serviços vendáveis, que retornam para o ambiente para atender às necessidades da sociedade.

Neste processo, quando a organização obtém retorno financeiro positivo, procura agir de forma socialmente responsável contribuindo para a construção de uma sociedade melhor. Estabelece-se entre a organização e a sociedade uma relação comum em que uma contribui para viabilizar a outra de forma interdependente e constante, em que o lucro viabiliza a responsabilidade social e esta viabiliza o lucro.

Embora este seja um modelo de relacionamento econômico que traz vantagens para as empresas e a sociedade; esta prática não se consolida, pois o

que se vê é a degradação do meio ambiente e o aumento da pobreza das nações, havendo então, a mobilização da sociedade e das empresas para a busca de um equilíbrio socioeconômico com o meio ambiente, derivando-se assim o termo desenvolvimento sustentável.

O conceito de desenvolvimento sustentável começou a surgir para o mundo em Paris, em 1968 com a Conferência sobre a Biosfera tendo como estudiosos os especialistas em ciências que buscavam discutir o uso racional dos recursos naturais e a forma de diminuir os vários impactos ambientais causados por este uso descontrolado. Desta conferência surgiu uma entidade denominada de Clube de Roma, a qual produziu os primeiros estudos científicos a respeito da preservação ambiental que entendia existir quatro grandes questões que deveriam ser solucionadas para que se alcançasse a sustentabilidade: controle do crescimento populacional, controle do crescimento industrial, insuficiência da produção de alimentos e o esgotamento dos recursos naturais, Meadows (1972).

A pedido do Clube de Roma um grupo de pesquisadores produziu um estudo intitulado de Limites de Crescimento, que buscou interpretar a ação do crescimento econômico para os próximos 100 anos sem considerar o desenvolvimento tecnológico e a substituição de matéria prima que possa causar danos ao meio ambiente. Uma das conclusões apontadas neste estudo é que seria necessário congelar o crescimento econômico e crescimento da população mundial, medidas estas consideradas extremas por vários estudiosos, Meadows (1972).

A partir deste evento houve a primeira Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente, em Estocolmo em junho de 1972, sendo esta marcada pela presença de grandes líderes mundiais que se reuniram pela primeira vez para discutir o assunto. Nesta conferência estabeleceu-se uma visão global, bem como a definição de princípios comuns que serviram de inspiração e orientação para guiar os povos do mundo na preservação e na melhoria do meio ambiente.

Desde então, o pensamento sobre eco desenvolvimento começou a ser elaborado originando então o termo desenvolvimento sustentável. O primeiro pesquisador a se preocupar com este pensamento foi Maurice Strong, que definiu os

princípios básicos sobre uma nova concepção que os rumos do desenvolvimento deveriam seguir, concebendo seis aspectos para integrar esta nova visão (SACHS, 1986).

- Satisfazer as necessidades básicas da população;
- Ser solidário com as gerações futuras;
- Estimular a população envolvida;
- Preservar os recursos naturais e ambientais;
- Elaborar um sistema social para garantir emprego, segurança e respeito a diferentes culturas;
- Implementar programas de educação.

Comemorando os vinte anos da Conferência de Estocolmo, aconteceu na cidade do Rio de Janeiro (Brasil), a Conferência Mundial Sobre Gestão Ambiental e Desenvolvimento Sustentável, conhecida também como Eco-92, que passou a ser conhecida como o mais importante evento que reuniu líderes de todo o mundo, culminando em dois importantes documentos conhecidos como Declaração da Terra e Agenda 21 (CMMAD, 1991).

A Agenda 21 aprovada durante a conferência realizada no Rio de Janeiro, é um macro plano de ação para alcançar os objetivos do desenvolvimento sustentável. Na sua essência, ela é uma espécie de consolidação sistematizada dos assuntos:

- Erradicação da pobreza;
- Padrão de consumo;
- Combate ao desflorestamento;
- Proteção da atmosfera;
- Gestão de recursos hídricos;
- Manejo de resíduos sólidos.

Estes assuntos foram tratados em diversos relatórios, acordos e outros documentos intergovernamentais elaborados durante décadas, tais como a Convenção de Viena para a Proteção da Camada de Ozônio de 1985, a Conferência

das Nações Unidas sobre Água de Mar del Plata de 1977, a Convenção das Nações Unidas sobre o Direito do Mar de 1982, a Conferência Mundial sobre Ensino para Todos de Jomtien de 1990 e a Conferência Intergovernamental de Tbilisi sobre Educação Ambiental de 1977. A agenda incorporou as recomendações das convenções e documentos oficiais durante a Conferência do Rio de Janeiro em 1992, bem como os princípios, conceitos e recomendações do relatório da Comissão *Brundtland* em documentos de entidades importantes ligadas ao movimento do desenvolvimento sustentável, como a *World Conservation Union* (UICN) e o Painel Intergovernamental sobre Mudanças Climáticas (IPCC).

A Agenda 21 é o resultado da assinatura de 178 países participantes desta conferência, que estabelece como fator principal a parceria entre estado e sociedade na construção de políticas de desenvolvimento sustentável e a forma de implementação destas políticas.

Segundo Barbieri (2007), um dos objetivos da Agenda 21 foi tirar as recomendações e os planos de ação acordados nesses documentos das prateleiras dos órgãos oficiais e da esfera exclusiva dos governos centrais; para que diferentes segmentos da sociedade (empresas, comunidade científica e tecnológica, autoridades locais, sindicatos, etc) possam contribuir a seu modo para o alcance dos resultados esperados.

Com base nas informações da Agenda 21, a comunidade global é um reflexo das tendências e escolhas feitas nas comunidades independentes e locais de todo o mundo. Os problemas ambientais não podem ser resolvidos por programas globais, é preciso um olhar para a localidade, ninguém investe recursos para alcançar objetivos que não estejam diretamente ligados às suas necessidades, e a vida das pessoas mais sustentável, assim a campanha da Agenda 21 Local foi criada para conceber planos de ações que se conseguirem resolver os problemas locais, conseqüentemente ajudarão a alcançar resultados globais.

A Agenda 21 Local é um processo de desenvolvimento de políticas para o desenvolvimento sustentável e de construção de parcerias entre autoridades locais e

outros setores. A sua base é a criação de sistemas de gerenciamento que levem o futuro em consideração. Este gerenciamento deverá:

- Integrar planejamento e políticas;
- Envolver todos os setores da sociedade;
- Focalizar resultados a longo prazo.

Segundo Camargo (2002), outros encontros foram realizados para discutir e avaliar os resultados obtidos a partir destes eventos anteriores, embora, tenha havido um compromisso das nações que assinaram estes acordos. O que se mostra é uma distância muito grande diante das expectativas apresentadas por estes relatórios.

Partindo das questões levantadas nas conferências sobre o desenvolvimento sustentável, o crescimento econômico promovido deve ser entendido como um instrumento de transformação social e do bem-estar da sociedade em geral.

A Declaração da Terra é um documento contendo 27 princípios, os quais foram elaborados para ter os mesmos efeitos da Declaração dos Direitos Humanos, que coloca os seres humanos no centro do desenvolvimento sustentável, reforça a preocupação na aplicação de instrumentos econômicos que estimulem o crescimento com padrões de produção que visam proteger o meio ambiente dos resíduos gerados por estes processos (CMMAD, 1991).

A Carta da Terra é outra fonte de princípios diretivos para políticas empresariais. Ela surgiu para incluir questões que não foram tratadas na Declaração do Rio de Janeiro de 1992, ou foram tratadas de modo insatisfatório. A Declaração pelo fato de ser um documento oficial, deixou de lado questões que não obteriam consenso, como a condenação à corrupção, a igualdade de gênero, a proteção aos animais e a defesa da democracia. Por isso, durante a Conferência surgiu a idéia de produzir um documento que procurasse sanar essas deficiências, porém fora dos círculos oficiais. A elaboração da Carta da Terra começou de fato somente em 1995, sendo esta dividida em quatro partes referentes aos seguintes temas:

Respeitar e cuidar da comunidade da vida; Integridade ecológica; Justiça econômica e social; Democracia, não-violência e paz. (BARBIERI e CAJAZEIRA, 2009, p. 152).

Cada um desses temas apresenta princípios de ação aplicáveis às empresas, pois a Carta não está restrita às questões relacionadas ao direito internacional público, como é o caso da Declaração do Rio de Janeiro de 1992.

Ao todo, a Carta apresenta 16 princípios dos quais os quatro primeiros são de ordem geral e representam compromissos com o futuro do Planeta e da Humanidade, e os demais são princípios para a consecução desses compromissos. (BARBIERI e CAJAZEIRA, 2009, p. 152).

Quadro 1 - Princípios da Carta da Terra

Parte 1: Respeitar e cuidar da comunidade da vida

- Princípio 1 - Respeitar a Terra e a vida em toda a sua diversidade;
- Princípio 2 - Cuidar da comunidade da vida com compreensão, compaixão e amor;
- Princípio 3 - Construir sociedades democráticas que sejam justas, participativas, sustentáveis e pacíficas;
- Princípio 4 - Garantir as dádivas e a beleza da Terra para as atuais e as futuras gerações

Parte 2: Integridade ecológica

- Princípio 5 - Proteger e restaurar a integridade dos sistemas ecológicos da Terra;
- Princípio 6 - Prevenir o dano ao ambiente como o melhor método de proteção ambiental;
- Princípio 7 - Adotar padrões de produção, consumo e reprodução que protejam as capacidades regenerativas da Terra, os direitos humanos e o bem-estar comunitário;
- Princípio 8 - Avançar no estudo da sustentabilidade ecológica e promover a troca aberta e ampla aplicação do conhecimento adquirido.

Parte 3: Justiça econômica e social

- Princípio 9 - Erradicar a pobreza como um imperativo ético, social e ambiental;
- Princípio 10 - Garantir que as atividades e instituições econômicas em todos os níveis promovam o desenvolvimento humano de forma equitativa e sustentável;
- Princípio 11 - Afirmar a igualdade e a equidade de gênero como pré-requisitos para o desenvolvimento sustentável e assegurar o acesso universal à educação, ao cuidado da saúde e às oportunidades econômicas;
- Princípio 12 - Defender, sem discriminação, os direitos de todas as pessoas a um ambiente natural e social capaz de assegurar a dignidade humana, a saúde corporal e o bem-estar espiritual concedendo especial atenção aos direitos dos povos indígenas e minorias.

Parte 4: Democracia, não-violência e paz

- Princípio 13 - Fortalecer as instituições democráticas em todos os níveis e proporcionar-lhes transparência e prestação de contas no exercício do governo, participação inclusiva na tomada de decisões e acesso à justiça;
- Princípio 14 - Integrar, na educação formal e na aprendizagem ao longo da vida, os conhecimentos, valores e habilidades necessárias para um modelo de vida sustentável;
- Princípio 15 - Tratar os seres vivos com respeito e consideração;
- Princípio 16 - Promover uma cultura de tolerância, não-violência e paz.

Fonte: Carta da Terra (1992), adaptado pelo autor.

2.1.2 Desenvolvimento Sustentável

O propósito deste capítulo é de apresentar os conceitos de desenvolvimento sustentável e suas tendências, e definir a importância da mesma para empresas, governo e sociedade em geral.

Conforme Silva (2006), o conceito de desenvolvimento sustentável ligado à preservação do meio ambiente é uma idéia concebida em anos recentes, quando se tornaram evidentes os danos que o crescimento econômico e os processos de industrialização causaram ao meio ambiente.

Segundo Siche (2007):

“sustentabilidade vem do latim “Sustentare” que significa susten-
sustentar, suportar, conservar em bom estado, manter e resistir.
Assim sustentável é tudo aquilo que é capaz de ser mantido,
sustentado”.

A análise e pesquisa para desenvolvimento de noções da "sustentabilidade" são encontrados em estudos conceituais de (BARTH, 1971; LOVEJOY, 1964; PASSMORE, 1970).

Segundo os autores Chiesa, Manzini e Noci (1999) e Meadows et al. (1972), o termo sustentabilidade foi introduzido para fornecer um meio para lidar com os problemas relativos à deterioração da relação entre nossa ecologia global e um contínuo desenvolvimento econômico.

Segundo Faber (2005) a sustentabilidade possui três aspectos: o artefato, a orientação e a interação. O artefato diz respeito a tangibilidade dos aspectos que irão se relacionar com a sustentabilidade. Isto pode ser entendido como uma empresa que fabrica produtos e deve buscar alternativas que produzam menor impacto possível a natureza. A análise da complexidade do impacto causado pela produção deve ser estudada desde a criação do produto, até o final do uso do

mesmo, visando a diminuição de descartes que se traduzam em agressões ambientais.

Faber (2005) ainda comenta que a orientação está ligada à idéia de sustentabilidade que tem uma conotação subjetiva quando observada sob outras perspectivas. Não é só o que poupe a natureza é que deve ser considerado como sustentabilidade, as ações sustentáveis têm que estar bem definidas. A idéia subjacente da palavra também deve ser interpretada como medidas que visem sustentarem ideais ao longo do tempo para que não haja mudanças que retomem a degradação. Isto parece óbvio, mas com a evolução da sociedade e o surgimento dos novos comportamentos alguns conceitos podem cair em esquecimento.

Já interação, para Faber (2005) como a própria palavra em si diz, remete ao respeito à conexão do artefato e da orientação, onde a produção e utilização de materiais da natureza caminhem juntas, onde ambos possam se manter infinitamente, sem a preocupação da perda ou destruição.

Faber (2005) explica que ainda não se tem consolidado os parâmetros do que realmente possa ser absolutamente sustentável. A aplicação de conceitos de sustentabilidade é um fato recente e ainda não se tem uma idéia precisa de quanto tempo se tem para mudar o comportamento. Existe uma variável não mensurada que é a inércia de todas as atividades industriais e humanas, que mesmo que fossem extintas seus impactos perdurariam por décadas.

Faber (2005) comenta que o entendimento das pessoas com o artefato e a orientação desencadeará ações permanentes e duradouras nos quesitos importantes para que se haja uma real interação entre as ações objetivas e subjetivas que definitivamente promovem o desenvolvimento sustentável.

Apenas fazer apreciações aos meios sustentáveis não fará inferência alguma à realidade atual. Esse tripé descrito faz com que a amplitude de todo o conhecimento que se vem acumulando sobre o assunto, tenha real função na vida das pessoas e que produza resultados sólidos e melhorem a vida daqui por diante.

Uma interessante divisão de conceitos de sustentabilidade sob óticas de perspectivas foi realizada por (BELLEN, 2006). Ele explica que a sustentabilidade é dividida em quatro perspectivas:

1. Sustentabilidade da perspectiva econômica: segundo a teoria econômica, esta deve atender a três objetivos: alocação, distribuição e escala. A alocação é quando existe uma disponibilização em função das preferências individuais. A distribuição está relacionada em como os recursos serão distribuídos entre as pessoas. E a escala se refere ao volume físico de todos os materiais e energia utilizada. Quando se atinge um equilíbrio destes três objetivos, é possível manter recursos disponíveis sem restringir seu uso, ou mesmo não tê-lo mais disponível por ter sido totalmente consumido;

2. Sustentabilidade da perspectiva social: nesta perspectiva toda a ênfase é voltada a presença do ser humano na Terra. Isso equivale a dizer que a preocupação maior é voltada ao bem estar humano, sua qualidade e os meios que são utilizados para promover todo esse conjunto de condições;

3. Sustentabilidade da perspectiva ambiental: a preocupação principal desta perspectiva é todo o impacto causado pelas atividades humanas no meio ambiente. Esta perspectiva defende que o ser humano deveria se preocupar com a ampliação do potencial do planeta em oferecer recursos, ao mesmo tempo em que mantém sua deterioração em um nível mínimo;

4. Sustentabilidade das perspectivas geográfica e cultural: a perspectiva geográfica pode ser definida como a obtenção uma melhor distribuição dos assentamentos humanos e de todas as suas atividades econômicas, buscando uma alocação das pessoas para proteger a diversidade biológica. Já a perspectiva cultural engloba o conhecimento pelas pessoas de toda a fragilidade do meio ambiente sem esquecer os problemas sócio-econômicos. Depende da disseminação da cultura para alcançar os objetivos sustentáveis, pois as pessoas são os principais responsáveis e os principais atores atuantes no meio em que vivem e este meio é comum a todos (BELLEN, 2006).

Mas o conceito que veio marcar definitivamente a visão de sustentabilidade e que de certa maneira faz um resumo conhecido até então, e que estão relacionados ao desenvolvimento Sustentável humano é o de (BRUNDTLAND ET AL, 1991, P. 46), "o desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem as suas próprias necessidades".

A gama de conceitos de sustentabilidade é imensa. Existem outros conceitos definidos por diversos pesquisadores, cada um com seu foco, mas que convergem para o que deve ser mais importante, quando o quesito principal é a sustentabilidade do meio ambiente: a disseminação da idéia que a humanidade deve mudar seus comportamentos de consumo, produção, proteção ambiental para que se obtenha uma economia duradoura e sustentável.

O conceito de desenvolvimento sustentável origina-se a partir do processo de revelação, esclarecimento e descoberta de uma nova postura da sociedade diante dos desafios do presente e do futuro, devendo ser consistente com o novo paradigma de desenvolvimento econômico, além de revelar de forma harmoniosa entre os objetivos constantes das nações, empresas e sociedade civil organizada (CAIDEN E CARAVANTES, 1988; BUARQUE, 1990; FURTADO, 1988; CAMARGO, 2003; SILVA, 2005).

As discussões provocadas por Castro (1996), constataram que, embora o desenvolvimento tenha se tornado uma bandeira e uma necessidade do cenário pós-guerra, os resultados obtidos nesse período ficaram muito longe do prometido pelos desenvolvimentistas; pois o aprofundamento das crises, gerado pelo sistema capitalista, impactou de maneira contundente o planeta e seus recursos naturais, como o aumento da poluição, a degradação do meio ambiente, o aumento considerável das pessoas nos limites da linha de pobreza, comprometendo significativamente o meio ambiente e o futuro da humanidade.

Segundo Buarque (1990), o termo "desenvolvimento" sempre foi utilizado para indicar o processo de promoção de melhoria qualitativa das condições de vida da população. Porém, a existência das desigualdades nas condições de vida em

determinadas regiões e países, fez com que surgissem diversas teorias a esse respeito desde os percussores da economia clássica.

Muitos economistas previam um crescimento das forças de produção, a qual geraria um processo amplo e completo de desenvolvimento econômico, estendendo-se a todos os domínios da atividade humana. O que se verificou, entretanto, foi uma crise social que acentuou as desigualdades de distribuição de renda e das condições de bem-estar, (SACHS, 1993).

Kowarick (2001), ressalta que o desenvolvimento social não está atrelado ao crescimento econômico, pelo contrário, a experiência latino-americana tem demonstrado que o crescimento da economia muitas vezes, se realiza à custa do desenvolvimento social, quando se percebe a intensificação da distância entre ricos e pobres.

Silva (2001), relata que as experiências de desenvolvimento econômico nas últimas décadas, em âmbito mundial, mostram uma disparidade entre o crescimento econômico e as mudanças sociais provocadas por este crescimento, existindo uma distância entre os lucros obtidos pelos agentes produtivos e o custo social pago pela população, sobretudo nas camadas inferiores.

Conforme descrito em Almeida (1996), a idéia central do conceito de desenvolvimento sustentável passa a ser vista como um incentivador de um novo projeto para a sociedade; capaz de garantir no presente e no futuro, a sobrevivência dos recursos naturais e dos grupos sociais e tendo como base o reconhecimento da inadequação econômica, social e ambiental do padrão de desenvolvimento das sociedades contemporâneas. Essa noção nasce da compreensão da finitude dos recursos naturais e das injustiças sociais, provocadas pelo modelo de desenvolvimento vigente na maioria dos países.

Segundo Barbieri e Cajazeira (2009), os pensadores que defendem o desenvolvimento sustentável baseiam-se em constatações de que a capacidade de recursos naturais que o Planeta Terra entrega para a produção de bens mostra sinais claros de esgotamento, isso proporciona um desequilíbrio ambiental, como o

aquecimento global, o comprometimento da camada de ozônio, a poluição cada vez mais sentida nos rios e oceanos, o aumento no número de espécimes em extinção, bem como sérios problemas sociais, falta de moradia, falta de saneamento básico e a violência urbana.

Almeida (2002) e Coral (2002), concordam que as empresas devem ter a preocupação com os aspectos de desenvolvimento sustentável, e conscientes disto, estar atentas às mudanças no cenário global, além dos fatores econômicos e estruturais, outros começam a fazer parte da responsabilidade das empresas, como as questões do meio ambiente natural e as questões sociais.

Sachs (1993), considera as seguintes dimensões da sustentabilidade:

1. a sustentabilidade social trata da consolidação de processos que promovem a equidade na distribuição dos bens e da renda para melhorar substancialmente os direitos e condições das massas da população e reduzir as distâncias entre os padrões de vida das pessoas;
2. a sustentabilidade econômica possibilita a alocação e gestão eficiente dos recursos produtivos, bem como um fluxo regular de investimentos públicos e privados;
3. a sustentabilidade ecológica refere-se às ações para aumentar a capacidade de carga do planeta e evitar danos ao meio ambiente causados pelos processos de desenvolvimento, substituindo o consumo de recursos não-renováveis por recursos renováveis, reduzindo as emissões de poluentes, preservando a biodiversidade;
4. a sustentabilidade espacial refere-se a uma configuração rural-urbana equilibrada e uma melhor solução para os assentamentos humanos;
5. a sustentabilidade cultural refere-se ao respeito pela pluralidade de soluções particulares apropriadas às especificidades de cada ecossistema (SACHS, 1993).

Para as empresas, a sustentabilidade é um poderoso instrumento de definição de negócio, uma empresa sustentável é aquela que gera lucro para seus acionistas protegendo o ambiente e melhorando a vida das pessoas com quem interage. Ela opera de modo que os seus interesses comerciais e os interesses do ambiente e da sociedade se cruzam. Um negócio sustentável representa uma excelente chance de ter amanhã mais sucesso que hoje, e ainda ser bem sucedido, não apenas por meses ou mesmo anos, mas por décadas ou gerações (CAMARGO, 2002).

Segundo Bansal e Roth (2000), as empresas possuem dois motivos críticos que levam à adoção do comprometimento ambiental: o primeiro motivo é que se a empresa apenas cumprir requisitos impostos por lei sobre proteção ambiental, equipará este comportamento como outros tipos de obrigações legais já existentes, como por exemplo, recolhimentos de impostos, taxas, entre outros. Tornar-se-ia uma rotina comum às atividades administrativas já que seria necessário somente cumprir o que é exigido e que estaria tudo em ordem. Desta maneira nunca haveria o interesse em desenvolver atividades que colaborassem cada vez mais com a proteção do meio ambiente.

O segundo motivo defendido pelos autores partia do pressuposto de que se não houvesse leis que regulamentassem a proteção ambiental e que cada empresa fosse responsável por determinar suas próprias medidas a serem tomadas com relação a políticas para o meio ambiente, implicaria em uma falta de padrão comum entre o mercado e cada empresa adotaria a conduta que lhe conviesse, dificultando assim, a avaliação por órgãos reguladores, que não teriam como aceitar ou penalizar condutas satisfatórias e insatisfatórias, devido a inexistência de parâmetros.

A explicação dada por estes autores é que ainda existem dúvidas para as empresas na defesa desta conduta, principalmente com relação ao desempenho financeiro, visto que investimentos em prol de fatores ambientais trazem aumento de despesas e conseqüentemente, aumento nos custos.

Bansal e Roth (2000), afirmam ainda que além do fator econômico a responsabilidade ecológica está relacionada com quatro fatores que devem ser

priorizados pela empresa: a legislação vigente, os *stakeholders*, as oportunidades econômicas e algumas motivações éticas.

No caso da legislação, é interessante para a empresa cumprir corretamente o que está estabelecido em lei para não acarretar multas e outras despesas financeiras. Os *stakeholders* são os responsáveis por enxergarem a imagem que a empresa passa para a sociedade como um todo. Sendo assim, fornecedores, população local, clientes e outros grupos interessados, têm impacto nas decisões tomadas pela empresa, afinal seus diretores não querem que a organização tenha uma imagem negativa perante o mercado.

Por oportunidades econômicas, os autores entendem que as empresas adotam sistemas que protegem o meio ambiente como o reaproveitamento de materiais, utilização de produtos reciclados, utilização de maquinários que consumam menos energia, poderiam constituir um sistema de proteção ambiental diminuindo os custos e conseqüentemente aumentando os lucros da empresa. Do ponto de vista das motivações éticas, as empresas têm que adotar atitudes que sejam aceitas pela sociedade como um todo, aumentando sua visibilidade como empresa preocupada com as questões sociais e ambientais.

Elkington (2001), cunhou o termo *Triple Bottom Line* (TBL) denominado o tripé da sustentabilidade; segundo estes conceitos os princípios norteadores das ações das empresas devem integrar os elementos econômicos, sociais e ambientais como forma de desenvolver ações específicas que proporcionam crescimento econômico, lucratividade e respeito ao meio ambiente e as pessoas.

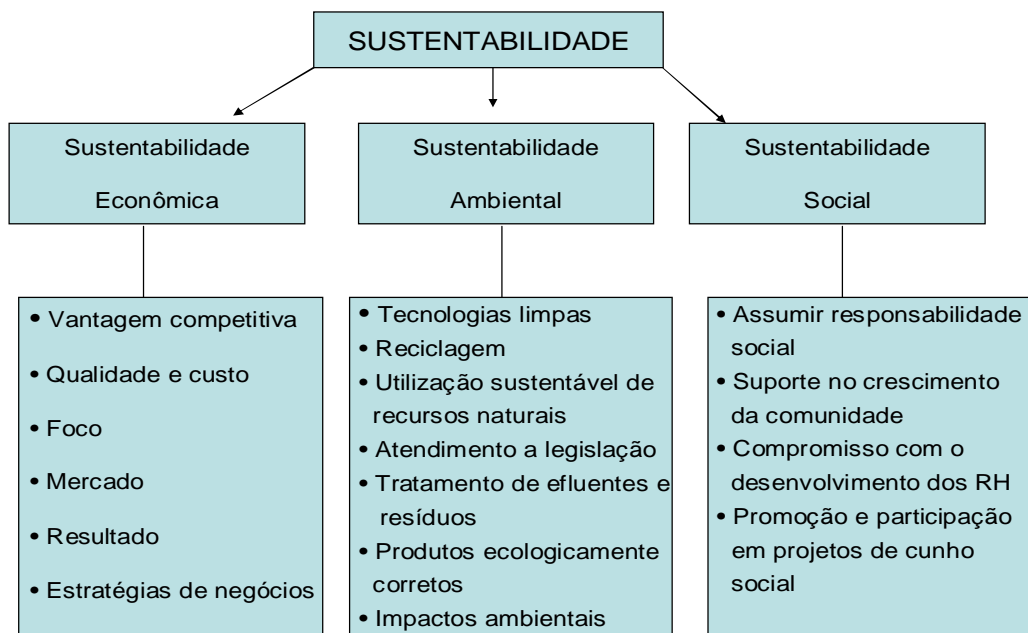


Figura 1 - Modelo de Sustentabilidade Empresarial

Fonte: Coral (2002, p. 129)

Dentro deste conceito, para ser sustentável uma organização ou negócio deve ser financeiramente viável, socialmente justo e ambientalmente responsável. Para Elkington (2001), o *Triple Bottom Line* surge como uma tentativa de criar uma abordagem que interpretasse a complexidade da agenda da sustentabilidade, visto que algumas organizações, como o Conselho Mundial de Negócios para o Desenvolvimento Sustentável (World Business Council for Sustainable Development - WBCSD) – órgão representativo de várias empresas líderes no mundo, abriram diálogo à respeito de eficiência, e de que forma poderiam lucrar economizando energia, protegendo o meio ambiente e diminuindo a poluição.

O modelo *triple bottom line* ganhou popularidade e inspirou diversas variações, uma dessas variações é o modelo dos 3Ps de *Profit, People e Planet* (Lucro, Pessoas e Planeta) que representam as três dimensões da sustentabilidade: a econômica, a social e a ambiental. A responsabilidade social apóia-se no desempenho dessas três dimensões, é a viga que suporta a sustentabilidade empresarial (MARREWIJK, 2003, p. 101).

Na verdade, o modelo dos 3Ps não avança em relação ao modelo dos três resultados líquidos. Pelo contrário, enquanto este é um modelo de aplicação geral

usado para empresas, entidades públicas, cooperativas e outras organizações da sociedade civil sem fins lucrativo, o modelo dos 3Ps tem sua aplicação restrita às empresas, na medida em que associa a dimensão econômica ao lucro. A idéia é que as organizações de qualquer natureza, inclusive as do setor público, também necessitam explicitar suas contribuições nessas três dimensões da sustentabilidade.

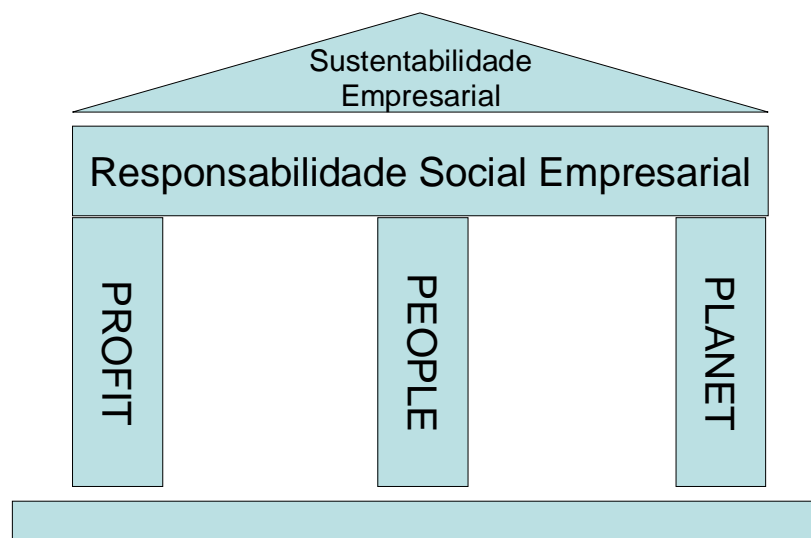


Figura 2. O modelo de organização sustentável dos 3Ps
Fonte: Marrewijk (2003)

É crescente o reconhecimento de que o desenvolvimento sustentável exigirá mudanças profundas na governança das empresas e em todo o processo de globalização, colocando um foco renovado no governo e na sociedade civil.

Algumas iniciativas a favor da manutenção e melhoria dos padrões de vida no planeta já podem ser vistas. A Organização das Nações Unidas (ONU) instituiu um conjunto de iniciativas para o período compreendido entre 2005 e 2014, voltadas à promoção do desenvolvimento sustentável. As iniciativas da ONU nesta “Década da Educação para o Desenvolvimento Sustentável” buscam proporcionar uma percepção correta da questão socioambiental, e assim, fomentar atitudes e comportamentos favoráveis para a construção de um futuro no qual os interesses da sociedade, sejam contemplados de acordo com o Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (CES-FGV, 2008).

Em pesquisa realizada pela Price Waterhouse Coopers Auditores Ind, (PWC, 2003), com os presidentes das 1.000 maiores organizações mundiais, constatou-se que 90% dos entrevistados defendem que os conceitos de sustentabilidade empresarial será uma questão a ser discutida na elaboração das estratégias de negócio; pois afirmam que a sustentabilidade ou práticas sustentáveis serão importantes para o lucro da empresa (CES-FGV, 2008).

A próxima seção aborda um referencial teórico baseado na teoria dos *stakeholders* ou teoria dos grupos de interesse, na teoria dos *shareholders* ou teoria da maximização da riqueza dos acionistas que inclui idéia de que o resultado final da atividade de uma organização empresarial deve levar em consideração os retornos que otimizam os resultados de todos os *stakeholders* envolvidos, e não apenas os resultados dos acionistas e a relação da sustentabilidade à estratégia organizacional

2.1.3 As Influências das Teorias dos Stakeholders e Shareholders

As organizações desenvolvem estratégias que procuram manter um diálogo contínuo e transparente com a sociedade, visando com isto garantir crescimento e sustentabilidade organizacional com posturas socialmente corretas, ambientalmente sustentáveis e que produzam retornos para todos os agentes econômicos interessados na organização. Esses agentes são chamados de *stakeholders*, pelo fato que em algum momento da vida organizacional podem exercer influência ou serem por ela influenciados. São funcionários, fornecedores, clientes, concorrentes, governo, bancos e a comunidade em que a organização está inserida.

Segundo Freeman (1984), *stakeholder* é qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar os objetivos de uma organização e ser afetado por estes objetivos.

Para o Instituto Ethos (2005), *stakeholders* é um:

Termo em inglês amplamente utilizado para designar as partes interessadas, ou seja, qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar o negócio, por meio de suas opiniões ou ações, ou ser por ele afetado: público interno, fornecedores, consumidores, comunidade, governo, acionistas, etc. Há uma tendência cada vez maior em se considerar *stakeholder* quem se julgue como tal, e em cada situação a empresa deve procurar fazer um mapeamento dos *stakeholders* envolvidos. (INSTITUTO ETHOS, 2005).

Os *stakeholders* desempenham importantes papéis na elaboração do planejamento estratégico das organizações, pois reforçam os objetivos de maximizar sua riqueza ou valor, aliando as práticas de responsabilidade social.

Como afirmou Freeman, Wicks e Parmar (2004), a teoria dos *stakeholders* defende cinco pontos que trazem valor ao acionista:

- a) A maximização do valor ao acionista deve ser vista como um conjunto de atividades que estejam alinhadas com a visão dos *stakeholders*;
- b) A maximização dos valores aos acionistas cria um ambiente adequado para que os gestores possam assumir com mais segurança alguns riscos empresariais;
- c) Quando a empresa possui mais de uma função-objetivo, o apoio dos *stakeholders* se faz necessário para uma melhor conduta dos negócios;
- d) É mais fácil fazer com que haja a quebra de vínculo com algum grupo de *stakeholders* sobre os *shareholders* do que o contrário;
- e) Quando existir alguma quebra ou violação de contrato os *stakeholders* tem um maior apoio jurídico se comparado com os *shareholders*.

Assim sendo, a teoria dos *stakeholders* está a favor dos acionistas, pois estes também fazem parte do grupo de interessados nas atividades da empresa.

Para Gitman (2002), existem outros objetivos da organização que não seja apenas melhorar a posição dos *stakeholders*, mas de preservá-la, voltando-se para os resultados patrimoniais e financeiros, e também para a sustentabilidade e função social.

Diante destas ações a empresa incorrerá em custos adicionais e poderia reduzir o retorno para os acionistas, contrapondo então aos objetivos da teoria dos *shareholders*, que prega a maximização de valor para o acionista (SOUZA, 2006).

Para Silveira (2006), *Shareholders* correspondem a grupos que podem afetar ou serem afetados de modo significativo pela empresa incluindo os próprios acionistas. O foco da organização são os acionistas e agentes mais estreitamente ligados às operações corporativas, os quais estão voltados para os seus interesses e direitos. Friedman (1962), coloca que a responsabilidade social de uma empresa é aumentar os seus lucros e valor para seu dono.

Estas duas visões são antagônicas, pois, enquanto a teoria dos *stakeholders* defende a idéia de que a empresa deve criar valor para seus clientes (internos e externos), fornecedores, bancos, governo e sociedade em geral; a teoria dos *shareholders* entende que a empresa deve proporcionar através da ação de seus administradores o máximo de valor da empresa para seus acionistas.

Com essas perspectivas em mente, é importante pensar na gestão como um processo pelo qual os gestores das empresas conciliem os seus próprios objetivos voltados para as reivindicações e expectativas feitas para eles por vários grupos de interessados (*stakeholders* e *shareholders*). Conciliar estes dois interesses tem se mostrado um desafio para os gestores, sendo necessário que as partes envolvidas estejam alinhadas para garantir o sucesso do negócio.

A Responsabilidade Social surge como um comprometimento por parte das organizações como forma de adotar um comportamento ético e responsável, estimulando o desenvolvimento econômico, melhorando as relações com todas as partes envolvidas com a organização, sejam elas, acionistas, gestores, funcionários, clientes, fornecedores, governo e sociedade de uma forma geral (ALMEIDA, 2002).

É importante destacar que o papel das organizações dentro deste novo contexto de mercado exige que a empresa repense seu modelo de desenvolvimento econômico, mantendo um diálogo com o poder público e representantes da

comunidade, na qual está inserida; e inserindo em suas estratégias de negócio ações de desenvolvimento sustentável.

O próximo item ressalta que o engajamento em práticas de responsabilidade social pode levar a um problema de agência.

2.1.4 Teoria da Agência

Afirmam Jensen e Meckling (1976), com o surgimento das grandes corporações o controle empresarial e o direito a propriedade, que antes estava restrito nas mãos dos donos ou proprietários chamados de principal, sofre uma profunda reformulação, onde o principal contrata um agente e delega a este o poder de decisão sobre a propriedade, diminuindo assim o poder do principal sobre as ações da empresa.

Isto pode ocasionar o conflito de agência, pois, conforme Lopes e Martins (2007, p. 35),

os interesses dos acionistas são bastante diferentes dos interesses dos administradores da empresa e das outras classes de participantes. Cada grupo de interessados na empresa possui uma classe distinta de aspirações.

Para estudar esta divergência de interesses foi desenvolvida a teoria da agência, idealizada inicialmente por Jensen e Meckling¹ (1976), que dizem que a sociedade é concebida como uma rede de contratos, explícitos e implícitos, os quais estabelecem as funções e definem os direitos e deveres de todos os participantes.

No momento que os acionistas contratam um gestor, os conflitos de interesse aparecem, pois, o gestor ou agente muitas vezes, preocupa-se com sua própria riqueza, sua segurança no emprego e outras vantagens pessoais, agindo de forma contrária à maximização de riqueza do acionista ou principal.

¹ Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, 1976.

Isso força os acionistas a tomarem medidas para alinhar os interesses dos gestores aos seus, gerando então os chamados custos de agência. Em qualquer situação que envolva esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas, percebe-se a existência de custos de agência.

Jensen e Meckling (1976), definem custos de agência como a soma:

- Das despesas de monitoramento por parte do principal;
- Das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente;
- Do custo residual.

Williamson (1988), expõe algumas ações que podem gerar conflito entre agente e principal:

- a expectativa de prazo de retorno dos projetos;
- investimentos não lucrativos;
- uso de recursos da empresa para interesses pessoais;
- alta exposição a riscos de investimentos;
- aquisições que não agregam valor para a empresa.

Dentro do enfoque da teoria econômica tradicional, os conceitos de governança corporativa são colocados com o propósito de equilibrar este conflito de agência. Para tanto, as empresas que desejam ter boas práticas sócio-ambientais necessitam ter uma definição sólida de governança corporativa, aliando o termo investimentos socialmente responsáveis ao termo investimentos éticos.

Os mecanismos de controle e de monitoramento são descritos como métodos de auditoria, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias, estabelecimento de sistemas de incentivo e remuneração, que servem para identificar com mais precisão os interesses do administrador e os dos investidores externos (SILVEIRA, 2006).

Estes mecanismos têm como objetivo monitorar e controlar a empresa, permitindo que os administradores ao tomar suas decisões tenham sempre em mente o interesse dos proprietários. Por isso, uma boa estrutura de governança

corporativa deve minimizar os conflitos e os custos de agência e gerar maior valor para a empresa.

Companhias listadas no Novo Mercado adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, incluindo regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. (BOVESPA, 2006).

A responsabilidade social corporativa é parte integrante do processo de tomada de decisões na gestão de negócios e ainda permeia todos os níveis organizacionais, sendo tratada no item seguinte.

2.1.5 Responsabilidade Social Corporativa

Conforme Silva, Rosini e Rodrigues (2009), as grandes transformações ocorridas nos últimos anos proporcionaram benefícios à sociedade humana. O processo de globalização reduziu a distância entre os povos, o acesso aos meios de informação permitiu a conectividade das pessoas em tempo real, as sociedades organizadas passaram a desempenhar um papel importante no cenário econômico mundial, mas também produziram mazelas e prejuízos sociais e ambientais a esta mesma sociedade.

Para as empresas e a sociedade, dentre os principais desafios que são colocados, em especial, está conceber um processo de crescimento que demonstre a perspectiva de proteção do meio ambiente e de inserção social da população. Nesse sentido, o processo de desenvolvimento econômico deve levar em conta não apenas o retorno econômico, mas também o ecológico, as regras políticas e a sociedade de uma forma geral.

Para atender a estas exigências, as organizações começam a implementar estratégias que objetivam construir um relacionamento transparente com a sociedade, de modo a garantir o crescimento e a sustentabilidade organizacional

com posturas éticas e socialmente corretas, ambientalmente sustentáveis e economicamente viáveis.

De acordo com Borger (2001), “as organizações estão sendo cada vez mais pressionadas para olhar o impacto de suas operações para além das paredes organizacionais, sob o risco de serem cobradas por esta estreita visão”.

Partindo do argumento de que as organizações e as suas partes interessadas, conhecidas como *stakeholders*, compartilham recursos, humanos ou materiais para concretização dos resultados, a implementação da estratégia de desenvolvimento depende também de alterações no ambiente interno da organização e nos novos modelos de gerenciamento que garantam a concretização de parcerias e alianças estratégicas, que representam um dos pilares dessa sustentabilidade.

Nesse contexto, discussões como marketing verde, ecoeficiência, ética nos negócios, sustentabilidade, cidadania e governança corporativa estão, cada vez mais, presentes no cotidiano das organizações. Desta forma, os novos modelos de gestão estão saindo da esfera gerencial, para se tornar aspectos centrais das estratégias empresariais que empregam o nome de Responsabilidade Social Empresarial, (SILVA; ROSINI; RODRIGUES, 2009).

Segundo o Instituto Ethos (2005):

Responsabilidade social empresarial é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa, com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais que impulsionem o desenvolvimento sustentável da sociedade; preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais. (INSTITUTO ETHOS, 2005).

Conforme Ashley (2003), responsabilidade social corporativa pode ser definida como:

o compromisso que uma organização deve ter para com a sociedade, expresso por meio de atos e atitudes que a afetem positivamente, de modo amplo, ou a alguma comunidade, de modo específico, agindo proativamente e coerentemente no que tange a seu papel específico na sociedade e a sua prestação de contas para

com ela. A organização, nesse sentido, assume obrigações de caráter moral, além das estabelecidas por lei, mesmo que não diretamente vinculadas a suas atividades, mas que possam contribuir para o desenvolvimento sustentável dos povos (ASHLEY, 2003).

Responsabilidade social empresarial é vista como a ação que a empresa conduz seus negócios buscando ser parceira e co-responsável pelo desenvolvimento social. Para ser socialmente responsável a empresa deve colocar-se atenta às necessidades de todas as partes interessadas em seu negócio, sejam eles, acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidade, governo e meio ambiente, e conseguir interpretar estas necessidades no desenvolvimento das suas estratégias de operações.

Carroll (1991), estabelece em seu estudo que as organizações devem ser reativas a todas as suas demandas sociais, e para isto desenvolveu o que chama de Pirâmide da Responsabilidade Social Empresarial, na qual propõe que o posicionamento da empresa nas dimensões da responsabilidade social são do tipo: econômico, legal, ético e filantrópico.

As responsabilidades econômicas remetem ao fato de que a empresa deve ser lucrativa. Essa é a primeira e principal responsabilidade social da empresa, pois, como diz Carrol (1991), antes de qualquer coisa, ela é a unidade econômica básica da sociedade e, como tal, tem a responsabilidade de produzir bens e serviços que a sociedade deseja e vendê-los com lucro. Todos os demais papéis que ela vier a desempenhar estão condicionados por essas responsabilidades. Por isso, ela está representada como uma seção na qual a pirâmide se assenta.

A responsabilidade legal se apresenta no momento em que a sociedade aprova o sistema econômico, permitindo que as empresas assumam seu papel produtivo como parte da efetivação de um contrato social, determinando as leis sob as quais elas devem operar. A sociedade espera que elas cumpram sua missão econômica dentro de uma estrutura legal. Em outras palavras, significa jogar com as regras do jogo. (BARBIERI E CAJAZEIRA, 2009).

Carroll, (1991), define como terceira dimensão a responsabilidade ética, embora as duas primeiras responsabilidades incluam normas éticas, há comportamentos e atividades não cobertos por leis ou aspectos econômicos do negócio, mas que representam expectativas dos membros da sociedade. Enquanto a responsabilidade legal se refere à expectativa de atuar conforme a lei, a ética se refere à obrigação de fazer o que é certo e justo, evitando ou minimizando causar danos.

A quarta responsabilidade social passou a ser denominada de filantrópica e abrange ações em resposta às expectativas da sociedade de que as empresas atuem como bons cidadãos. Essa dimensão envolve o comprometimento em ações e programas para promover o bem-estar humano. É a menos importante das quatro dimensões, embora possa ser bastante apreciada e desejada como a cereja de um sorvete (CARROL, p. 45, 1991).

A responsabilidade social empresarial impõe o cumprimento simultâneo das responsabilidades econômicas, legais, éticas e filantrópicas, significando que a empresa deve, ao mesmo tempo, ser lucrativa, obedecer às leis, atender as expectativas da sociedade e ser boa cidadã.

As questões ambientais como componentes da responsabilidade social das organizações já são fato amplamente aceito e fazem parte das medidas para se alcançar o desenvolvimento sustentável. Por exemplo, para a Comissão da Comunidade Européia, a responsabilidade social das empresas é um conceito por meio do qual elas passam a integrar preocupações sociais e ambientais nas operações dos seus negócios e nas interações com outras partes interessadas.

De acordo com a *International Organization for Standardization* (ISO), a maioria dos entendimentos atuais sobre o tema explora a inter-relação entre responsabilidade social e os aspectos e impactos econômicos, ambientais e sociais das atividades de uma organização, o que associa ao tema do desenvolvimento sustentável (ISO, 2004).

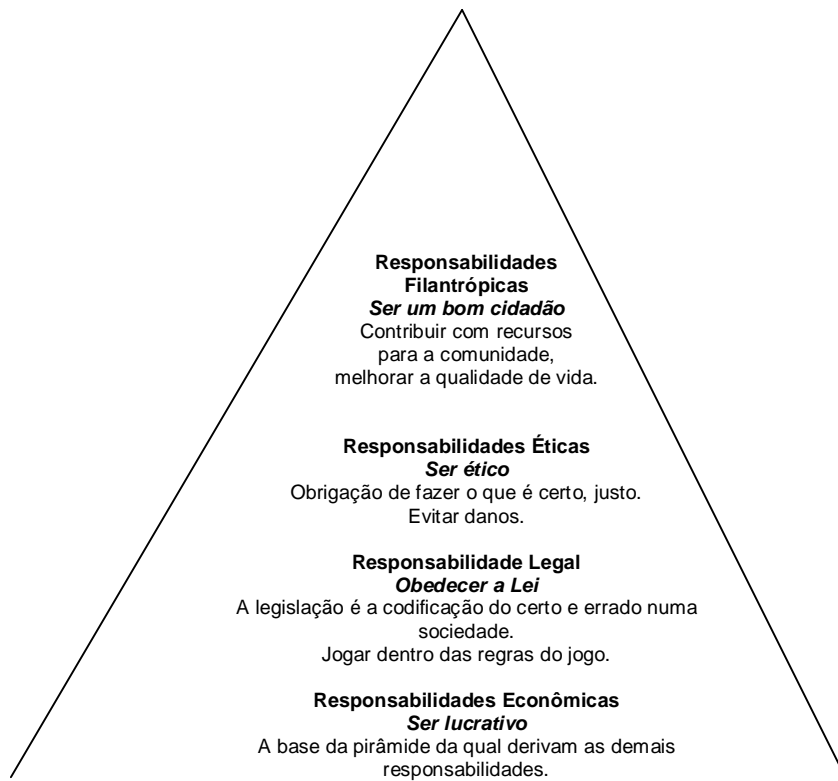


Figura 3 - A Pirâmide da Responsabilidade Social Empresarial
Fonte: CARROLL (1991, p.4)

Partindo do princípio que as organizações foram criadas dentro de um padrão econômico, ou seja, devem entregar para a sociedade de consumo, bens e serviços que as atendam, extraíndo para si o retorno esperado que é o lucro aceitável, Carroll (1991) ressalta que estes objetivos econômicos estimulam o crescimento da organização, mas devem considerar também as outras responsabilidades, pois sem elas as demais responsabilidades se tornam discutíveis.

Nesse sentido, muitas organizações têm voltado à atenção para a importância da responsabilidade social, principalmente quando são implantados novos processos produtivos e que são levados em consideração os danos sociais e ambientais. Esta preocupação vem sendo demonstrada através das estratégias das organizações. Fischer (2002), ressalta a preocupação de empresários e executivos, responsáveis pelas decisões estratégicas do negócio, com a incorporação de uma cultura de responsabilidade social visando aumento na reputação social e melhoria nas redes de relacionamento entre a empresa e suas partes interessadas.

Para Melo Neto e Fróes (2001), a empresa socialmente responsável atua em três vetores:

1. Na adoção dos valores éticos, a empresa inicia sua cultura socialmente responsável, cumprindo com suas obrigações éticas, morais, culturais, econômicas e sociais. A adoção de um código de ética é um bom começo.
2. Na difusão dos valores éticos, a empresa já com seu padrão ético estabelecido, começa a desenvolver projetos e ações.
3. Na transferência de valores éticos é que a empresa assume definitivamente um papel socialmente responsável. Seus projetos e ações tornam-se sustentáveis e os resultados obtidos asseguram uma melhoria da qualidade de vida no trabalho e na comunidade.

A atenção para a responsabilidade social das empresas (RSE) tem evoluído ao longo dos anos, muitas vezes respondendo às necessidades específicas de um determinado tempo, ultrapassando a concepção inicial de que as empresas devem ser direcionadas apenas para gerar lucro para seus acionistas, passando a se responsabilizar pelo desenvolvimento da sociedade na qual está inserida; na medida que adota atitudes que influenciam o bem estar comum e a qualidade de vida dentro e fora da empresa.

A discussão sobre governança corporativa surgiu para superar o chamado conflito de agência dos gestores, que é resultado da separação entre a propriedade e a gestão nas companhias e a responsabilidade social e será tratada no próximo item.

2.1.6 Governança Corporativa

Quando se discute sustentabilidade empresarial e/ou perenidade do negócio, além dos vetores básicos — econômico, ambiental e social — encontra-se sempre presente o tema governança corporativa. Tradicionalmente, a governança corporativa se preocupou em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas, a qual será tratada neste item.

O conceito de governança corporativa surgiu da necessidade de se estabelecerem regras para o controle das corporações, protegendo-as dos abusos

praticados pelos dirigentes e executivos, da ineficiência dos conselhos de administração e a omissão das auditorias externas.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC,2009), a preocupação da governança corporativa está em desenvolver de forma eficiente, mecanismos de controle e de incentivos que permitam o monitoramento das ações praticadas pelos executivos e que estas ações estejam alinhadas com o interesse dos acionistas.

O conceito de governança corporativa aparece inicialmente nos estudos de Berle e Means², com o surgimento das modernas corporações, tendo como foco administrativo a separação entre controle e gestão. Etimologicamente, a palavra governança corporativa esta relacionada à governo, referindo-se então a forma como órgãos e poderes são organizados dentro de uma empresa (SILVA, 2006, p.3).

A literatura apresenta diferentes definições sobre o termo, mas todas apresentam coesão em seus conceitos, princípios, finalidades, modelos e práticas.

São apresentadas a seguir algumas conceituações:

Whiterell define governança corporativa como

O sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, distribuindo direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, tais como conselho de administração, diretoria, proprietários e outros *stakeholders* (WITHERELL, 1999).

Nelson *apud* Silva (2006) define governança como um conjunto de ações dos administradores e acionistas com intuito de negociar e determinar como o valor da firma será distribuído.

Para Lodi (1998), “governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo Conselho de Administração”.

² BERLE, A.; MEANS, G. 1932.

Segundo o IBGC (2005),

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

Para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), a governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação às questões corporativas. Oferece também bases através das quais os objetivos são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) conceitua governança corporativa como o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, por exemplo, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Segundo essa definição, a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

A transparência consiste na obrigação de informar, mas a empresa deve disseminar a cultura de desejar informar tanto o mercado como seus colaboradores internos e externos, de maneira clara, espontânea e rápida, agregando valor e confiança. Devem ser informados não só as demonstrações econômico-financeiras, mas também todas as informações que possam determinar a criação de valor para a empresa.

A equidade é caracterizada pelo justo e igualitário tratamento de todos os grupos minoritários (acionistas e demais interessados), como os *stakeholders*: como

colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Não devem ser aceitos qualquer tipo de postura discriminatória perante os interessados.

A prestação de contas (*Accountability*) exige que todos os agentes responsáveis pela direção da empresa respondam totalmente por todos os seus atos praticados durante seus mandatos a quem os elegeu.

A Responsabilidade Corporativa é todo tipo de responsabilidade que vai muito além da empresa. É também como a empresa se relaciona com toda a sociedade e meio ambiente diante dos critérios do negócio e operações. Durante o processo decisório de suas estratégias, as metas estabelecidas devem beneficiar todas as partes interessadas.

O IBGC (2008) explica que diante das questões de má administração e do recente ingresso do modelo de Governança Corporativa no mercado brasileiro, aliado à grande diversidade de estruturas de administração e porte das empresas que adotam o modelo, este está em constante evolução. Além disso, a necessidade de mudanças e adaptações nos modelos de Governança Corporativa também pode ser desencadeada por alguns fatores como privatizações, fusões e aquisições, proatividade dos investidores em busca de proteção, efeitos da globalização e a cobrança por melhores desempenhos. Como uma resposta cíclica, as empresas entendem que têm de responder positivamente a tais pressões, pois a perpetuação do negócio depende em grande parte da imagem que mantém com seus colaboradores.

Alguns autores como Andrade e Rosseti (2004) comentam que os vários modelos praticados de governança corporativa em diferentes países são provenientes do perfil histórico, cultural, econômico e institucional de cada país em que cada um predomina. Ainda segundo os autores os conceitos de governança corporativa se agrupam em seis perspectivas:

1. Direito – sistema de gestão que objetiva preservar a maximização dos direitos dos acionistas e assegurar a proteção aos minoritários;
2. Relações – relacionamentos entre acionistas, conselho e diretoria executiva que objetiva maximizar o desempenho das organizações;

3. Governo – modelo de governo, sistemas de gestão e mecanismos de controle que estabelece as relações entre as partes interessadas na organização;
4. Poder – sistematização da estrutura de poder que envolve a definição da estratégia, operações, geração de valor e resultados;
5. Valores – valores que regem as organizações em suas relações internas e externas;
6. Normas – conjunto de normas, estatutos legais e regulamentos que controlam a gestão e a proteção das partes interessadas na organização.

Conforme Silva (2006), esses modelos podem ser agrupados em acionistas e agentes mais estreitamente ligados às operações corporativas, considerados como *Shareholders*, os quais estão voltados para seus interesses e direitos.

Os acionistas/cotistas podem ser:

- Majoritários;
- Minoritários.

Os agentes mais envolvidos com as operações corporativas podem ser:

- Conselhos de administração;
- Conselhos consultivos;
- Conselhos fiscais;
- Auditores independentes;
- Comitês corporativos de gestão;
- Diretoria executiva: CEO e Staff

Neste modelo, a governança corporativa atende aos interesses dos acionistas/gestores, que estão mais voltados para os valores, sendo alguns dos interesses descritos a seguir:

- Desempenho estratégico no mundo dos negócios;
- Atendimento às disposições estatutárias;
- Normas estabelecidas em acordos de acionistas;

- Preservação de ativos intangíveis;
- Remuneração e benefícios da diretoria executiva;
- Otimização de retorno sobre ativos tangíveis.

Para o segundo modelo os objetivos são mais amplos, não apenas visam ao retorno do investimento e da geração de riqueza para os acionistas, mas também assumem compromisso com outras partes interessadas, chamadas de *Stakeholders*, no que tange ao desenvolvimento das empresas, sendo que os interesses são múltiplos (SILVA, 2006, p.18).

Conforme o IBGC, de modo geral, pode-se dividir os sistemas de Governança Corporativa no mundo em:

- *Outsider System* (acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia);
- *Insider System* (grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias diretamente ou via pessoas de sua indicação).

Ainda segundo o IBGC (2008), os conceitos de *Outsider System* praticados pelo Sistema de Governança anglo-saxão (Estados Unidos e Reino Unido) têm como características:

- Estrutura de propriedade dispersa nas grandes empresas;
- Papel importante do mercado de ações na economia;
- Ativismo e grande porte dos investidores institucionais;
- Foco na maximização do retorno para os acionistas (*shareholder oriented*).

Já os conceitos de *Insider System* praticados pelo Sistema de Governança da Europa Continental e Japão, denota como características:

- Estrutura de propriedade mais concentrada;
- Presença de conglomerados industriais-financeiros;
- Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais;
- Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não-financeiros, principalmente funcionários (*stakeholder oriented*).

São consideradas como partes interessadas no desempenho da empresa, além dos acionistas e gestores, o público interno da empresa, sendo formado por empregados, fundos de pensão ou de seguridade, e o público externo, que são enquadrados como credores, fornecedores, clientes e consumidores, comunidade, governo (agências reguladoras), sociedade, meio ambiente e órgãos normativos do mercado de capitais.

Neste tipo de modelo, os interesses apresentam maior amplitude, pois consideram as responsabilidades corporativas em relação ao interesse nacional e social, a publicação de balanço social e ambiental, incluindo também os indicadores de atendimento aos dispositivos legais. (SILVA, 2006).

Quadro 2 - Diferenças entre os Dois Tipos de Governança Corporativa: *Shareholder* e *Stakeholder*

<i>Shareholder</i>	Origem anglo-saxônica.
	Voltado aos interesses dos acionistas e gestores com relação ao valor, riqueza e retorno.
	Indicadores de desempenho voltados para demonstrações patrimoniais e financeiras.
	Crescimento, riscos e retornos corporativos – avaliações e aferições como focos da governança.
<i>Stakeholder</i>	Origem nipo-germânica.
	Ampliação de interesses – geração abrangente de valor.
	Público-alvo maior – ligado à estratégia corporativa.
	Vários indicadores de desempenho.
	Atenção para os resultados patrimoniais e financeiros, e também para a sustentabilidade e função social.
	Elaboração de balanços social e ambiental.

Fonte: ANDRADE e ROSSETI (2004, p.35).

Segundo Silva (2006), as novas exigências do mercado decorrentes do crescimento e da profissionalização têm obrigado muitas organizações a redimensionar seu modelo de gestão. Os conflitos entre os diversos interesses envolvidos nas empresas e os custos de agência não eram tão relevantes, pois a propriedade e o controle de grandes empresas estavam nas mãos de alguns poucos

controladores, tais como, Rockefeller, Du Pont e Morgan, que na verdade eram os donos e proprietários destas grandes empresas.

Na sociedade moderna o controle das empresas é normalmente colocado nas mãos de administradores não-proprietários, que têm como objetivo maximizar a riqueza dos proprietários das empresas, conseqüentemente, estes administradores são vistos como agentes dos proprietários. Na prática, contudo, os administradores também estão preocupados com sua riqueza pessoal, sua segurança no emprego, seu estilo de vida e outras vantagens pessoais (GITMAN, 2002).

Considera-se que a implantação de uma boa estrutura de governança corporativa possa reduzir os conflitos de agência e maximizar o retorno para a empresa, aumentando os lucros para os acionistas e proprietários.

2.1.7 A Governança das Empresas no Brasil

Nos estudos de Silva (2006), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi o primeiro órgão que, em conjunto com a BOVESPA, em 1999, definiu o código de conduta para os conselhos de administração e instrumentos de apoio às auditorias externas independentes; proporcionando aos investidores externos garantias de transparência e respeito às leis, como forma de garantir o retorno do capital investido a estes acionistas.

A partir da abertura econômica promovida pelo então presidente Fernando Collor de Mello, a governança corporativa no Brasil evoluiu conscientemente; isto pode ser percebido com o aumento dos investimentos estrangeiros no país, a grande escala de empresas nacionais que passaram pelos programas de privatização e do crescente número de empresas brasileiras com acesso aos mercados internacionais (SILVA, 2006).

Apesar deste crescimento, ainda é forte a presença da estrutura de propriedade e tradição familiar no controle das empresas, de modo que a presença do acionista controlador continua forte.

No entanto, algumas ações estão sendo estimuladas pelo governo nacional através de alguns órgãos reguladores, exemplo disto, é o programa criado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, que têm por objetivo promover a maior transparência na gestão das empresas e a melhoria das práticas de governança corporativa, contribuindo para o aumento da competitividade das empresas e para a redução do custo médio de capital.

Outra iniciativa importante é a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e os Níveis Diferenciados.

O novo mercado é um segmento diferenciado da Bovespa, com a atribuição de negociar ações emitidas por empresas que pretendem abrir seu capital na Bolsa de Valores e que adotam voluntariamente práticas de governança corporativa, já os Níveis Diferenciados são direcionados para empresas que já têm ações negociadas na BOVESPA.

Conforme Silva (2006), quando as empresas são registradas com Níveis Diferenciados, elas assumem compromissos de Governança Corporativa além dos já existentes pela legislação. O propósito destes compromissos assumidos pelas empresas é mostrar para os investidores que elas fornecem informações de qualidade, diminuindo as incertezas e a assimetria de informação, melhorando o processo de avaliação e o risco.

A redução de risco melhora a precificação das ações, estimula novas aberturas de capital, fortalece o mercado de capitais proporcionando o aumento na captação de recursos pelas empresas, cujas necessidades de investimento cresceram com a abertura da economia e da globalização.

Em junho de 2001 começou a ser divulgado o novo Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (Índice de Governança Corporativa - IGC), fato que ocorreu com as primeiras adesões aos níveis diferenciados. A adesão a qualquer dos níveis é realizada através de um contrato entre a empresa, seus controladores, administradores e a BOVESPA (BOVESPA, 2006).

O IGC foi criado pela BOVESPA com o objetivo de avaliar o desempenho de uma carteira de ações de empresas empenhadas em oferecer boas práticas de

governança corporativa. Essa carteira é formada somente por ações de empresas inseridas no Novo Mercado ou que estejam classificadas pela Bovespa nos Níveis 1 e 2, conforme explica Assaf Neto (2002).

As empresas que fazem parte do mercado tradicional da BOVESPA e passam para o Nível 1, se comprometem a fornecer informações adicionais de interesse dos investidores. Os requisitos para a adesão ao Nível 1 de governança corporativa são os seguintes:

- Demonstrações financeiras consolidadas;
- Demonstração dos fluxos de caixa da empresa e do balanço;
- Abertura da posição acionária de qualquer acionista que possuir mais de 5% do capital votante, de maneira direta ou indireta, até o nível de pessoa física;
- A empresa deve realizar anualmente uma reunião pública com analistas de mercado e outras partes interessadas para expor sua situação econômico-financeira;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a empresa e os acionistas;
- Conservar em seu poder 25% de ações em circulação;
- Acesso das pessoas às informações privilegiadas, para assegurar a transparência dos negócios.

As empresas registradas no Nível 2 fornecem maior transparência de informações, incluindo todas as normas do Nível 1, devem atender aos seguintes requisitos:

- Demonstrações financeiras anuais seguindo os padrões internacionais de contabilidade;
- Demonstrações financeiras trimestrais traduzidas na língua inglesa;
- A companhia deve ter para maior participação dos investidores um conselho de administração formado por mínimo cinco membros com mandato anual.

As empresas que migram para os níveis 1 e 2 de governança corporativa da BOVESPA proporcionam benefícios para os investidores e para si mesma, de forma a garantir maior precisão na determinação do preço da ação, segurança dos direitos dos acionistas além da diminuição dos riscos. Os benefícios para a empresa são sentidos na valorização da sua marca, aumentando a procura por suas ações e diminuindo o custo de capital.

Para Gitman (2002), o reflexo deste novo segmento para o mercado acionário permite um aumento da liquidez e aumento na emissão das ações, tornando assim um país com empresas mais fortes e competitivas, aumentando a arrecadação de tributos devido ao crescimento produtivo e finalmente o processo de dinamização da economia.

Quadro 3 - Comparativo de Aspectos do Novo Mercado *versus* a Legislação em Vigor

DESCRIÇÃO	NOVO MERCADO	LEI Nº 10.303
Tipo de ação	Emissão apenas de ações ordinárias	Emissão de ações ordinárias e preferenciais, na proporção de 50% para cada uma
Conselho de Administração	Mandato unificado de um ano, mínimo de cinco conselheiros	Não estabelece o prazo do mandato nem o número de conselheiros
Prazo para convocação da Assembléia Geral Ordinária	Prazo mínimo de 15 dias para a convocação	Prazo mínimo de 15 dias para a convocação
Fechamento de capital	Oferta pública pelo valor econômico	Oferta pública pelo valor justo
Tag Along: em caso de venda do controle da companhia, realização de oferta a todos os acionistas nas mesmas condições obtidas pelos controladores	100%	0% para as ações ordinárias
Resolução de conflitos societários	Câmara de arbitragem	Admite júízo arbitral
Informações trimestrais	Revisão especial; demonstração de fluxos de caixa; posições acionárias, independentemente de percentual de administradores e controladores	Revisão especial apenas
Padrão contábil	US GAAP ou IAS	BR GAAP
Dever de informar	Contratos entre a empresa e partes relacionadas; programas de opção de compra de ações; operações de administradores e controladores com ações da empresa e seus derivativos; acordos de acionistas	Operações de administradores e controladores com ações da empresa e seus derivativos; acordos de acionistas registrados
Reunião pública anual com analistas	Obrigatório	Não menciona
Divulgação de calendário anual de eventos corporativos mantendo-o atualizado	Obrigatório	Não menciona

Fonte: Merrill Lynch (2000).

2.2 Mercado de Ações

Segundo Gitman (2002), o mercado monetário origina-se do relacionamento financeiro entre fornecedores e tomadores de fundos de curto prazo, os quais têm vencimento de um ano ou menos. A maioria das transações do mercado monetário é feita com valores mobiliários negociáveis, que podem ser interpretados como

instrumentos de dívida de curto prazo, tais como, Letras do Tesouro, *commercial paper*, e certificados de depósito negociáveis, emitido pelo governo, empresas e instituições financeiras, respectivamente.

O mercado de capitais é uma relação financeira criada por várias instituições em condições que permitem aos fornecedores de fundos de longo prazo, fundos com vencimento acima de um ano a realizar transações. Incluem-se entre os fundos de longo prazo os títulos emitidos por empresas e governo. A estrutura principal do mercado de capitais é formada pelas bolsas de valores, as quais provêm o local onde as empresas podem levantar fundos através da venda de títulos novos e os compradores de títulos podem obter liquidez e financiar sua produção.

As bolsas de valores são organizações tangíveis que atuam como mercados secundários nos quais os títulos emitidos são revendidos, as principais bolsas de valores são a *New York Stock Exchange (NYSE)* e a *American Stock Exchange (AMEX)*, ambas em Nova Iorque. No Brasil temos a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

No Brasil, a Bovespa como mercado de capitais representa um forte ponto de apoio a atividade empresarial, proporcionando acesso a recursos com menores custos e à capacidade de gerar valor para a empresa e facilitar o seu desenvolvimento tecnológico (BOVESPA, 2008, p. 6). Torna-se evidente a contribuição do mercado de capitais e, especificamente, o destacado papel do mercado acionário para o desenvolvimento econômico.

Segundo Périco, Rebelato e Santana (2006), o crescimento da movimentação na Bolsa de Valores de São Paulo foi marcado pelo processo de privatização das grandes companhias estatais de vários segmentos da economia nacional. Este processo de privatização atraiu a atenção dos grandes investidores do mundo que enviaram para este mercado de ações um alto volume de investimentos para adquirir papéis de empresas que seriam negociadas na BOVESPA.

A partir deste contexto, novos mecanismos de controles das empresas que antes eram de capital fechado e agora são de capital aberto, coloca a necessidade de transparência em seu modelo de gestão, visto que os acionistas e investidores

esperam retornos financeiros, exigindo destas empresas que desenvolvam parâmetros mais eficientes e competitivos.

Destaca-se o papel do mercado acionário para o desenvolvimento econômico e sua efetiva contribuição para o mercado de capitais. Nos países em desenvolvimento a concepção de que o mercado acionário se envolveria restritivamente nas negociações de caráter financeiro, ficando desprovido de gerar qualquer impacto sobre o setor real da economia, mostrou-se definitivamente superada (BOVESPA, 2008).

2.2.1 Índices de Mercado

Os índices de ações têm por objetivo fornecer mecanismos de análise da variação do comportamento do mercado acionário como um todo, ou de um segmento econômico específico do mercado, considerado como índices restritos ou setoriais. Desta forma, os índices são desenhados de modo a mostrar se as ações do mercado, em média, valorizaram-se ou se desvalorizaram em um dado período de tempo. Os índices de ações são calculados pelas Bolsas de Valores ou por instituições especializadas.

Conforme Leite (1994), a finalidade dos índices de mercado é:

- a)** Ser ponto de referência para analisar e avaliar o comportamento do preço de uma ou um grupo de ações;
- b)** Ser referência para o acionista ou investidor a respeito do desempenho da ação e sua expectativa futura.

O papel dos índices de mercado é promover a visibilidade das companhias de capital aberto negociadas em bolsas de valores e que conquistam o posto de "elegíveis" da carteira de índices. Uma empresa ao fazer parte desta composição dos índices de mercado passa a ter o prestígio de participar de uma lista composta por instituições que seguem à risca as melhores práticas de transparência, credibilidade, disciplina e comprometimento com o seu negócio (BOVESPA, 2008).

Uma companhia é considerada aberta quando promove a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários: ações, bônus de subscrição, debêntures, partes beneficiárias e notas promissórias para distribuição pública (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

Uma empresa quando precisa captar recursos externos pode, ao invés de obter dinheiro através de financiamentos tradicionais ou de empréstimos, segundo o jargão do mercado, abrir seu capital, ou seja, abrir sua sociedade para os mais diversos investidores que passam a negociar suas ações através das bolsas de valores. No caso do Brasil, na BOVESPA, em troca deste financiamento os investidores esperam a divisão dos lucros, a participação nas decisões da empresa e também o ganho através da oscilação do preço destes papéis; o que expõe, necessariamente, o investidor à risco de mercado (BODIE e MERTON, 2002).

Gitman (2002) define os valores mobiliários desta forma:

- Ações: títulos nominativos negociáveis que representam, para quem as possuem, uma fração do capital social de uma empresa;
- Bônus de subscrição: títulos nominativos negociáveis que conferem ao seu proprietário o direito de subscrever ações do capital social da companhia emissora, nas condições previamente definidas;
- Debêntures: títulos nominativos negociáveis representativos de dívida de médio/longo prazos contraída pela companhia perante o credor, neste caso chamado debenturista;
- Outros títulos menos usuais: partes beneficiárias e notas promissórias para distribuição pública com ampla divulgação.

2.2.2 Índices de Sustentabilidade no Mercado Internacional

Este item apresenta os principais índices de sustentabilidade empresarial presentes no mundo e sua importância para este estudo.

- ***Arese Sustainable Performance Índices (ASPI)***: lançado em julho de 2001, tem como objetivo avaliar o desempenho financeiro das empresas consideradas na Europa como líderes nas práticas de desenvolvimento sustentável, sendo composto de quatro critérios principais:

1. Perspectiva do *Triple Bottom Line*;
2. Abordagem ao meio ambiente;
3. A gestão de riscos;
4. Foco nos *stakeholders*

- ***Calvert Social Index***: lançado em abril de 2000, tem o objetivo de medir o desempenho das empresas listadas entre as 1000 maiores na *Nyse* e *Nasdaq*, que incorporam práticas de responsabilidade social. Os critérios avaliados pelo índice compreendem aspectos relacionados ao meio ambiente, local de trabalho dos funcionários, impacto dos produtos na qualidade de vida e segurança dos consumidores, as relações da empresa com a comunidade e os direitos humanos.

- ***Domini Social Index***: lançado em 1990 é considerado o índice pioneiro para medir sustentabilidade nos EUA, têm ênfase nos aspectos de responsabilidade social e nas relações da empresa com a comunidade, um fator importante é que empresas com receitas provenientes das vendas de bebidas alcoólicas, armamentos e jogos de azar, não podem compor sua carteira.

- ***Dow Jones Sustainability Group Indexes (DJSI)***: no mercado internacional, em especial, na Bolsa de Valores de Nova Iorque, conhecida como *Dow Jones*, foi lançado em 1999 como sendo o primeiro índice global para medir o desempenho financeiro das empresas que possuem em sua estratégia de negócios as práticas de sustentabilidade empresarial. A identificação de empresas que praticam sustentabilidade baseia-se na Avaliação de Sustentabilidade Empresarial, a partir de um conjunto definido de seis critérios e ponderações que objetiva avaliar as oportunidades e riscos econômicos, ambientais e sociais na evolução para as empresas elegíveis para este índice. Os critérios são:

1. Estratégia da empresa com fatores de sustentabilidade;
2. Desempenho financeiro;

3. Relacionamento com os clientes e qualidade do produto;
4. Governança corporativa e *stakeholder*;
5. Relações sociais;
6. Estratégias de sustentabilidade.

Quadro 4 - DJSGI Critérios de Avaliação de Sustentabilidade Empresarial

Dimensão	Critério
Econômica Peso (33%)	Códigos de Conduta / Corrupção e Suborno Governança Corporativa Gestão de Relacionamento com o cliente Solidez Financeira Relações com o investidor Risco e Gestão de crises Planejamento estratégico
Ambiental Peso (33%)	A política de gestão ambiental Desempenho ambiental Relatórios ambientais Critérios específicos da indústria
Social Peso (33%)	Cidadania corporativa / Filantropia Engajamento das partes interessadas Indicadores de práticas trabalhistas Desenvolvimento do capital humano Gestão do Conhecimento Aprendizagem organizacional Atração e retenção de talentos Comunicação social Normas para fornecedores

Fonte: Adaptado pelo autor de (<http://www.sustainabilityindexes.com.br>) acesso em: 23 set. 2009.

- **FTSE4Good Index Series**: foi concebido para medir o desempenho das empresas que atendem globalmente reconhecidos padrões de responsabilidade corporativa. Trata-se de um índice que monitora o desempenho de companhias alinhadas a determinados critérios e normas de responsabilidade social e ambiental. O FTSE4Good foi criado em 2001 por iniciativa conjunta da Bolsa de Valores de Londres e do jornal *Financial Times*. Desde então, é considerado um dos principais

benchmarks globais da responsabilidade social e ambiental. Entre 2001 e 2005, o número de companhias listadas subiu de 700 para 900. No mesmo período, mais de 100 perderam a vaga porque deixaram de observar algumas das exigências mínimas - que são bastante rigorosas. Os critérios de seleção cobrem, entre outros, a relação com os *stakeholders* e a aderência aos princípios dos direitos humanos. Foi lançado através de *joint venture*, entre o jornal *Financial Times* e a Bolsa de Valores de Londres, o grupo FTSE, é considerado uma companhia independente que monitora índices e dados de mercado. Para assegurar um lugar no FTSE4Good, a empresa precisa adotar processos para controlar os impactos sociais, éticos e ambientais de suas atividades (FTSE, 2008).

A existência de vários índices globais que medem sustentabilidade e desempenho financeiro demonstra a tendência mundial de existirem investidores preocupados em aliar retorno financeiro com o desenvolvimento sustentável e as práticas de responsabilidade social.

2.2.3 Principais Índices do Mercado Brasileiro

A Bovespa tem o papel fundamental de organizar, coletar e divulgar um conjunto de informações sobre os negócios realizados pelo mercado acionário. Este mercado utiliza índices que medem o comportamento das ações em termos de preços, volumes das ações negociadas e a liquidez desta ação no mercado. São elaborados também índices que mostram o comportamento do mercado como um todo ou segmentos específicos.

Os principais índices criados pela Bovespa são:

- O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato de o Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968. As ações integrantes

da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA;

- O IBrX-50 é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre futuro e opções sobre índice). O IBrX-50 tem as mesmas características do IBrX – Índice Brasil, que é composto por 100 ações, mas apresenta a vantagem operacional de ser mais facilmente reproduzido pelo mercado.
- O IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.;
- O ITAG – Índice de Ações com Tag Along Diferenciado tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que ofereçam melhores condições aos acionistas minoritários, no caso de alienação do controle.
- O ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por aproximadamente 40 ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial. Tais ações são selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez, e são ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.
- O ITEL - Índice Setorial de Telecomunicações tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento do setor de telecomunicações. O índice inclui tanto ações de empresas de

telefonia fixa quanto de empresas de telefonia celular listadas na BOVESPA.

- O IEE - Índice de Energia Elétrica tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento do setor de energia elétrica. O IEE é composto pelas ações das empresas mais representativas do setor de energia elétrica listadas na BOVESPA, que têm igual peso na carteira teórica do índice.
- O INDX - Índice do Setor Industrial foi desenvolvido com o objetivo de medir o desempenho das ações mais representativas do setor industrial, importante segmento da economia brasileira. Sua carteira teórica é composta pelas ações mais representativas da indústria, que são selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez e são ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.
- O IVBX-2 - Índice Valor Bovespa - 2ª Linha foi desenvolvido em conjunto pela BOVESPA e pelo jornal Valor Econômico, visando mensurar o retorno de uma carteira hipotética constituída exclusivamente por papéis emitidos por empresas de excelente conceito junto aos investidores, classificadas a partir da 11ª posição, tanto em termos de valor de mercado como de liquidez de suas ações.
- O Índice BM&FBOVESPA *Mid Large Cap* (MLCX) e o Índice BM&FBOVESPA *Small Cap* (SMLL) têm por objetivo medir o comportamento das empresas listadas na Bolsa de modo segmentado, sendo que o índice *Mid Large* medirá o retorno de uma carteira composta pelas empresas listadas de maior capitalização, e o índice *Small Cap* medirá o retorno de uma carteira composta por empresas de menor capitalização. As ações componentes serão selecionadas por sua liquidez, e serão ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.
- O ICON - Índice BM&FBOVESPA de Consumo tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico. As ações componentes são selecionadas por sua liquidez, e

são ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

- O IMOB – Índice BM&FBOVESPA Imobiliário tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas dos setores da atividade imobiliária compreendidos por construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis. As ações componentes são selecionadas por sua liquidez, e são ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

2.3 Definições do Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE

Atendendo a necessidade de proporcionar aos investidores aplicarem seus recursos em empresas socialmente responsáveis, foi criado no Brasil em 2005, por iniciativa da BOVESPA e em conjunto com várias instituições – ABRAPP, ANBID, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto ETHOS e Ministério do Meio Ambiente; um índice de ações que seja um referencial para os investimentos socialmente responsáveis, o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial.

Instituições participantes do ISE:

- ABRAPP: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar;
- ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento;
- APIMEC: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais;
- BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo;
- IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa;
- IFC: *International Finance Corporation*;
- Instituto ETHOS de Empresas e Responsabilidade Social³;

³ O Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social está suspenso do Conselho Deliberativo do ISE no período da carteira 2008/2009.

O objetivo principal do ISE é demonstrar o retorno da aplicação dos investidores numa carteira composta de ações de empresas que incorporam em suas diretrizes de negócio práticas de responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, como forma de disseminar essas boas práticas em todo o meio empresarial brasileiro (BOVESPA, 2008).

O ISE tem como missão:

- Ser composto por empresas que se destacam em responsabilidade social, com sustentabilidade no longo prazo;
- Ser um referencial do desempenho das ações desse tipo de empresa;
- Ser percebido como tal pelo mercado (credibilidade);
- Ser replicável;
- Estimular boas práticas por parte das demais empresas.

O Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (CES-FGV), foi escolhido pelo conselho deste índice para desenvolver um questionário que avaliasse o desempenho das empresas que pertencem ao grupo das 150 ações mais negociadas nos pregões da Bovespa.

Inspirado no trabalho de Elkington (2001) que criou o conceito de *Triple Bottom Line*, envolvendo os elementos ambientais, econômicos e sociais em sua análise, este questionário desenvolvido pelo CES-FGV, incorporou mais alguns grupos de indicadores:

- a. Posição da empresa quanto aos acordos globais;
- b. Publicação de balanços sociais;
- c. Políticas sociais e ambientais;
- d. Governança corporativa;
- e. Responsabilidade da empresa sobre seu produto;
- f. Grau de comunicação com os *stakeholders*;
- g. Cumprimento das obrigações legais;
- h. Responsabilidade social.

Mediante as respostas das companhias, é utilizada uma ferramenta estatística denominada de “análise de *clusters*”, que identifica grupos de empresas com desempenhos similares e aponta o grupo com melhor desempenho geral. As empresas desse grupo irão compor a carteira final do ISE, composto no final por 40 empresas, devidamente aprovadas pelo Conselho Deliberativo do Índice de Sustentabilidade Empresarial.

2.3.1 Metodologia do ISE

O questionário é enviado para 150 empresas com ações mais negociadas na BOVESPA, destas 150 empresas são selecionadas no máximo 40. Estas empresas selecionadas devem apresentar em suas diretrizes de negócio ações de responsabilidade social e sustentabilidade, conforme critérios definidos pelo Conselho do ISE.

Para ser incluída no referido Índice de Sustentabilidade Empresarial estas ações devem possuir as seguintes características:

- Pertencer ao grupo das 150 empresas que possuem ações com maior índice de negociação apurados nos doze meses anteriores ao início do processo de reavaliação;
- Ter sido negociada em pelo menos 50% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores ao início do processo de avaliação;
- Atender aos critérios de sustentabilidade referendados pelo Conselho do ISE.

As empresas que estejam sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou ainda que tenham sofrido ou estejam sob prolongado período de suspensão de negociação não integrarão o ISE (BOVESPA, 2008).

Os critérios de exclusão do ISE são definidos desta forma:

- A ação deixar de atender a qualquer um dos critérios de inclusão;

- Durante a vigência da carteira, a empresa entrar em regime de recuperação judicial ou decretar falência;
- Ocorrer algum acontecimento que altere os níveis de responsabilidade social e sustentabilidade.

A vigência da carteira do índice será de um ano, sendo reavaliada utilizando-se os procedimentos e critérios integrantes desta metodologia.

A BOVESPA publica anualmente a carteira do ISE, esta divulgação ocorre sempre no mês de dezembro, a primeira divulgação foi em dezembro de 2005 e a próxima será em dezembro de 2009. As empresas que participaram do processo de seleção para ingresso no ISE, não têm acesso à lista de empresas que farão parte da carteira antes da divulgação pública e oficial.

2.3.2 As Dimensões do Questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial

Segundo a Bovespa (2008), as seis dimensões do Índice de Sustentabilidade Empresarial e os principais componentes avaliados em cada uma delas são:

I) Dimensão Geral

A dimensão geral incorpora os compromissos considerados fundamentais e praticados de forma voluntária da companhia em relação à sustentabilidade e a sua ampla divulgação. Nesta dimensão são medidos critérios relacionados à transparência e a forma de divulgar as ações de sustentabilidade, por meio do balanço social e relatório anual; são incluídos critérios de consistência das diretrizes, cujo objetivo é confrontar as ações práticas, com a estratégia corporativa; e também, critérios de utilização de informações pertinentes aos clientes.

II) Dimensão Natureza do Produto ou Serviço

Nesta dimensão são medidos os impactos e riscos que o consumo e utilização dos produtos fabricados pela empresa podem causar aos indivíduos e à

sociedade. Outro aspecto desta dimensão refere-se a informação sobre a empresa, seu regimento legal, os processos e sanções judiciais que a empresa está enfrentando.

III) Dimensão Governança Corporativa

Na dimensão governança corporativa são avaliados diversos fatores pertinentes ao assunto, como, temas relacionados aos critérios de propriedade, proteção dos minoritários, transparência na divulgação de informações; critérios relacionados ao conselho de administração, sua estrutura, atividades e remuneração; critérios de qualidade na gestão, forma de contratação de diretores executivos; e, critérios de condução e tratamento dos conflitos de interesse.

IV) Dimensão Econômico-Financeira

Nesta dimensão o questionário avalia os processos de planejamento estratégico, a gestão dos ativos intangíveis e qualifica a empresa em relação aos riscos, ao desempenho financeiro e lucratividade e os critérios de cumprimento das normas legais de apresentação dos resultados.

V) Dimensão Ambiental

Na dimensão ambiental, verifica-se a existência de política corporativa ambiental; analisam-se critérios de responsabilidade socioambiental, bem como, gerenciamento e monitoramento das políticas socioambientais. Há critérios que também avaliam o posicionamento da empresa, no tocante ao consumo de recursos e emissão de resíduos e, finalmente, critérios relacionados ao cumprimento legal dos quesitos ambientais. Nesta dimensão existe uma variação do questionário para instituições financeiras. Esta diferenciação ocorre devido às características peculiares deste tipo de empresa.

VI) Dimensão Social

São avaliados critérios relacionados às relações de trabalho e formas de discriminação (raça, cor, gênero, orientação sexual); critérios de conduta

empresarial, ética e, relações com o público interno (empregados) e externo (comunidade). Há critérios que formalizam as relações com os fornecedores e parâmetros para medir o quanto à empresa influência e exige os mesmos padrões éticos em sua cadeia de suprimentos, por meio de avaliação sistemática de seus fornecedores. Existem nesta dimensão, também indicadores de avaliação das demandas e satisfação dos clientes, bem como, indicadores de desempenho e cumprimento legal na esfera social (clientes, consumidores e fornecedores).

Este capítulo apresentou o referencial teórico no qual se baseia o estudo. Teve a intenção de retomar parte da literatura que discute temas abrangentes como desenvolvimento sustentável, responsabilidade social corporativa, governança corporativa, os relacionamentos entre desempenho sócio-ambiental e o desempenho financeiro e a importância do mercado acionário, bem como os diversos índices presente no mercado acionário. Especial atenção é concedida ao ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, descrevendo-se o número de empresas que o compõem, os critérios de seleção, e as expectativas em relação aos benefícios por fazer parte deste índice.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Método da Pesquisa

A metodologia para a realização desta pesquisa é do tipo quantitativo-descritiva. Para Marconi e Lakatos (2003), a pesquisa quantitativo-descritiva consiste em investigações empíricas, que objetivam o delineamento ou análise das características principais ou decisivas de um fenômeno, a avaliação de programas ou ainda o isolamento de variáveis principais ou chaves. Nessa pesquisa, são investigadas e analisadas as características principais dos preços das ações negociadas por empresas antes e depois de comporem as listagens do ISE, bem como depois das saídas das empresas do índice.

Tomando-se como base o trabalho de Zago (2007) que cita Klassen e Maclaughin (1996), Cohen, Finn e Konar (1997), e Alberton (2003), para análise do preço das ações, aplica-se a tradicional metodologia de estudo de evento. O estudo de evento é utilizado para identificar a existência ou não de alterações significativas no preço das ações negociadas quando a informação sobre a inclusão e saída do ISE pelas empresas é veiculada.

A utilização da metodologia de estudo de evento é tradicional em finanças quando se utiliza indicadores de mercado, como nos trabalhos de Hamilton (1995), Klassen e MacLaughin (1996) e Lanoie, Laplante e Roy (1997), entre outros.

Segundo Cormier, Magnan e Morard (1993), os resultados auferidos por intermédio de estudo de evento devem ser avaliados com precaução, pois, as informações sociais podem ser divulgadas em conjunto com informações financeiras, não havendo forma de verificar a causa das reações observadas no mercado; os efeitos econômicos de informações sociais não são controlados pelos relatórios da empresa, impossibilitando o conhecimento da magnitude de qualquer reação do mercado; as informações sociais podem alcançar o mercado de ações antes da liberação formal de relatórios, assim sendo, estipular uma data para o

evento torna-se uma tarefa bastante especulativa. Esses problemas debilitam o poder dos testes estatísticos.

3.2 Estudo de Evento

O estudo de evento, tradicionalmente, consiste na análise do efeito da divulgação de informações específicas, e na maioria das vezes, inesperadas, de determinadas empresas sobre os preços de suas ações. Em finanças e economia o estudo de eventos pode ser aplicado para uma gama grande de eventos específicos, tais como: fusões e aquisições, lançamento de ações e anúncios de variáveis macroeconômicas.

Nos estudos de Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969), o estudo de evento foi introduzido com a finalidade de analisar a existência ou não de uma reação significativa no mercado financeiro; em relação à evolução das cotações de uma ou mais empresas, face à ocorrência de um determinado evento, que por hipótese, poderia estar afetando seus valores de mercado.

Nos trabalhos de Campbell, Lo e Mackinlay (1997) “são encontradas as definições de estudo de evento como o método pelo qual é possível medir o efeito de um evento econômico no valor de uma determinada empresa”. Este método pode ser considerado eficaz em função da hipótese de que, o efeito de um evento será refletido imediatamente nos preços dos ativos.

Conforme Hamilton (1995), o estudo de evento no mercado de ações supõe implicitamente que esse mercado opere eficazmente em termos de refletir as expectativas das informações atuais. A abordagem geral do estudo de evento é calcular a relação entre o retorno da empresa e o retorno de mercado em período de tempo anterior e posterior à ocorrência do evento. Um modelo de precificação de ativos é usado para gerar o retorno previsto ou normal para cada empresa baseado no desempenho do mercado. Se o mercado recebe nova e inesperada informação sobre uma empresa, o preço da ação da companhia pode mover-se positivamente ou negativamente dependendo do teor e da importância da informação. A diferença

entre o retorno normal previsto pelo modelo de precificação empregado e o retorno efetivo da empresa em um determinado dia (ou período), ou seja, o erro do previsto em relação ao ocorrido, é usado como uma medida do retorno anormal (de excesso de retorno ou de retorno extraordinário) atribuído à liberação de informações novas sobre a empresa. Dessa forma, o conceito de retorno anormal é um dos mais importantes no estudo do evento. Considerando que, em cada momento, os preços das ações da empresa e o mercado estão sujeitos a uma grande variedade de fatores, precisa-se escolher um índice de referência apropriado para controlar os efeitos dos fatos não relacionados ao evento em estudo (o índice utilizado nesse trabalho é o Ibovespa).

Há um número considerável de abordagens para calcular o retorno anormal de um dado ativo, porém os modelos podem ser agrupados em duas categorias: os modelos econômicos e os modelos estatísticos, conforme MacKinlay (1997). No âmbito dos modelos estatísticos, o cálculo do retorno anormal pode ser abordado, basicamente, sob três formas: o retorno ajustado à média, o retorno ajustado ao mercado e o retorno ajustado ao risco e ao mercado.

A) Retornos ajustados à Média

Os retornos anormais são calculados a partir da diferença entre os retornos observados e a média dos retornos correspondentes no mesmo período.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_i \quad (\text{equação 1})$$

Onde:

$AR_{i,t}$ = é o retorno anormal da ação i no período t ;

$R_{i,t}$ = é o retorno observado para o ativo i no período t ;

R_i = representa a média simples dos retornos da ação i para um período passado.

Os retornos diários são obtidos por intermédio de cotações diárias dos preços das ações que compõem a amostra, e calculados da seguinte forma:

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t}) - \ln(P_{i,t-1}) \quad (\text{equação 2})$$

Onde:

$R_{i,t}$ = retorno da ação i na data t ;

$P_{i,t}$ = cotação de fechamento do preço da ação i na data t .

B) Retornos ajustados ao Mercado

Os retornos anormais são obtidos pela diferença entre o retorno da ação e o retorno do portfólio de mercado no mesmo período. O portfólio de mercado pode ser definido como a combinação linear de todos os ativos de risco. Esse modelo, segundo Brown e Warner (1980), é similar ao modelo econômico do Capital Asset Pricing Model (CAPM) para o caso específico de todas as ações possuírem risco sistemático (o beta) igual a um.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{Mi} \quad (\text{equação 3})$$

Onde:

$AR_{i,t}$ = é o retorno anormal da ação i no período t ;

$R_{i,t}$ = é a taxa de retorno observada para o ativo i no período t ;

R_{Mi} = é a taxa de retorno esperado do *portfólio* de mercado no período t .

C) Retornos ajustados ao Risco e ao Mercado

Esse modelo assume que os retornos anormais das ações são observados pela divergência dos retornos individuais efetivamente ocorridos em relação ao retorno do *portfólio* de mercado calculado, usando-se um modelo de fator simples. O modelo de fator simples é estimado utilizando os dados da janela de estimação, e uma regressão linear por meio de mínimos quadrados ordinários.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{Mi} \quad (\text{equação 4})$$

Onde:

$AR_{i,t}$ = é o retorno anormal da ação i no período t ;

$R_{i,t}$ = é a taxa de retorno observada para o ativo i no período t ;

R_{Mi} = é a taxa de retorno esperado do *portfólio* de mercado no período t .

α_i e β_i são os coeficientes estimados para o período pelo método dos mínimos quadrados, ou seja, são os parâmetros da regressão linear envolvendo os retornos da ação e os retornos do mercado.

Independentemente da forma de cálculo dos retornos anormais, calculam-se os retornos anormais médios que devem ser agregados no tempo, utilizando-se a

técnica do retorno anormal médio acumulado, ou CAR (*Cumulative Abnormal Return*). De acordo com Brown e Warner (1980, p. 227), o CAR é um método frequentemente usado para investigar o desempenho anormal.

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^T AR_{i,t}$$

Neste trabalho, para verificar se há ou não alterações significativas nos preços das ações negociadas no ISE, perante as suas entradas e/ou saídas, utiliza-se a metodologia de estudo de evento com o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado.

As considerações iniciais para a condução do estudo de evento são: a definição do evento que será estudado, a determinação do período do evento, o critério de seleção para inclusão da empresa no estudo (MACKINLAY, 1997), o cálculo do retorno anormal e a forma como os dados serão tratados.

3.2.1 População e Amostra

Como primeiro passo neste estudo, o evento é determinado pela entrada e saída das empresas que compõem a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, em todas as suas edições. Assim, a população é composta por estas empresas, e dentro deste universo, a amostra foi selecionada levando em conta o critério das empresas que entraram e saíram do índice, em todas as suas divulgações, e a disponibilidade de dados para análise.

Dessa forma, a população ingressante é composta por 158 empresas e 198 ações, sendo 34 ações da carteira de 2005/2006 (15 ações ordinárias e 19 ações preferenciais); 43 ações da carteira de 2006/2007 (22 ações ordinárias e 21 ações preferenciais); 40 ações da carteira de 2007/2008 (20 ações ordinárias e 20 ações preferenciais); 38 ações da carteira de 2008/2009 (21 ações ordinárias e 17 ações preferenciais); 43 ações da carteira de 2009/2010 (25 ações ordinárias e 18 ações

preferenciais). As tabelas 1, 2, 3, 4 e 5 mostram as listas de ações das carteiras descritas.

Ações ordinárias concedem o poder de voto nas assembleias da companhia e são sempre nominativas. Nelas, o nome da empresa é seguido da notação ON. As ações preferenciais oferecem preferência na distribuição de resultados ou no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia. O nome da empresa é seguido na notação PN, (BOVESPA, 2009).

Tabela 1 – Carteira do ISE2005/2006 – Participação das Empresas

NOVA CARTEIRA DO ISE PARA ABERTURA DE 01/12/2005					
CÓD.	AÇÃO	TIPO	QTDE. TEÓRICA	PART. %	SEGMENTO
ALLL4	ALL AMER LAT	PN	1.872.346	0,022	Transporte
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT	25.559.831	1,419	Transporte
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	446.972.460	2,275	Madeira e Papel
BELG3	BELGO MINEIR	ON *	4.430.367.530	3,526	Siderurgia e Metalurgia
BBDC3	BRADESCO	ON	175.814.069	6,496	Financeiro
BBDC4	BRADESCO	PN	456.779.256	18,504	Financeiro
BBAS3	BRASIL	ON	55.202.340	1,296	Financeiro
BRKM5	BRASKEM	PNA	154.968.512	1,847	Petroquímico
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	29.781.804	1,193	Exploração de Rodovias
CLSC6	CELESC	PNB	414.790.370	0,355	Energia Elétrica
CMIG3	CEMIG	ON *	11.374.254.351	0,48	Energia Elétrica
CMIG4	CEMIG	PN *	88.439.353.590	4,728	Energia Elétrica
CESP4	CESP	PN *	31.148.968.950	0,255	Energia Elétrica
CPLE3	COPEL	ON *	21.703.841.304	0,195	Energia Elétrica
CPLE6	COPEL	PNB*	100.284.416.577	1,147	Energia Elétrica
CPSL3	COPEL	ON	61.707.013	1,182	Químicos
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON	77.417.169	1,168	Energia Elétrica
DASA3	DASA	ON	21.884.087	0,511	Análise e Diagnósticos
ELET3	ELETROBRAS	ON *	97.855.894.019	2,362	Energia Elétrica
ELET6	ELETROBRAS	PNB*	94.222.442.885	2,288	Energia Elétrica
ELPL4	ELETROPAULO	PN *	7.265.960.225	0,435	Energia Elétrica
EMBR3	EMBRAER	ON	88.882.759	0,83	Material de Transporte
EMBR4	EMBRAER	PN	400.191.026	5,009	Material de Transporte
GOLL4	GOL	PN	50.974.919	1,553	Transporte
MYPK4	IOCHP-MAXION	PN	13.030.583	0,123	Material de Transporte
ITAU4	ITAUBANCO	PN	515.014.740	17,264	Financeiro
ITSA4	ITAUSA	PN	1.676.948.007	7,582	Financeiro
NATU3	NATURA	ON	22.221.580	1,25	Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza
PRGA4	PERDIGAO S/A	PN	20.068.567	0,836	Carnes e Derivados
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA	99.736.825	0,759	Papel e Celulose
TBLE3	TRACTEBEL	ON	141.811.124	1,172	Energia Elétrica
UBBR11	UNIBANCO	UNT	584.280.924	9,569	Financeiro
VCPA4	V C P	PN	85.820.619	1,392	Papel e Celulose
WEGE4	WEG	PN	216.429.750	0,979	Máquinas e Equipamentos
QUANTIDADE TEÓRICA TOTAL			462.563.660.111	100,000	

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

Tabela 2 – Carteira do ISE2006/2007 – Participação das Empresas

NOVA CARTEIRA DO ISE PARA ABERTURA DE 01/12/2006					
CÓD.	AÇÃO	TIPO	QTDE. TEÓRICA	PART. %	SEGMENTO
ACES4	ACESITA	PN	30.452.886	0,458	Siderurgia e Metalurgia
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT N2	310.608.900	1,791	Transporte
ARCZ6	ARACRUZ	PNB N1	449.837.523	1,789	Madeira e Papel
ARCE3	ARCELOR BR	ON N1	216.591.586	2,608	Siderurgia e Metalurgia
BBDC3	BRADESCO	ON N1	180.273.897	4,125	Financeiro
BBDC4	BRADESCO	PN N1	474.161.380	11,620	Financeiro
BBAS3	BRASIL	ON NM	122.519.000	2,182	Financeiro
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	171.515.497	0,815	Petroquímico
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON NM	114.785.167	0,952	Exploração de Rodovias
CLSC6	CELESC	PNB N2	20.828.988	0,209	Energia Elétrica
CMIG3	CEMIG	ON * N1	11.383.415.427	0,299	Energia Elétrica
CMIG4	CEMIG	PN * N1	88.818.386.310	2,620	Energia Elétrica
COCE5	COELCE	PNA* EJ	52.704.873.393	0,174	Energia Elétrica
CPL3	COPEL	ON *	21.703.841.304	0,132	Energia Elétrica
CPL6	COPEL	PNB*	100.938.619.134	0,726	Energia Elétrica
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	85.139.136	0,728	Energia Elétrica
DASA3	DASA	ON NM	35.456.228	0,491	Análise e Diagnósticos
ELPL6	ELETROPAULO	PNB* N2	7.496.975.347	0,219	Energia Elétrica
EMBR3	EMBRAER	ON NM	481.293.954	3,259	Material de Transporte
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	62.100.668	0,546	Energia Elétrica
GGBR3	GERDAU	ON EJ N1	48.582.363	0,414	Siderurgia e Metalurgia
GGBR4	GERDAU	PN EJ N1	292.711.829	3,005	Siderurgia e Metalurgia
GOAU3	GERDAU MET	ON EJ N1	22.874.003	0,269	Siderurgia e Metalurgia
GOAU4	GERDAU MET	PN EJ N1	118.929.990	1,491	Siderurgia e Metalurgia
GOLL4	GOL	PN N2	51.912.331	0,965	Transporte
MYPK4	IOCHP-MAXION	PN N1	25.056.858	0,125	Material de Transporte
ITAU3	ITAUBANCO	ON EJ N1	61.787.086	1,116	Financeiro
ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ N1	561.101.993	12,193	Financeiro
ITSA3	ITAUSA	ON N1	473.652.628	1,711	Financeiro
ITSA4	ITAUSA	PN N1	1.636.710.576	4,952	Financeiro
RENT3	LOCALIZA	ON NM	33.610.544	0,562	Aluguel de Carros Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza
NATU3	NATURA	ON NM	108.688.412	0,959	
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON NM	86.194.564	0,676	Carnes e Derivados
PETR3	PETROBRAS	ON	704.682.665	10,820	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
PETR4	PETROBRAS	PN	1.027.704.929	14,180	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA N1	111.907.135	0,696	Papel e Celulose
SZPQ4	SUZANO PETR	PN N2	53.648.921	0,064	Químicos
TAMM4	TAM S/A	PN N2	68.242.748	1,253	Transporte
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	204.111.730	1,004	Energia Elétrica
UGPA4	ULTRAPAR	PN N1	30.631.686	0,451	Holding diversificada
UBBR3	UNIBANCO	ON N1	44.130.726	0,195	Financeiro
UBBR11	UNIBANCO	UNT N1	1.063.911.188	5,884	Financeiro
VCPA4	V C P	PN N1	97.358.515	1,272	Papel e Celulose
QUANTIDADE TEÓRICA TOTAL			292.729.819.145	100,000	

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

Tabela 3 - Carteira do ISE2007/2008 – Participação das Empresas

NOVA CARTEIRA DO ISE PARA ABERTURA DE 03/12/2007					
CÓD.	AÇÃO	TIPO	QTDE. TEÓRICA	PART. %	SEGMENTO
GETI4	AES TIETE	PN * ED	31.086.291.688	0,527	Energia Elétrica
ACES4	AM INOX BR	PN	30.453.342	0,684	Siderurgia e Metalurgia
ARCZ6	ARACRUZ	PNB N1	482.995.822	1,766	Madeira e Papel
BBDC3	BRADESCO	ON N1	351.080.196	5,088	Financeiro
BBDC4	BRADESCO	PN N1	972.511.680	14,474	Financeiro
BBAS3	BRASIL	ON NM	367.542.376	3,057	Financeiro
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	163.044.126	0,672	Petroquímico
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON NM	114.785.469	0,940	Exploração de Rodovias
CMIG3	CEMIG	ON N1	34.150.019	0,339	Energia Elétrica
CMIG4	CEMIG	PN N1	268.300.528	2,675	Energia Elétrica
CESP6	CESP	PNB N1	172.384.614	1,431	Energia Elétrica
COCE5	COELCE	PNA	26.353.337	0,152	Energia Elétrica
CPLE3	COPEL	ON	21.703.707	0,154	Energia Elétrica
CPLE6	COPEL	PNB	100.930.497	0,735	Energia Elétrica
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	129.942.661	1,196	Energia Elétrica
DASA3	DASA	ON NM	53.294.869	0,483	Análise e Diagnósticos
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	196.987.744	1,288	Energia Elétrica
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	189.137.052	1,215	Energia Elétrica
ELPL6	ELETROPAULO	PNB* N2	22.550.182.965	0,826	Energia Elétrica
EMBR3	EMBRAER	ON NM	737.618.968	3,782	Material de Transporte
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	62.114.409	0,436	Energia Elétrica
GGBR3	GERDAU	ON EJ N1	48.546.478	0,514	Siderurgia e Metalurgia
GGBR4	GERDAU	PN EJ N1	291.884.617	3,886	Siderurgia e Metalurgia
GOAU3	GERDAU MET	ON EJ N1	22.832.730	0,407	Siderurgia e Metalurgia
GOAU4	GERDAU MET	PN EJ N1	118.534.140	2,164	Siderurgia e Metalurgia
MYPK4	IOCHP-MAXION	PN N1	25.061.788	0,233	Material de Transporte
ITAU3	ITAUBANCO	ON EDJ N1	160.038.336	1,841	Financeiro
ITAU4	ITAUBANCO	PN EDJ N1	1.132.460.528	14,659	Financeiro
LIGT3	LIGHT S/A	ON EG NM	29.398.931	0,229	Energia Elétrica
NATU3	NATURA	ON NM	110.987.100	0,541	Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON NM	87.419.642	0,986	Carnes e Derivados
PETR3	PETROBRAS	ON	504.813.995	11,171	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
PETR4	PETROBRAS	PN	735.318.146	13,829	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
SBSP3	SABESP	ON NM	113.323.727	1,299	Água e Saneamento
SDIA4	SADIA S/A	PN N1 PNA I07	378.941.346	1,096	Carnes e Derivados
SUZB5	SUZANO PAPEL	N1	146.123.401	1,143	Papel e Celulose
SZPQ4	SUZANO PETR	PN N2	53.625.855	0,141	Químicos
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	203.938.036	1,187	Energia Elétrica
VCPA4	V C P	PN N1	98.410.458	1,514	Papel e Celulose
WEGE3	WEG	ON NM	195.778.152	1,240	Máquinas e Equipamentos
QUANTIDADE TEÓRICA TOTAL			62.569.243.475	100,000	

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

Tabela 4 - Carteira do ISE2008/2009 – Participação das Empresas

NOVA CARTEIRA DO ISE PARA ABERTURA DE 01/12/2008					
CÓD.	AÇÃO	TIPO	QTDE. TEÓRICA	PART. %	SEGMENTO
GETI4	AES TIETE	PN ED	94.237.477	0,686	Energia Elétrica
BBDC3	BRABESCO	ON N1	527.445.438	5,426	Financeiro
BBDC4	BRABESCO	PN N1	1.504.904.704	17,993	Financeiro
BBAS3	BRASIL	ON ED NM	551.300.050	3,827	Financeiro
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	182.638.275	0,555	Petroquímico
CLSC6	CELESC	PNB N2	22.695.794	0,387	Energia Elétrica
CMIG3	CEMIG	ON N1	34.869.872	0,447	Energia Elétrica
CMIG4	CEMIG	PN N1	279.165.537	4,946	Energia Elétrica
CESP6	CESP	PNB N1	181.287.298	1,188	Energia Elétrica
COCE5	COELCE	PNA	26.361.325	0,233	Energia Elétrica
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	132.761.836	2,057	Energia Elétrica Serviços Med.Hosp.
DASA3	DASA	ON NM	53.673.969	0,638	Análise e Diagn.
DURA4	DURATEX	PN	64.461.317	0,457	Madeira
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	196.987.747	2,582	Energia Elétrica
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	189.137.053	2,240	Energia Elétrica
ELPL6	ELETROPAULO	PNB N2	90.200.736	1,154	Energia Elétrica
EMBR3	EMBRAER	ON NM	720.998.572	2,996	Material de Transporte
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	55.903.062	0,687	Energia Elétrica
GGBR3	GERDAU	ON ED N1	101.811.875	0,600	Siderurgia e Metalurgia
GGBR4	GERDAU	PN ED N1	629.998.715	4,450	Siderurgia e Metalurgia
GOAU3	GERDAU MET	ON ED N1	46.685.138	0,430	Siderurgia e Metalurgia
GOAU4	GERDAU MET	PN ED N1	262.612.924	2,601	Siderurgia e Metalurgia
ITAU3	ITABANCO	ON N1	195.479.792	2,076	Financeiro
ITAU4	ITABANCO	PN N1	1.378.244.490	17,816	Financeiro
LIGT3	LIGHT S/A	ON ED NM	28.569.722	0,333	Energia Elétrica Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza
NATU3	NATURA	ON NM	108.624.375	1,086	Serviços Med.Hosp.
ODPV3	ODONTOPREV	ON EJ NM	21.472.503	0,271	Análise e Diagn.
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON NM	129.984.551	2,245	Carnes e Derivados
S BSP3	SABESP	ON NM	113.323.728	1,288	Água e Saneamento
SDIA4	SADIA S/A	PN N1	391.697.142	0,627	Carnes e Derivados
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA INT N1	146.172.517	0,880	Papel e Celulose
TNLP3	TELEMAR	ON	59.036.814	1,060	Telefonia
TNLP4	TELEMAR	PN	254.747.800	4,144	Telefonia
TC SL3	TIM PART S/A	ON	149.145.599	0,500	Telefonia
TC SL4	TIM PART S/A	PN	557.487.576	1,039	Telefonia
TBLE3	TRACTEBEL	ON EJ NM	203.898.291	1,913	Energia Elétrica
UBBR11	UNIBANCO	UNT N1	1.056.595.514	7,557	Financeiro
VCPA4	V C P	PN N1	92.867.479	0,584	Papel e Celulose
QUANTIDADE TEÓRICA TOTAL			10.837.486.607	100,000	

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

Tabela 5 - Carteira do ISE2009/2010 – Participação das Empresas

NOVA CARTEIRA DO ISE PARA ABERTURA DE 01/12/2009					
CÓD.	AÇÃO	TIPO	QTDE. TEÓRICA	PART. %	SEGMENTO
GETI3	AES TIETE	ON ED	20.680.048	0,308	Energia Elétrica
GETI4	AES TIETE	PN ED	34.536.820	0,538	Energia Elétrica
BBDC3	BRABESCO	ON N1	47.609.811	1,132	Financeiro
BBDC4	BRABESCO	PN N1	127.445.579	3,799	Financeiro
BBAS3	BRASIL	ON ED NM	48.148.616	1,215	Financeiro
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	242.636.193	2,283	Petroquímico
PRGA3	BRF FOODS	ON NM	293.784.288	9,840	Carnes e Derivados
CMIG3	CEMIG	ON N1	48.718.617	0,975	Energia Elétrica
CMIG4	CEMIG	PN N1	125.609.499	3,088	Energia Elétrica
CESP6	CESP	PNB EJ N1	69.415.162	1,216	Energia Elétrica
COCE5	COELCE	PNA	9.661.088	0,229	Energia Elétrica
CPLE6	COPEL	PNB EJ N1	36.989.789	1,022	Energia Elétrica
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	53.712.951	1,408	Energia Elétrica
DASA3	DASA	ON NM	57.137.909	2,539	Análise e Diagnóstico
DTEX3	DURATEX	ON NM	159.372.741	2,014	Madeira
ELET3	ELETRORAS	ON N1	72.193.467	1,710	Energia Elétrica
ELET6	ELETRORAS	PNB N1	69.997.139	1,445	Energia Elétrica
ELPL6	ELETRORAS	PNB N2	33.057.333	0,918	Energia Elétrica
EMBR3	EMBRAR	ON NM	721.468.719	5,150	Material de Transporte
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	19.868.675	0,503	Energia Elétrica
EVEN3	EVEN	ON NM	64.441.734	0,411	Constr. e Engenharia
FIBR3	FIBRIA	ON N1	91.337.686	2,239	Papel e Celulose
GGBR3	GERDAU	ON EJ N1	40.402.261	0,676	Sider. E Metalurgia
GGBR4	GERDAU	PN EJ N1	258.436.641	5,720	Sider. E Metalurgia
GOAU4	GERDAU MET	PN EJ N1	109.013.999	2,943	Sider. E Metalurgia
ROMI3	INDS ROMI	ON NM	39.162.959	0,409	Maq. E Equipamentos
ITSA4	ITAUSA	PN N1	189.809.634	1,736	Financeiro
ITUB3	ITAUUNIBANCO	ON N1	24.046.968	0,587	Financeiro
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN N1	190.747.567	5,910	Financeiro
LIGT3	LIGHT S/A	ON ED NM	18.243.838	0,359	Energia Elétrica
NATU3	NATURA	ON NM	169.686.040	4,650	Prof. Uso Pessoal
RDCE3	REDECARD	ON NM	28.345.687	0,620	Financeiro
SBSF3	SABESP	ON NM	113.323.328	2,925	Água e Saneamento
SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	34.968.335	1,371	Seguros
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA N1	143.663.984	2,200	Papel e Celulose
TNLP3	TELEMAR	ON	59.036.814	2,122	Telefonia
TNLP4	TELEMAR	PN	254.747.800	7,677	Telefonia
TCSL3	TIM PART S/A	ON	149.387.687	0,776	Telefonia
TCSL4	TIM PART S/A	PN	558.417.315	2,121	Telefonia
TBLE3	TRACTEBEL	ON EJ NM	74.733.621	1,282	Energia Elétrica
USIM3	USIMINAS	ON N1	37.058.268	1,495	Sider. E Metalurgia
USIM5	USIMINAS	PNA N1	99.620.274	4,166	Sider. E Metalurgia
VIVO4	VIVO	PN	146.272.761	6,275	Telefonia
QUANTIDADE TEÓRICA TOTAL			5.186.949.645	100,00	

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

A tabela 6 apresenta o número de empresas das carteiras do ISE, classificando-as por setor de atividade. Percebe-se que as empresas de energia elétrica são maioria em todas as edições do ISE.

Tabela 6. Distribuição setorial das carteiras do ISE e número de Empresas.

Setor	Carteira 2005/2006	Carteira 2006/2007	Carteira 2007/2008	Carteira 2008/2009	Carteira 2009/2010
Água e Saneamento	0	0	1	1	1
Aluguel de Carros	0	1	0	0	0
Analises e Diagnósticos	1	1	1	2	1
Carnes e Derivados	1	1	2	2	1
Construção e Engenharia	0	0	0	0	1
Energia Elétrica	8	8	11	11	11
Equipamentos Elétricos	1	0	1	0	1
Exploração de Rodovias	1	1	1	0	0
Financeiro	5	5	3	4	5
Holding Diversificada	0	1	0	0	0
Madeiras	0	0	0	1	1
Material de Transporte	2	2	2	1	1
Papel e Celulose	3	3	3	2	2
Petróleo, Gás e Biodiesel	0	1	1	0	0
Petroquímicos	2	2	2	1	1
Previdência e Seguros	0	0	0	0	1
Prod. Uso Pessoal/Limpeza	1	1	1	1	1
Siderurgia e Metalurgia	1	4	3	2	3
Telefonia	0	0	0	2	3
Transporte Aéreo/Ferroviário	2	3	0	0	0
TOTAL	28	34	32	30	34

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

Seguindo o mesmo critério de demonstração, a tabela 7 apresenta a participação percentual de cada segmento nas carteiras. Nota-se que há uma participação expressiva dos bancos, sendo 17,86% na carteira de 2005; 14,71% em 2006; 9,38% em 2007; 13,33% em 2008 e 14,71% em 2009.

Tabela 7. Distribuição setorial das carteiras do ISE e % de participação.

Setor	Partic. % 2005/2006	Partic. % 2006/2007	Partic. % 2007/2008	Partic. % 2008/2009	Partic. % 2009/2010
Água e Saneamento	0,00	0,00	3,125	3,333	2,941
Aluguel de Carros	0,00	2,941	0,00	0,00	0,00
Analises e Diagnósticos	3,571	2,941	3,125	6,667	2,941
Carnes e Derivados	3,571	2,941	6,250	6,667	2,941
Construção e Engenharia	0,00	0,00	0,00	0,00	2,941
Energia Elétrica	28,571	23,529	34,375	36,667	32,353
Equipamentos Elétricos	3,571	0,00	3,125	0,00	2,941
Exploração de Rodovias	3,571	2,941	3,125	0,00	0,00
Financeiro	17,857	14,706	9,375	13,333	14,706
Holding Diversificada	0,00	2,941	0,00	0,00	0,00
Madeiras	0,00	0,00	0,00	3,333	2,941
Material de Transporte	7,143	5,882	6,250	3,333	2,941
Papel e Celulose	10,714	8,824	9,375	6,667	5,882
Petróleo, Gás e Biodiesel	0,00	2,941	3,125	0,00	0,00
Petroquímicos	7,143	5,882	6,250	3,333	2,941
Previdência e Seguros	0,00	0,00	0,00	0,00	2,941
Prod. Uso Pessoal/Limpeza	3,571	2,941	3,125	3,333	2,941
Siderurgia e Metalurgia	3,571	11,765	9,375	6,667	8,824
Telefonia	0,00	0,00	0,00	6,667	8,824
Transporte Aéreo/Ferroviário	7,143	8,824	0,00	0,00	0,00
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Bovespa (2009) Elaborado pelo autor.

Definida a composição das entradas das empresas do ISE, estabelece-se a lista das empresas que saíram do Índice de Sustentabilidade Empresarial em todas as suas edições, conforme demonstrado na tabela 8.

Tabela 8 – Empresas que saíram do ISE.

AÇÃO	EMPRESA	SEGMENTO	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
BELG3	BELGO MINEIRA	Sid. Metalurgia	X			
CESP4	CESP	Ener. Elétrica	X			
CPSL3	COPEL	Químico	X			
ELET3	ELETRORBRAS	Ener. Elétrica	X			
ELET6	ELETRORBRAS	Ener. Elétrica	X			
WEG4	WEG	Maq. E Equipa.	X			
ACES4	ACESITA	Sid. Metalurgia		X		
ALLL11	ALL AMERICA LAT.	Transporte		X		
ARCE3	ARCELOR BR	Sid. Metalurgia		X		
CLSC6	CELESC	Ener. Elétrica		X		
ITSA3	ITAUSA	Financeiro		X		
ITSA4	ITAUSA	Financeiro		X		
RENT3	LOCALIZA	Alug. de Carros		X		
TAMM4	TAM	Transporte		X		
UGPA4	ULTRAPAR	Holding Div.		X		
UBBR3	UNIBANCO	Financeiro		X		
UBBR11	UNIBANCO	Financeiro		X		
ACES4	AM INOX BR	Sid. Metalurgia			X	
ARCZ6	ARACRUZ	Mad e Papel			X	
CCRO3	CCR RODOVIAS	Expl. Rodovias			X	
CPLE3	COPEL	Ener. Elétrica			X	
CPLE6	COPEL	Ener. Elétrica			X	
MYPK4	YOCHP-MAXION	Mat. Transp.			X	
PETR3	PETROBRÁS	Petróleo, Gás			X	
PETR4	PETROBRÁS	Petróleo, Gás			X	
WEGE4	WEG	Maq. e Equipa.			X	
CLSC6	CELESC	Ener. Elétrica				X
ITAU3	ITAUBANCO	Financeiro				X
ITAU4	ITAUBANCO	Financeiro				X
ODPV3	ODONTOPREV	Anal. Diagn.				X
PRGA3	PERDIGÃO	Carnes e Deriv.				X
SDIA4	SADIA S/A	Carnes e Deriv.				X
UBR11	UNIBANCO	Financeiro				X
VCPA4	VCP	Papel e Celulos				X

Fonte: Elaborado pelo autor de Bovespa (2010).

A população estabelecida no critério de saída do ISE totaliza 28 empresas e 34 ações, variando entre ações ordinárias e preferenciais; sendo 6 ações desvinculadas da carteira de 2006/2007; 11 ações da carteira de 2007/2008; 9 ações da carteira de 2008/2009 e 8 ações da carteira de 2009/2010.

Portanto, o universo de pesquisa envolve 186 empresas e 232 ações. As informações sobre o preço das ações foram retiradas da base de dados da Bolsa de

Valores de São Paulo; e como não foi possível a coleta de dados de algumas empresas, em virtude de que não tiveram suas ações negociadas nos dias de estimação, a amostra não-aleatória ficou definida por 164 observações; sendo 147 ações de empresas que entraram nas carteiras do ISE e 17 ações de empresas que saíram do índice, como pode ser observado na tabela 9.

Tabela 9 – Composição do universo e da amostra por carteira

CARTEIRA	UNIVERSO DA PESQUISA	AMOSTRA
2005/2006	34	20
2006/2007	49	35
2007/2008	51	38
2008/2009	47	35
2009/2010	51	36
TOTAL	232	164

Fonte: Elaborado pelo autor.

O universo da pesquisa e a amostra (quantidade de observações) podem também ser classificados por setor de atividade, como mostra a tabela 10.

Tabela 10 – Composição do universo e da amostra por setor de atividade

SETOR	U N I V E R S O					A M O S T R A				
	2005/ 2006	2006/ 2007	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010	2005/ 2006	2006/ 2007	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010
Água e Saneamento			1	1	1			1	1	1
Aluguel de Carros		1	1				1	1		
Analises e Diagnósticos	1	1	1	2	2				1	1
Carnes e Derivados	1	1	2	2	3	1		1	1	
Construção e Engenharia					1					1
Energia Elétrica	11	13	15	15	15	4	6	9	9	10
Equipamentos Elétricos	1	1	1	1	1	1	1	1		
Exploração de Rodovias	1	1	1	1		1	1	1	1	
Financeiro	6	9	9	6	10	6	9	9	6	9
Holding Diversificada		1	1				1			
Madeiras				1	1				1	
Material de Transporte	3	2	2	2	1					
Papel e Celulose	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1
Petróleo, Gás e Biodiesel		2	2	2			2	2	2	
Petroquímicos	2	3	2	1	1	1	2	2	1	1
Previdência e Seguros					1					1
Prod. Uso Pessoal/Limpeza	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Siderurgia e Metalurgia	1	7	7	5	5		6	5	4	5
Telefonia				4	5				4	5
Transporte Aéreo/Ferroviário	3	3	2			2	2	2		
TOTAL	34	49	51	47	51	20	35	38	35	36
TOTAL GERAL			232					164		

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2.2 Período do Evento e Janelas do Evento

A definição do período do evento é a data de divulgação das carteiras do ISE.

Sendo estas:

1. 01/12/2005 – Carteira 2005/2006
2. 01/12/2006 – Carteira 2006/2007
3. 03/12/2007 – Carteira 2007/2008
4. 01/12/2008 – Carteira 2008/2009
5. 01/12/2009 – Carteira 2009/2010

A definição das janelas (quantos dias antes e quantos dias após o evento) do evento, de acordo com Barbosa e Camargos (2003), envolve certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador e depende do evento estudado e dos objetivos que se almejam com o uso da metodologia.

O período de estimação englobou 60 dias antes da divulgação de cada carteira do ISE, e a janela de eventos abrangeu 5 dias antes e 5 dias após a divulgação de cada carteira do ISE; bem como 5 dias antes e 5 dias após a saída, buscando-se com isso que as janelas não fossem muito extensas para que não englobassem outros eventos que viessem os resultados.

Entre a janela de evento e a janela de estimação, percebe-se um intervalo de 70 dias como ilustra a figura 4. Esse período de tempo utilizado para teste do evento é sugerido por MacKinlay (1997, p. 19-20), pois para casos como o específico deste trabalho, apregoa que dada a racionalidade dos mercados de capitais, tais estudos de eventos podem ser realizados com períodos curtos de observação delimitando as janelas do evento.

Portanto, a janela de estimação englobou 55 observações diárias de cotações e a janela de eventos 11 observações diárias, sendo 5 observações anteriores e 5 posteriores à data do evento, como mostra a figura 4.

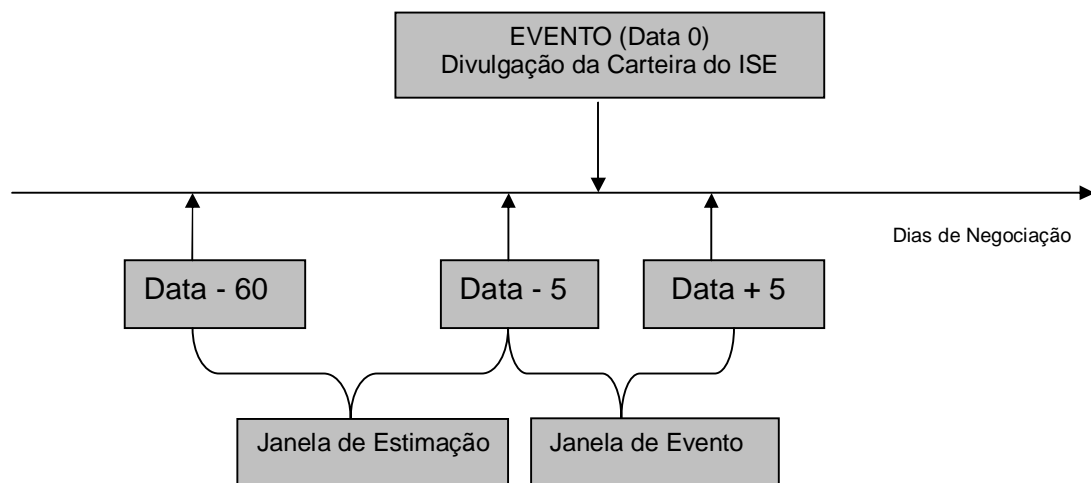


Figura 4 – Janelas de Estimação e do Evento

No presente trabalho, o método de estudo de evento compara os retornos normais e anormais das empresas ingressantes e das empresas que deixaram de compor as carteiras do ISE com um índice de mercado, no caso o Ibovespa.

3.2.3 Tratamento dos Dados

O próximo passo para um estudo de evento, segundo Marcon (2002), é o cálculo do retorno anormal. Os dados das ações das empresas e os pontos do índice Bovespa foram retirados da base de dados da Bolsa de Valores de São Paulo. No cálculo dos retornos diários das ações e do índice Bovespa foram consideradas as cotações de fechamento. Para o cálculo dos retornos diários das ações utilizou-se o regime de capitalização contínua, sendo extraída a diferença entre o logaritmo neperiano (\ln) de $P_{i(t)}$ e de $P_{i(t-1)}$ (equação 2). O mesmo foi feito para o cálculo dos retornos diários do índice Bovespa. Foi extraída a diferença entre o logaritmo neperiano (\ln) de BV e de $BV(t1)$ (BV é igual ao valor em pontos do índice BV na data t). Os retornos esperados das ações foram calculados de acordo com o modelo estatístico apresentado por Mackinlay (1997) que estabelece uma relação linear entre o retorno de uma ação e o retorno da carteira de mercado. Assim os parâmetros do modelo foram estimados por meio de regressão linear simples com base na janela de estimação de 60 dias, ou 55 observações.

Para as regressões, foram mantidas as cotações do dia anterior aos pregões quando não ocorreram negociações. O Ibovespa - BV (índice de preços da Bovespa) foi utilizado como representante de estimação de retorno da carteira de mercado. A janela de estimação serviu de parâmetro para comparação entre os retornos antes da janela de evento e os retornos ocorridos na janela de evento, O retorno anormal foi obtido por meio da diferença entre os retornos observados da firma, na janela do evento, e o retorno esperado da firma. Em linhas gerais, o retorno anormal para cada ação foi calculado de acordo com a fórmula e metodologia apresentada por Mackinlay (1997). A partir dos retornos anormais de cada ação, calcularam-se os retornos anormais médios e o seu desvio-padrão. Além disso, utilizou-se a técnica do retorno anormal médio acumulado, ou CAR (*Cumulative Average Anormal Return*).

Considerando-se que o objetivo da pesquisa é comparar um período anterior e outro posterior à divulgação do Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE, sendo as duas amostras retiradas do mesmo grupo de empresas, a escolha do teste deve ser consistente com tal objetivo. Como Alberton (2003), neste estudo, o tratamento estatístico dos dados para verificação da significância estatística dos resultados, foi feito através do teste *t-Student*, utilizando-se uma ferramenta estatística presente nas planilhas Excell.

Conforme Zago (2007), o nível de significância utilizado é de 10%, ou seja, para uma amostra tendendo ao infinito (maior que 120), o teste *t*, para que se consiga significância estatística, deve apresentar um valor, em módulo, maior que 1,796.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

Apresentam-se neste capítulo os resultados da metodologia proposta no capítulo anterior, tendo como foco o tratamento, a análise dos dados e a discussão dos resultados obtidos.

Os dados coletados, os preços diários das ações e a pontuação do índice Bovespa, foram convertidos em retornos diários com o uso do regime da capitalização contínua (equação 2). A seguir, aplica-se o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado que pode ser entendido como uma regressão linear da taxa de retorno observada sobre o retorno do *portfólio* de mercado, como forma de obter o cálculo do retorno anormal (equação 4). O período considerado para a estimação dos parâmetros do modelo (α e β) foi o da janela de estimação, ou seja, -60 a -5.

O apêndice A apresenta, a título de exemplo, o cálculo do retorno anormal e do retorno acumulado de uma empresa, constante na amostra selecionada da carteira do ISE, de 2006/2007.

A tabela 11 mostra os valores críticos para o teste t de *Student*, levando-se em consideração o tamanho da amostra e o nível de significância de 10%. Para que os retornos anormais apresentem significância estatística, os resultados do teste t devem ser maiores que os valores críticos apresentados na tabela 11.

Tabela 11 – Valores críticos para o Teste t

Amostra	10%
01	6,314
02	2,920
03	2,353
04	2,132
05	2,015
06	1,943
07	1,895
08	1,860
09	1,833
10	1,812
11	1,796
12	1,782
13	1,771
14	1,761
15	1,753
16	1,746
17	1,740
18	1,734
19	1,729
20	1,725
21	1,721
22	1,717
23	1,714
24	1,711
25	1,708
26	1,706
27	1,703
28	1,701
29	1,699
30	1,697
40	1,684
60	1,671
120	1,658
l = infinito	1,645

Os resultados obtidos no presente estudo estão apresentados na tabela 12, onde se constatou que das 164 observações, 28 observações apresentaram coeficientes estatísticos significativos ao nível de 10% (em módulo, acima de 1,796); ou seja, de acordo com o teste *t* de *Student*, verificou-se que nestas empresas o mercado reagiu positivamente à publicação da notícia de entrada e/ou saída de uma empresa para o grupo que compõe o ISE.

Tabela 12 – Resultados obtidos no teste *t* de Student

EMPRESA	AÇÃO	SETOR	CARTEIRA	ENTRADA	SAIDA	<i>t</i> de Student
ARACRUZ	ARCZ6	Papel	2006/2007	x		2,346371256
ARCELOR BR	ARCE3	Sider. e Metal.	2006/2007	x		2,651190221
BRADESCO	BBDC4	Financeiro	2006/2007	x		1,857246293
BRASKEM	BRKM5	Petroquímico	2006/2007	x		2,564201076
COELCE	COCE5	Energia Elétrica	2006/2007	x		2,042377212
PETROBRÁS	PETR3	Petróleo, gás e biodiesel	2006/2007	x		1,811269665
PETROBRÁS	PETR4	Petróleo, gás e biodiesel	2006/2007	x		1,887599979
VCP	VCPA4	Papel	2006/2007	x		2,76889914
CESP	CESP6	Energia Elétrica	2007/2008	x		1,821712565
CELESC	CLSC6	Energia Elétrica	2007/2008		x	2,498505086
TAM S/A	TAMM4	Transp. Aéreo	2007/2008		x	1,797753305
UNIBANCO	UBBR3	Financeiro	2007/2008		x	1,894120344
UNIBANCO	UBBR11	Financeiro	2007/2008		x	1,894120344
BRASIL	BBAS3	Financeiro	2008/2009	x		1,968282859
BRASKEM	BRKM5	Petroquímico	2008/2009	x		2,271699799
CEMIG	CMIG3	Energia Elétrica	2008/2009	x		3,413889731
CESP	CESP6	Energia Elétrica	2008/2009	x		2,266259969
ITAUUNIBANCO	ITUB4	Financeiro	2008/2009	x		2,630566309
ODONTOPREV	ODPV3	Anal. e Diagn.	2008/2009	x		2,047357575
SUZANO	SUZB5	Papel	2008/2009	x		1,90591643
UNIBANCO	UBBR11	Financeiro	2008/2009	x		1,933827977
BRADESCO	BBDC4	Financeiro	2009/2010	x		1,899515448
BRASKEM	BRKM5	Petroquímico	2009/2010	x		1,807356972
ENERGIAS BR	ENBR3	Energia Elétrica	2009/2010	x		2,476005776
EVEN	EVEN3	Constr. e Engenharia	2009/2010	x		2,743714584
ITAUSA	ITSA4	Financeiro	2009/2010	x		2,06980443
TIM	TCSL3	Telefonia	2009/2010	x		1,965527908
USIMINAS	USIM3	Sider. e Metal.	2009/2010	x		2,04952957

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como pode ser observado, as empresas CELESC, TAM e UNIBANCO deixaram de compor a carteira do ISE na edição de 2007/2008 e apresentaram retornos anormais positivos, o que reforçaria a hipótese de não haver perda pelas empresas que incorporam em suas diretrizes de negócio políticas de desenvolvimento sustentável.

Os resultados resumidos obtidos no estudo de evento estão na tabela 13, na qual a primeira coluna corresponde ao período da janela do evento (de -5 a +5), e as demais apresentam o retorno anormal médio diário (AR), o retorno anormal médio acumulado (CAR), o desvio-padrão médio e o desvio-padrão médio acumulado.

Tabela 13 – Resultados agregados ao estudo de evento

DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR	DESV.AR	DESV. CAR
-5	-0,003673427	-0,003525840	0,031627991	0,031627991
-4	0,001362643	-0,002163197	0,023753881	0,055381873
-3	-0,003781996	-0,005945193	0,025818223	0,081200096
-2	0,005572746	-0,000372447	0,014363184	0,095563280
-1	0,003309369	0,002936922	0,013229209	0,108792489
0	0,002356100	0,005293022	0,022449366	0,131241855
1	0,000344018	0,005637040	0,020843441	0,152085296
2	-0,006256174	-0,000619135	0,022867340	0,174952636
3	0,004517463	0,003898328	0,014460668	0,189413305
4	0,004901727	0,008800055	0,027598028	0,217011333
5	-0,003606626	0,005193429	0,019939832	0,236951165

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na tabela 13, constatou-se um retorno médio anormal positivo em 7 dos 11 dias observados na janela do evento. A média acumulada dos retornos anormais (CAR) apresentou resultado positivo acumulado de 0,0052% (ver a última célula da terceira coluna). Este resultado indica que, em média, estas 28 empresas que fazem ou fizeram parte da listagem do ISE e que apresentaram significância estatística no teste *t* de *Student*, demonstraram a existência de impactos positivos nos preços das suas ações quando das divulgações das carteiras do ISE. Além disso, observou-se um retorno médio anormal positivo de 0,0023% na data do evento (D_0), confirmando a reação positiva do mercado para estas empresas.

Na amostra analisada foram identificadas empresas pertencentes a 19 setores da economia, conforme classificação feita pelo ISE e ressaltada na tabela 6 deste trabalho.

O apêndice B apresenta os resultados do estudo de evento quando são considerados os setores de atividade. A tabela 14 apresenta um resumo destes resultados.

Tabela 14 – Resumo dos resultados do estudo de evento por setor de atividade

SETOR	TAMANHO DA AMOSTRA	MÉDIA AR D_0	Nº AR POSITIVOS	Nº AR NEGATIVOS	MÉDIA CAR	NÍVEL DE SIGNIFICÂNCIA
Água e Saneamento	3	0,006742	11	0	0,072251	0,144493
Aluguel de Carros	2	0,018116	6	5	0,052203	0,711995
Análises e Diagnósticos	2	-0,030270	3	8	-0,165547	2,574074
Carnes e Derivados	3	0,000206	8	3	0,136666	2,057092
Construção e Engenharia	1	0,003533	9	2	0,184592	2,743715
Energia Elétrica	38	0,000063	5	6	0,003007	0,279859
Equipamentos Elétricos	3	0,002293	5	6	0,038158	0,790978
Exploração de Rodovias	4	0,005802	6	5	-0,047752	1,093867
Financeiro	39	0,005308	8	3	0,021137	1,723549
Holding Diversificada	1	-0,020489	3	8	-0,039382	0,718393
Madeiras	1	-0,032044	4	7	-0,169496	1,345251
Papel e Celulose	13	-0,014938	5	6	-0,041570	1,515135
Petróleo, Gás e Biodiesel	6	-0,009116	7	4	0,037844	0,933325
Petroquímicos	7	0,002332	3	8	-0,032701	1,809090
Previdência e Seguros	1	0,010060	6	5	0,009354	0,134280
Prod. Uso Pessoal/Limpeza	5	0,015946	5	6	-0,019073	0,429095
Siderurgia e Metalurgia	20	-0,000159	7	4	0,035408	1,589031
Telefonia	9	-0,018218	7	4	0,227122	1,895689
Transporte Aéreo/Ferrovário	6	-0,000925	3	8	-0,033835	-1,330084
TOTAL	164		111	98		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Existe um número maior de retornos anormais positivos do que negativos e os resultados apresentados pelo teste t de *Student*, na análise por setor, apresentaram resultados significativos, ao nível de 10%, em cinco setores da economia: Análises e Diagnósticos, Carnes e Derivados, Construção e Engenharia, Petroquímico e Telefonia. Porém, alguns setores apresentaram pontos divergentes: o setor de Análises e Diagnósticos apresentou CAR negativo e retorno negativo na data do evento (D_0); o setor Petroquímico apresentou CAR negativo e retorno positivo na data do evento (D_0), e o setor de Telefonia apresentou CAR positivo e retorno negativo na data do evento (D_0).

Assim sendo, somente os setores de Carnes e Derivados e de Construção e Engenharia apresentaram resultados significativos tanto no teste t , como no retorno positivo na data do evento (D_0) e CAR positivo, reforçando com isso a influência da divulgação da carteira do ISE com os resultados das empresas destes setores.

Apesar da participação expressiva das empresas de energia elétrica em todas as carteiras do ISE, não foi identificado resultado significativo nos preços das ações

deste setor, através do teste de significância t , bem como no retorno anormal da data do evento (D_0).

O ISE também é composto por um grande número de instituições financeiras, o que não significa sinônimo de impacto positivo nos preços de suas ações, visto que apesar do retorno na data do evento (D_0) e o CAR serem positivos, o teste t não apresentou significância para o período analisado.

Para melhor visualização, os resultados médios acumulados de cada setor estão apresentados no gráfico da figura 5.

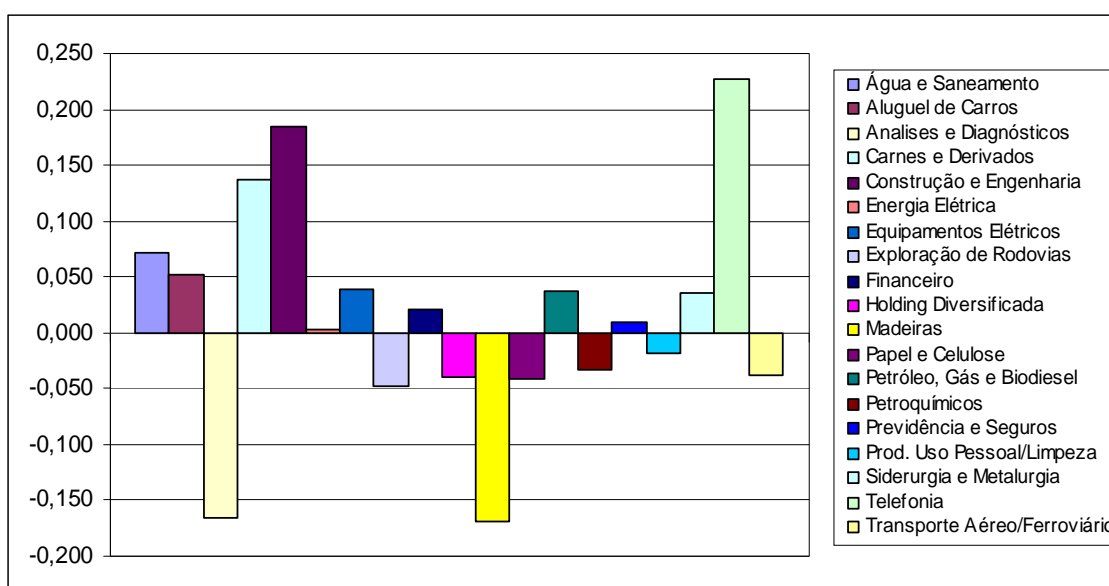


Figura 5 – Gráfico do retorno anormal médio acumulado (CAR) por setor de atividade.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Outro aspecto a ser considerado foi o ano em que as empresas passaram a compor a carteira do ISE. A tabela 15 apresenta um resumo dos resultados da análise anual constantes no apêndice C deste estudo.

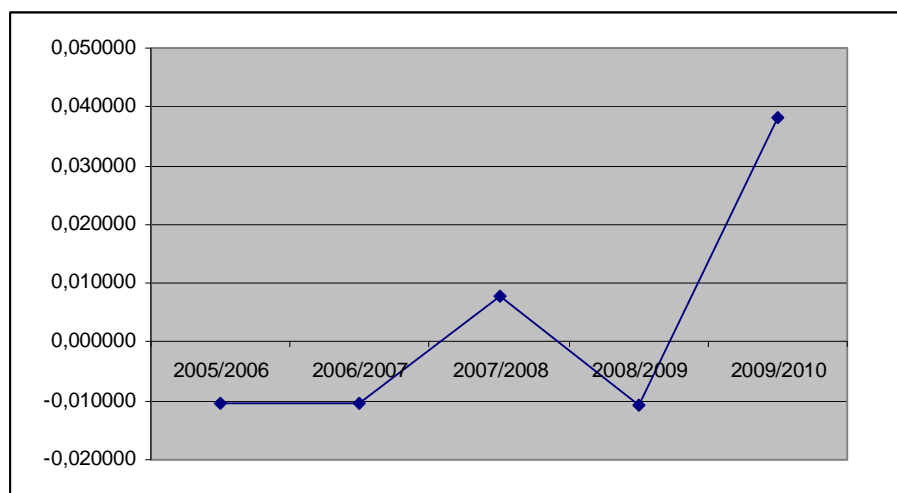
Tabela 15 – Resumo dos resultados do estudo de evento por ano

CARTEIRA	TAMANHO DA AMOSTRA	MÉDIA AR D_0	Nº AR POSITIVOS	Nº AR NEGATIVOS	MÉDIA CAR	Nível de Significância
2005/2006	20	0,001661	6	5	-0,010273	-0,957802
2006/2007	35	0,002345	6	5	-0,010541	-1,094485
2007/2008	38	-0,003657	5	6	0,007839	0,217111
2008/2009	35	-0,005852	5	6	-0,010680	-0,445096
2009/2010	36	0,003354	10	1	0,038221	4,533029
TOTAL	164		32	23		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os procedimentos utilizados foram os mesmos usados nas análises anteriores e prevaleceu o maior número de retornos anormais positivos do que negativos, e a análise do teste *t* de *Student* demonstrou resultado significativo, ao nível de 10%, somente na carteira de 2009/2010. Nesta carteira, o retorno na data do evento (D_0) e o CAR também foram positivos, reforçando com isso a influência da divulgação da carteira do ISE com os resultados das empresas destes setores neste ano.

Os retornos médios acumulados (CAR) de cada ano se apresentaram positivos em alguns anos e negativos em outros, mostrando que não houve alterações significantes na análise anual, por carteira, como pode ser observado no gráfico da figura 6.

**Figura 6** – Gráfico do retorno anormal médio acumulado (CAR) por carteira do ISE.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim sendo, as análises indicaram em alguns momentos a relação entre a participação das empresas nas carteiras do ISE e o desempenho financeiro das ações negociadas por estas empresas. Apesar deste impacto positivo perante os preços das ações não ter sido comprovado em todos os resultados, percebe-se que em contrapartida, que um melhor desempenho social corporativo não acarreta um pior desempenho financeiro, dado o dispêndio excessivo de recursos em atividades não relacionadas ao negócio; pois existe a predominância de retornos anormais positivos em todas as situações analisadas neste estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O tema Sustentabilidade nas organizações tem sido bastante debatido recentemente. Algumas correntes teóricas afirmam que para garantir a perenidade, as organizações devem inserir na sua estratégia elementos que considerem o perfeito equilíbrio nas relações com diversos grupos de interesse. Outras correntes afirmam que, as organizações devem criar valor no longo prazo e concentrar seus esforços e investimentos na produção e na busca da competitividade e para tanto, focar um único objetivo: a maximização de valor da organização no longo prazo.

Estas duas visões são antagônicas, pois enquanto a teoria dos *stakeholders* defende a idéia de que a empresa deve criar valor para seus clientes (internos e externos), fornecedores, bancos, governo e sociedade em geral; a teoria dos *shareholders* entende que a empresa deve proporcionar através da ação de seus administradores o máximo de valor da empresa para seus acionistas.

Com essas perspectivas em mente, é importante pensar na gestão como um processo, pelo qual os gestores das empresas conciliem os seus próprios objetivos voltados para as reivindicações e expectativas feitas para eles por vários grupos de interessados (*stakeholders* e *shareholders*). Conciliar os dois interesses mostra um desafio para os gestores, sendo necessário que as partes envolvidas estejam alinhadas para garantir o sucesso do negócio.

A Responsabilidade Social surge como um comprometimento por parte das organizações como forma de adotar um comportamento ético e responsável, estimulando o desenvolvimento econômico, melhorando as relações com todas as partes envolvidas com a organização, sejam elas, acionistas, gestores, funcionários, clientes, fornecedores, governo e sociedade de uma forma geral (ALMEIDA, 2002).

Portanto, as organizações desenvolvem estratégias que procuram manter um diálogo contínuo e transparente com a sociedade, visando com isto garantir crescimento e sustentabilidade organizacional com posturas socialmente corretas,

ambientalmente sustentáveis e que produzam retornos para todos os agentes econômicos interessados na organização.

Neste contexto complexo, Índices de Sustentabilidade foram criados em escala global, para avaliar várias dimensões das relações da organização com a sociedade, meio ambiente e com os provedores de capital para a empresa.

No Brasil, especificamente no ano de 2005, foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), com o intuito de fornecer um selo, que garante à empresa, que a mesma foi avaliada dentro dos critérios de sustentabilidade estabelecidos pela BOVESPA e pelo CES – FGV.

O Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (CES-FGV), foi escolhido pelo conselho deste índice para desenvolver um questionário que avaliasse o desempenho das empresas que pertencem ao grupo das 150 ações mais negociadas nos pregões da Bovespa.

Inspirado no trabalho de Elkington (2001) que criou o conceito de *Triple Bottom Line*, envolvendo os elementos ambientais, econômicos e sociais em sua análise, este questionário desenvolvido pelo CES-FGV, incorporou mais alguns grupos de indicadores, tais como, a posição da empresa quanto aos acordos globais; suas diretrizes políticas sociais e ambientais; a publicação de balanços sociais; aspectos de governança corporativa; a responsabilidade da empresa sobre seu produto e o grau de comunicação com os *stakeholders* e *shareholders*.

Mediante as respostas das companhias, é utilizada uma ferramenta estatística denominada de “análise de *clusters*”, que identifica grupos de empresas com desempenhos similares e aponta o grupo com melhor desempenho geral. As empresas desse grupo irão compor a carteira final do ISE, composto no final por aproximadamente 40 empresas, devidamente aprovadas pelo Conselho Deliberativo do Índice de Sustentabilidade Empresarial.

O objetivo principal do ISE é demonstrar o retorno da aplicação dos investidores numa carteira composta de ações de empresas que incorporam em

suas diretrizes de negócio práticas de responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, como forma de disseminar essas boas práticas em todo o meio empresarial brasileiro (BOVESPA, 2008).

Uma das suposições feitas quanto às empresas que compõem o índice ISE é que estas obteriam resultados financeiros superiores e crescentes, devido aos investimentos baseados no índice. Ou seja, o fato das empresas terem sua atuação nas áreas sociais e ambientais, reconhecida e divulgada, influenciaria positivamente o seu desempenho financeiro.

A revisão da literatura abordada neste trabalho identificou algumas pesquisas que procuraram relacionar o desempenho sócio-ambiental com o desempenho financeiro, demonstrando resultados divergentes entre positivos e negativos. Este trabalho, buscando contribuir com os estudos em questão, verificou se a entrada ou saída de uma empresa da carteira do ISE, em todas as suas edições, de 2005 a 2009, gerou reflexos positivos no desempenho financeiro dessa empresa.

Para responder a esta questão, o trabalho elaborou uma revisão literária, demonstrando o conceito de desenvolvimento sustentável e sustentabilidade corporativa, evoluindo para os conceitos de governança corporativa; as relações entre as partes interessadas na organização; os mercados de capitais e os diversos índices de sustentabilidade presentes no mundo, e mais especificamente no Brasil o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, base deste trabalho.

6 CONCLUSÕES

A partir da listagem divulgada pelo ISE, em todas as suas edições, foi elaborado um levantamento, que permitiu a análise da variável preço das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Dessa forma, a amostra foi composta por 164 observações, sendo 147 ações de empresas que entraram nas carteiras do ISE e 17 ações de empresas que saíram das carteiras. Tal análise se baseou em um estudo de evento, conforme metodologia proposta por MacKinlay (1997), elaborada no capítulo 3 deste trabalho.

A definição da amostra e a identificação das datas de inclusão das empresas na listagem do ISE foi o ponto de partida para a coleta dos dados.

Os dados coletados na janela de estimação foram utilizados para o cálculo dos retornos normais ou esperados, que comparados ao retorno observado na janela do evento, deram origem aos retornos anormais, aos retornos anormais médios, aos desvios-padrões e aos retornos anormais médios acumulados (CAR), conforme metodologia descrita no capítulo 3.

Observou-se através do teste t que 28 ações de empresas sofreram retornos anormais após sua entrada ou saída do ISE ($t > 1,796$), identificando uma tendência de aumento dos preços das ações, a partir da inclusão no ISE, além de apresentar um retorno anormal acumulado, e retorno médio anormal positivo de 0,0023% na data do evento (D_0).

Os resultados da análise por setor de atividade mostraram a predominância de retornos anormais positivos do que negativos; além de indicar estatisticamente, através do teste t de *Student*, que os setores de Carnes e Derivados e de Construção e Engenharia obtiveram resultados positivos nos preços das suas ações, após suas inclusões nas carteiras do ISE. O retorno na data do evento (D_0) e o CAR também se mantiveram positivos.

Na análise anual, por carteira, somente a carteira do ISE de 2009/2010 mostrou resultados significativos perante o teste t , retorno positivo na data do evento e CAR positivo.

Apesar de alguns resultados positivos, indicando a relação entre desempenho sócio-ambiental e desempenho financeiro, não se pode generalizar que as ações sustentáveis tragam maior retorno ao investidor, conforme visto nos resultados negativos apresentados por outras empresas que entraram ou saíram das carteiras do ISE.

Outro ponto importante a se destacar neste trabalho é que as políticas de sustentabilidade empresarial e responsabilidade social não subtraem valor dos acionistas.

Não há estudos conclusivos com relação às políticas sustentáveis e valor das empresas. Essa pesquisa colabora com essa discussão sugerindo que novos estudos podem ser realizados para avaliar os retornos anormais de empresas que foram incluídas em outros índices de sustentabilidade, à nível mundial.

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

Como limitações do trabalho, as empresas que praticam ações de responsabilidade social corporativa e de sustentabilidade procuram divulgar para a sociedade essas ações. Dessa forma, o anúncio da entrada da empresa no ISE pode não ser um evento totalmente inesperado para o mercado e, por isso, já ter sido incorporado ao preço das ações anteriormente. Isso pode ser visto como uma possível limitação do trabalho.

Outras possíveis limitações ao trabalho são: a possibilidade de ocorrência de outros eventos na data do anúncio da carteira do ISE ou próximo a ela, que poderia

reforçar ou mascarar o retorno anormal; e a existência de antecipação de forma não oficial da informação da carteira por indivíduos com informações privilegiadas que, de antemão, poderia provocar mudanças nos preços das ações antes das janelas de evento estudadas.

Outro fator relevante que pode limitar o presente estudo é devido à falta de dados disponíveis e à dificuldade em sua coleta.

Portanto, atendendo ao objetivo geral desta pesquisa, verificou-se que houve evidências de impacto positivo nos preços das ações de algumas empresas que entraram e saíram do ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial, em todas as suas edições; quando avaliadas individualmente, por setor de atividade e por carteira.

REFERÊNCIAS

- ALBERTON, Anete. **Meio Ambiente e Desempenho Econômico-Financeiro. o Impacto da ISO 14001 nas Empresas Brasileiras**. 307p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) — Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção (PPGEP), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2003.
- ALCHIAN. Armen A. DEMSETZ. Harold. **The American Economic Review**, 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALMEIDA, Jalcione. A problemática do Desenvolvimento sustentável; In **Redes de desenvolvimento Regional; Sustentabilidade e Desenvolvimento Regional**. Volume I. nº 02. Santa Cruz do Sul: Unisc, dezembro, 1996
- ALMEIDA, Fernando. **O bom negócio da sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2002.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, Célio Silveira. **Desenvolvimento Sustentado e Competitividade: Tipos e estratégias ambientais empresariais**. TECBAHIA - Revista Baiana de Tecnologia, Camaçari, v. 12, n. 2, maio/ago. 1997.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 7. ed São Paulo: Atlas - Ribeirão Preto, 2002.
- ASHLEY, P. **Responsabilidade Social nos Negócios**. São Paulo, Saraiva, 2003.
- ASHLEY, P. A. *et al.* **Ética e responsabilidade social nos negócios**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.
- BANSAL, P., ROTH, K. "**Why companies go green: a model of ecological responsiveness**", *Academy of Management Journal*, Vol. 43 No.4, pp.717-36. 2000.
- BARBIERI, José Carlos; CAJAZEIRA, Jorge Emanuel Reis. **Responsabilidade social empresarial e empresa sustentável: da teoria à prática**. São Paulo: Saraiva, 2009.
- BARBIERI, J. C. **Gestão ambiental empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2007.
- BARBOSA, Francisco V., CAMARGOS, Marcos A. **Estudos de Eventos: Teoria e Operacionalização**. Caderno de Pesquisa em Administração, v.10, nº 10, pp. 01-20, 2003.

BARTH, E.M. **De Logica van de Lidwoorden in de Traditionele Filosofie (The Logic of the Article in Traditional Philosophy)**. Leiden: Universitaire Press. 1971.

BELLEN, H. M. Van. **Indicadores de Sustentabilidade: Uma Análise Comparativa**. 2º Edição. Rio de Janeiro. FGV, 2006. 256 p.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C.. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

BORGER, F. G. **Responsabilidade social: efeitos da atuação social na dinâmica empresarial**. Tese de Doutorado em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Home/Redirect.asp?end=/Empresas/InformacoesEmpresas/ExecutaAcaoConsultaNivelGovernanca.asp?nivel=nm> . Acesso em: 22 set. 2009.

BOVESPA. Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf. Acesso em: 10 jun. 2009.

BRIGHAM Eugene F.; GAPENSKI Louis C.; EHRHARDT Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. 1. ed., São Paulo: Atlas, 2001.

BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold B. **Measuring security price performance**. Journal of Financial Economics, v. 8, p. 205-258, 1980.

BRUNDTLAND, G. et al. **Nosso Futuro Comum**. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro: FGV, 1991.

BUARQUE, Cristovam. **A desordem do progresso: o fim da era dos economistas e a construção do futuro**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1990.

CAIDEN, Gerarld; CARAVANTES, Geraldo. **Reconsiderações do Conceito de Desenvolvimento**. Caxias do Sul: Educs, 1988.

CAMARGO, A. L. B. **Desenvolvimento sustentável: dimensões e desafios**. Campinas: Papirus, 2003.

CAMARGO, A.L.B. **As dimensões e os desafios do desenvolvimento sustentável: concepções, entraves e implicações à sociedade humana**. 2002. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - UFSC, Florianópolis-SC.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLEY, A. C. **The econometrics of financial markets**. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CARROLL, Archie B. **The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders**. Business Horizons, v.34, n.4, Jul-Aug. 1991. Acesso em: 10 ago. 2009.

CASTRO, Manuel Cabral de. **Desenvolvimento Sustentável: a genealogia de um novo paradigma**. São Paulo, Revista Economia e Empresa, v. 2, 1996.

CENTRO DE ESTUDOS EM SUSTENTABILIDADE DA ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (GVces).
Disponível em <<http://www.ces.fgvsp.br/>>a. acesso em: 20 jul. 2009.

CHIESA, V, R MANZINI and G NOCI. **Towards a sustainable view of the competitive system**. Long Range Planning, 32(5), 519-530. 1999.

CMMAD. Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento. **Nosso futuro comum**. 2a . ed. Rio de Janeiro: FGV, 1991.

COASE, Ronald H. **The nature of the firm**. Economica. London, v. 4, n. 16, 1937.
competitivo". Jornal Gazeta Mercantil - Seção Vitória - ES - dez./98 e Jornal "A Gazeta" dez./98.

COHEN, Mark A.; FINN, Scott A.; KONAR, Shameek. **Environmental and financial performance: are they related?** Vanderbilt University, Nashville, TN, May 1997.
Working paper

COHEN, M. A.; KONAR, S. Does the Market Value Environmental Performance?
The Review of Economics and Statistics. 2001, p.281-289.

COLLINS, James C.; PORRAS, Jerry 1. **Feitas para durar: práticas bem sucedidas de empresas visionárias**. Rio de Janeiro: Rocco, 1995.

COOPER, D.; SCHINDLER, P. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed.
Tradução de Luciana de Oliveira da Rocha. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORAL, E. **Modelo de planejamento estratégico para a sustentabilidade empresarial**. Tese de Doutorado. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2002.

CORMIER, Denis; MAGNAN, Michel; MORARD, Bernard. **The impact of corporate pollution on market valuation: some empirical evidence**. *Ecological Economics*, v. 8, p. 135-155, 1993.

COSTA, F. J. M. **Sustentabilidade e desempenho financeiro: Uma análise do mercado brasileiro de ações**. 2007. 105f. Dissertação (Mestrado em administração). Universidade Federal da Bahia – Núcleo de Pós-Graduação em Administração, Salvador, 2007.

COWTON, C.J., The development of Ethical Investment Products, in Prindl, A.R. and Proshan, B. (Eds), **Ethical Conflicts in Finance**, Blackwell: Oxford, 1994.

DIENHART, J. W. **Business Ethics Quarterly**, International Economic Review, v. 4, n. 4, p. 409-422, 1984.

DONAIRE, D. **Gestão ambiental na empresa**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ELKINTON, John. **Canibais com Garfo e Faca**. São Paulo: Makron Books, 2001.

FABER, N. **The Sustainability of "Sustainability"- A study into the conceptual foundations of the notion of "Sustainability"**. *Journal Of Environmental Assesment Policy and Managment*. 2005, v.7, n.7, n.1, p.1-33

FAMA, Eugene; FISHER, Lawrence; JENSEN, Michael; ROLL, Richard. **"The Adjustment of Stock Prices to New Information"**, *International Economic Review*, nº10, pp. 1-21. 1969.

FISCHER, Rosa Maria. **O desafio da colaboração: práticas de responsabilidade social entre empresas e terceiro setor**. São Paulo: Gente, 2002.

FREEMAN, R. Edward. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. A Stakeholder Approach to Strategic Management, 2001, p.189 -207. In: FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; HITT, M. A. (Ed.) **The Blackwell Handbook of Strategic Management**. 2001.

FREEMAN, R.Edward, WICKS, Andrew C., PARMAR, Bidhan. **Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited "** *Organization Science* Vol.15,No.3, May .June 2004, pp. 364 .369 informs ®

FRIEDMAN, M. **Capitalism & Freedom**. Chicago, IL: University of Chicago Press. 1962.

FURTADO, C. Desenvolvimento. In: **Reconsideração do conceito de desenvolvimento**. Caxias do Sul: EDUCS, 1988.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª edição, São Paulo: Harbra, 2002.

GLASER, B.; STRAUSS, A. **The Discovery of Grounded Theory**, Chicago: Aldine, 1967.

GOULDING, C. Grounded Theory: the missing methodology on the interpretivist agenda. **Qualitative Market Research**, v. 1, n. 1, p. 50-60, 1998.

HAMILTON, James T. **Pollution as news: media and stock market reactions to the toxics release inventory data**. *Journal of Environmental Economics and Management*, 28, p. 98-113, 1995.

HART, S. L.; MILSTEIN, M. B. **Creating Sustainable Value**. *Academy of Management Executive*. 2003, 17, p.56-59

HART, S.L.; AHUJA. G. Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance. **Business Strategy and the Environment**. 1996, 5: p. 30-37.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br> Acesso em: 03 ago 2009.

INSTITUTO ETHOS de Responsabilidade Social <<http://www.ethos.org.br>>. Acesso em: 20. jul. 2009.

International Organization for Standardization (ISO). Disponível em: http://www.iso.org/iso/about/international_standardization_and_education.htm. acesso em: 13 jul. 2009.

JANNUZZI, Paulo de Martino. **Indicadores Sociais no Brasil - Conceitos, Fontes de Dados e Aplicações**. Campinas: Alínea, 2001.

JENSEN, M.; MECKLING, W. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KLASSEN, Robert D.; McLAUGHLIN, Curtis P. **The impact of environmental management on firm performance**. *Management Science*, v. 42, n. 8, p. 1199-1213, Aug. 1996

KOWARICK, Lúcio. **Política Social e Combate à Pobreza**. São Paulo: Cortez, 2001.

LANOIE, Paul; LAPLANTE, Benoît; ROY, Maité. **Can capital markets create incentives for pollution control?** *Ecole des Hautes Etudes Commerciales / Canada and The World Bank/Washington D.C.*, Jan. 1997. Working Paper. 26p.

LEAL, Ricardo P. C.; DA SILVA, André L. C.; VALADARES, Sílvia M. **Estrutura de Controle de Capital das Companhias Abertas Brasileiras de Capital Aberto**. *RAC*, v.6, n. 1, jan./ abr., 2002.

LEITE, H.P.; SANVICENTE, A.Z. **Índice Bovespa: Um Padrão para os Investimentos**. São Paulo: Atlas, 1994.

LINGS, B.; LUNDELL, B. **On the adaptation of Grounded Theory procedures: insights from the evolution of the method**. *Information Technology and People*, v. 18, n. 3, p. 196-211, 2005.

LO, S.F. e SHEU, H.J. **Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?** *Corporate Governance: An International Review*, v.15, n.2, p.345-358. 2007

LODI, João Bosco. **Conselho de Administração**. São Paulo: Pioneira, 1998.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES, M.V.; GARCIA, A.; RODRIGUES, L. **Sustainable Development and Corporate Performance: A Study based on the Dow Jones Sustainability Index**. Journal Of Business Ethics. 2007. n. 75, p.285-300

LOVEJOY, A. O. (1964). **The Great Chain of Being: a Study of the History of an Idea**. Cambridge, MA: Harvard University Press.

MACHADO FILHO, C. A. P.; ZYLBERSZTAJN, D. **A empresa socialmente responsável: o debate e as implicações**. Revista de Administração. São Paulo, v. 3, n. 39, p. 242-254, 2004.

MACKINLAY, C. **Event Studie in Economic and Finance**. Journal of Economic Literature. Vol. XXXV, p.13-39. Março, 1997.

MADILL, A., JORDAN, A., & SHIRLEY, C. **Objectivity and Reliability in Qualitative Analysis: Realist, Contextualist and Radical Constructionist Epistemologies**, British Journal of Psychology , v.91, p. 1-20, 2000.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Tradução de Nivaldo Montingelli Jr. e Alfredo Alves de Farias. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARCON, Rosilene. **O custo de capital próprio das empresas brasileiras: o caso dos American Depositary Receipts (ADRs)**. 150 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) — Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção (PPGEP), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2002.

MARCONI, Marina A. e LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo, Atlas, 5a ed., p. 174-214, 2003.

MARREWIJK, Marcel Van. **European Corporate Sustainability Framework**. Journal of Business Performance Management, Volume 5 - Issue 2/3 – 2003.

MCGUIRE, Jean B.; SUNDGREN, Alison; SCHNEEWEIS, Thomas. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. **The Academy of Management Journal**, v. 31, n 4 (Dec., 1988), pp. 854-872, 1988.

MEADOWS, DH, DI MEADOWS, J. RANDERS and W.W.I. BEHRENS. **The Limits to Growth: Report for the Club of Rome's Project on Predicament of Mankind**. New York: New American Library. 1972.

MELO NETO, Francisco Paulo de; FROES, César. **Gestão da Responsabilidade Social Corporativa: o caso brasileiro**. Rio de Janeiro : Qualitymark , 2001.

MILES, M. P.; COVIN, J. G. **Environmental marketing: a source for reputational competitive and financial advantage**. Journal of Business Ethics, v. 23, 2000. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1006214509281> acesso em: 26 out. 2009.

MOREIRA, Joaquim Manhães, **A Ética Empresarial no Brasil**, São Paulo, Pioneira, 1999.

PANDIT, N.R. **The Creation of Theory: a Recent Application of the Grounded Theory Method**, The Qualitative Report, 2(4), December, 1996.

PASSMORE, J. A. (1970). **The Perfectibility of Man**. London: Duckworth.

PERES, Wilson. O Ressurgimento das Políticas de Competitividade Industrial. In: CASTRO, Antonio Barros de et al. **O Futuro da Indústria no Brasil e no Mundo: os Desafios do Século XXI**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

PÉRICO, Ana Elisa; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento; SANTANA, Naja Brandão. Investimento em responsabilidade sócio-ambiental de empresas distribuidoras de energia elétrica: uma análise por envoltória de dados. **Revista Gestão Industrial**, Paraná, ISSN 1808-0448 / v. 02, n. 04: p.124-139, 2006.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value. a guide for managers and investors**. 2.ed. New York: The Free Press, 1998.

ROMEIRO, Ademar R. **Desenvolvimento sustentável e mudança institucional: notas preliminares**. Instituto de Economia - Textos para Discussão, Texto 68, 1999. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/t68.html>>. Acesso em: 20 jul. 2009.

SACHS, Ignacy. **Ecodesenvolvimento: Crescer sem destruir**. São Paulo: Vértice, 1986.

SACHS, Ignacy. **Estratégias de Transição para o Século XXI - Desenvolvimento e Meio Ambiente**. São Paulo: Studio Nobel/Fundap, 1993.

SANTOS, S. E.; ANDREOLI, C. V.; SILVA, C. L. **Práticas ambientais das empresas do setor automotivo da região metropolitana de Curitiba**. Curitiba: Ed. da UFPR, 2007.

SICHE, R. **Índices versus Indicadores: Precisoões conceituais na discussão da sustentabilidade de países**. Ambiente e Sociedade. v. 10, n. 2, jul-dez. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/asoc/v10n2/a09v10n2.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2009.

SIFFERT FILHO, N. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. Tese Doutorado em Economia) - FEA/USP, São Paulo, 1996.

SIFFERT FILHO, N. **Governança Corporativa: padrões internacionais e evidencias empíricas no Brasil nos anos 90**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 9, p. 123-146, 1998.

SILVA, C. L. Desenvolvimento Sustentável. Um conceito Multidisciplinar. IN: SILVA, C.L.; MENDES, J. T. G. (Orgs). **Reflexões sobre desenvolvimento sustentável**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2005. p.11-40.

- SILVA, Christian Luiz (Org.). **Desenvolvimento sustentável: um modelo analítico integrado e adaptativo**. Petrópolis: Vozes, 2006.
- SILVA, Edson Cordeiro. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas**. São Paulo: Atlas, 2006.
- SILVA, Jose Ultemar da. **Pobreza e Políticas Sociais no Vale do Jequitinhonha**. XI Seminário de Economia Política, PUC-SP, 2001.
- SILVA, J. U.; ROSINI, A. M.; RODRIGUES, M. C. Responsabilidade Socioambiental como diferencial competitivo nas organizações do século XXI. In: GUEVARA, A. J. H., et al. (orgs.). **Consciência e Desenvolvimento Sustentável nas Organizações: reflexões sobre um dos maiores desafios da nossa época**. Rio de Janeiro: Elsevier; 2009. p. 63-74.
- SILVA, Raimundo N. Sousa, COELHO, Sérgio de Sousa, LUZ, Sandro Gomes. www.congressosp.fipecafi.org/artigos82008/489.pdf. **Impacto da Divulgação do Índice de Sustentabilidade Empresarial Sobre os Preços das Ações: Um Estudo de Eventos nos Anos de 2005 a 2007**. 2008. acesso em: 13 out. 2009.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade**. Saint Paul Institute of Finance. 1ª ed., São Paulo, 2006.
- SOUSA, Almir Ferreira de; ALMEIDA, Ricardo José de. **O valor da empresa e a influência dos stakeholders**. São Paulo: Saraiva, 2006.
- SOUZA, Renato de. Responsáveis S.A.: **Empresas brasileiras dão exemplo ao mundo na adoção de práticas modernas de gestão ambiental**. Mundo Corporativo, Deloitte, ano 4, n. 11, jan./mar. 2006.
- SROUR, Robert Henry. **Ética empresarial**. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 50.
- STOFFMAN, D., "Good Behavior and the Bottom Line," **Canadian Business** 64, nº. 5, 1991, pp. 28-32.
- TOFFLER, Alvin. **A terceira onda**. Rio de Janeiro: Record, 21, tiragem, 1995.
- WADDOCK, S.A., Graves, S.B. "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, Vol. 18 No.4, pp.303-19, 1997.
- WILLIAMSON, O. **Corporate finance and corporate governance**. *Journal of Finance*, v. 43 p. 567 - 591, 1988.
- WITHERELL, W. **The OECD and corporate governance**. Financial Reporting, Paris, 1999. Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 01 ago. 2009.
- WOOD, D. **Corporate social performance revisited**. *Academy of Management Review*. v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

ZAGO, Ana Paula Pinheiro. **Sustentabilidade Empresarial: O Caso Dow Jones Sustainability Index**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia - MG.

ZAGO, A. P.; DE PAULA, G. M. Sustentabilidade Corporativa: o caso “Dow Jones Sustainability Index”. **Enanpad 2007**. Rio de Janeiro 22 a 26 de setembro de 2007.

APÊNDICE A – RESULTADO DE CÁLCULO DO RETORNO ANORMAL DE UMA AÇÃO

Data	ALL11	ibov	Ra	Ribov	
1/9/2006	16,836013	37329			
4/9/2006	17,454913	37693	0,036101	0,009704	0,025988
5/9/2006	16,816673	37367	-0,037250	-0,008686	-0,028589
6/9/2006	16,826343	36709	0,000575	-0,017766	0,018505
8/9/2006	17,068101	36558	0,014266	-0,004122	0,018267
11/9/2006	16,826343	35772	-0,014266	-0,021735	0,007716
12/9/2006	17,164804	36146	0,019915	0,010401	0,009091
13/9/2006	17,290518	36549	0,007297	0,011088	-0,004228
14/9/2006	16,971398	36153	-0,018629	-0,010894	-0,007714
15/9/2006	17,164804	36169	0,011332	0,000442	0,010674
18/9/2006	17,503265	36482	0,019526	0,008617	0,010524
19/9/2006	17,019749	35885	-0,028013	-0,016500	-0,011376
20/9/2006	16,304146	35196	-0,042955	-0,019387	-0,023370
21/9/2006	15,665905	34830	-0,039933	-0,010453	-0,029468
22/9/2006	15,665905	34798	0,000000	-0,000919	0,000732
25/9/2006	15,665905	34972	0,000000	0,004988	-0,005298
26/9/2006	16,197773	35818	0,033387	0,023903	0,008780
27/9/2006	16,439530	36105	0,014815	0,007981	0,006462
28/9/2006	16,439530	36486	0,000000	0,010497	-0,010922
29/9/2006	16,342827	36449	-0,005900	-0,001015	-0,005070
2/10/2006	16,923046	37057	0,034887	0,016543	0,017793
3/10/2006	16,729640	36437	-0,011494	-0,016873	0,005524
4/10/2006	16,729640	37749	0,000000	0,035374	-0,036318
5/10/2006	16,661948	37976	-0,004054	0,005995	-0,010381
6/10/2006	16,584585	37940	-0,004654	-0,000948	-0,003892
9/10/2006	17,251837	38406	0,039445	0,012208	0,026776
10/10/2006	17,010079	38654	-0,014113	0,006437	-0,020890
11/10/2006	16,246124	38322	-0,045952	-0,008626	-0,037352
13/10/2006	16,478212	38850	0,014185	0,013684	0,000009
16/10/2006	16,923046	39229	0,026637	0,009708	0,016521
17/10/2006	16,777991	38897	-0,008608	-0,008499	-0,000138
18/10/2006	16,913376	38685	0,008037	-0,005465	0,013410
19/10/2006	17,077771	38919	0,009673	0,006031	0,003310
20/10/2006	16,884365	38642	-0,011390	-0,007143	-0,004304
23/10/2006	16,903705	39226	0,001145	0,015000	-0,014374
24/10/2006	16,961727	39498	0,003427	0,006910	-0,003834
25/10/2006	17,745023	39562	0,045146	0,001619	0,043287
26/10/2006	18,035132	39644	0,016217	0,002071	0,013897
27/10/2006	17,938429	39328	-0,005376	-0,008003	0,002587
30/10/2006	17,696671	38900	-0,013569	-0,010942	-0,002604
31/10/2006	18,083483	39262	0,021622	0,009263	0,011960
1/11/2006	18,305901	39930	0,012224	0,016871	-0,005204
3/11/2006	18,760405	40435	0,024525	0,012568	0,011489
6/11/2006	19,321283	41246	0,029459	0,019858	0,008980
7/11/2006	18,944141	41048	-0,019713	-0,004812	-0,015007
8/11/2006	18,953812	41334	0,000510	0,006943	-0,006784
9/11/2006	19,340624	40815	0,020203	-0,012636	0,032896
10/11/2006	19,098866	40719	-0,012579	-0,002355	-0,010381

APÊNDICE A – CONTINUAÇÃO

13/11/2006	19,630733	40605	0,027467	-0,002804	0,030123
14/11/2006	19,872491	41290	0,012240	0,016729	-0,005044
16/11/2006	19,582382	41161	-0,014706	-0,003129	-0,011718
17/11/2006	19,340624	41029	-0,012423	-0,003212	-0,009350
21/11/2006	19,002163	41570	-0,017655	0,013100	-0,031234
22/11/2006	18,857108	41912	-0,007663	0,008193	-0,016233
23/11/2006	19,234251	42069	0,019803	0,003739	0,015779
24/11/2006	19,021504	41757	-0,011122	-0,007444	-0,003730
27/11/2006	18,615351	40914	-0,021584	-0,020395	-0,000970
28/11/2006	18,325241	41043	-0,015707	0,003148	-0,019127
29/11/2006	18,470296	41970	0,007884	0,022335	-0,015122
30/11/2006	18,518648	41931	0,002614	-0,000930	0,003357
1/12/2006	18,325241	41327	-0,010499	-0,014509	0,004107
4/12/2006	18,905460	42654	0,031171	0,031605	-0,001299
5/12/2006	19,050515	43157	0,007643	0,011724	-0,004531
6/12/2006	19,098866	43096	0,002535	-0,001414	0,003772
7/12/2006	19,195569	42909	0,005051	-0,004349	0,009283
8/12/2006	19,002163	42977	-0,010127	0,001583	-0,011949
11/12/2006	19,147218	43297			
12/12/2006	19,340624	43018			
13/12/2006	19,340624	43284			
14/12/2006	19,437327	43754			
15/12/2006	19,824140	43595			
18/12/2006	19,756447	43508			
19/12/2006	20,104579	43589			

APÊNDICE A – CONTINUAÇÃO

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,570322128
R-Quadrado	0,32526733
R-quadrado ajustado	0,312291702
Erro padrão	0,017574241
Observações	54

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>
Regressão	1	0,007742215
Resíduo	52	0,016060405
Total	53	0,02380262

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>
Interseção	0,000206296	0,002433772
Variável X 1	1,020844163	0,203893521

			<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>	0,007742215	25,06755921	6,72649E-06
0,005090017	-0,004677424	0,005090017	0,000308854		
1,429986436	0,61170189	1,429986436			

<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
0,084763963	0,932774552	-0,004677424
5,006751363	6,72649E-06	0,61170189

Teste-t: duas amostras em par para médias		
	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	-0,003291644	0
Variância	7,83747E-05	0
Observações	11	11
Correlação de Pearson	#DIV/0!	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	10	
Stat t	-1,23316529	
P(T<=t) uni-caudal	0,122857668	
t crítico uni-caudal	1,812461102	
P(T<=t) bi-caudal	0,245715335	
t crítico bi-caudal	2,228138842	

APÊNDICE B – RESULTADOS DO ESTUDO DE EVENTO POR SETOR DE ATIVIDADE

ÁGUA E SANEAMENTO		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,025603	0,052733
-4	0,001514	0,054247
-3	-0,007843	0,046404
-2	0,013837	0,060240
-1	-0,003967	0,056273
0	0,006742	0,063015
1	0,019893	0,082908
2	0,006502	0,089410
3	-0,009866	0,079544
4	0,002751	0,082294
5	-0,010043	0,072251

ALUGUEL DE CARROS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,029296	-0,029296
-4	-0,003560	-0,032855
-3	0,052076	0,019221
-2	-0,007952	0,011269
-1	0,010035	0,021304
0	0,018116	0,039420
1	-0,009919	0,029502
2	-0,017561	0,011940
3	0,008246	0,020187
4	0,009987	0,030174
5	0,022029	0,052203

ANÁLISES E DIAGNÓSTICOS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,029893	-0,029893
-4	-0,031261	-0,061154
-3	-0,044540	-0,105694
-2	0,001931	-0,103762
-1	0,010067	-0,093695
0	-0,030270	-0,123966
1	-0,029104	-0,153069
2	-0,003881	-0,156951
3	-0,002482	-0,159433
4	-0,018689	-0,178122
5	0,012574	-0,165547

APÊNDICE B - CONTINUAÇÃO

CARNES E DERIVADOS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,024988	0,024988
-4	0,052120	0,077109
-3	-0,003311	0,073797
-2	0,040961	0,114758
-1	-0,009411	0,105347
0	0,000206	0,105553
1	0,022602	0,128155
2	0,003413	0,131568
3	0,007689	0,139257
4	-0,003201	0,136056
5	0,000610	0,136666

CONSTR. E ENGENHARIA		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,006459	-0,006459
-4	-0,003697	-0,010156
-3	0,042789	0,032633
-2	0,025710	0,058342
-1	0,041881	0,100223
0	0,003533	0,103756
1	0,024601	0,128357
2	0,047560	0,175917
3	0,004332	0,180250
4	0,003478	0,183728
5	0,000865	0,184592

ENERGIA ELÉTRICA		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,001175	-0,001175
-4	-0,000815	-0,001990
-3	0,005419	0,003429
-2	0,006813	0,010242
-1	-0,003844	0,006398
0	0,000063	0,006461
1	-0,000300	0,006161
2	-0,001854	0,004307
3	0,001251	0,005558
4	-0,002831	0,002727
5	0,000280	0,003007

APÊNDICE B - CONTINUAÇÃO

EQUIPAM. ELÉTRICOS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,006166	0,052733
-4	-0,004657	0,048077
-3	-0,010328	0,037748
-2	-0,001535	0,036214
-1	0,001437	0,037651
0	0,002293	0,039944
1	0,002857	0,042801
2	0,013568	0,056369
3	-0,004549	0,051820
4	-0,016369	0,035451
5	0,002707	0,038158

EXPLOR.DE RODOVIAS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,023969	-0,023969
-4	-0,005069	-0,029038
-3	0,003621	-0,025417
-2	-0,011089	-0,036506
-1	0,006349	-0,030157
0	0,005802	-0,024355
1	0,014133	-0,010221
2	0,002390	-0,007832
3	0,001720	-0,006111
4	-0,015621	-0,021732
5	-0,026020	-0,047752

FINANCEIRO		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,007536	0,007536
-4	0,003127	0,010663
-3	0,001060	0,011723
-2	0,002594	0,014317
-1	0,003208	0,017525
0	0,005308	0,022833
1	0,003369	0,026201
2	-0,004236	0,021965
3	0,003982	0,025948
4	-0,000440	0,025508
5	-0,004371	0,021137

APÊNDICE B – CONTINUAÇÃO

HOLDING DIVERSIFICADA		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,000774	-0,000774
-4	-0,015315	-0,016088
-3	0,028986	0,012897
-2	0,005635	0,018532
-1	-0,003790	0,014742
0	-0,020489	-0,005748
1	0,018910	0,013163
2	-0,016995	-0,003832
3	-0,002810	-0,006642
4	-0,007960	-0,014602
5	-0,024780	-0,039382

MADEIRAS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,091472	-0,091472
-4	-0,010849	-0,102321
-3	-0,000377	-0,102698
-2	-0,006342	-0,109040
-1	0,034362	-0,074678
0	-0,032044	-0,106721
1	0,008593	-0,098129
2	-0,052105	-0,150234
3	0,006670	-0,143564
4	-0,052597	-0,196161
5	0,026665	-0,169496

PAPEL E CELULOSE		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,003627	-0,003627
-4	0,000176	-0,003451
-3	-0,011241	-0,014692
-2	0,000382	-0,014310
-1	0,006599	-0,007711
0	-0,014938	-0,022649
1	-0,000988	-0,023637
2	-0,012006	-0,035643
3	0,005752	-0,029891
4	-0,015551	-0,045441
5	0,003872	-0,041570

APÊNDICE B – CONTINUAÇÃO

PETRÓLEO,GÁS E BIOCMB.		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,013310	0,013310
-4	0,013231	0,026541
-3	0,020291	0,046831
-2	0,002073	0,048904
-1	0,004164	0,053068
0	-0,009116	0,043952
1	-0,014549	0,029403
2	0,016942	0,046345
3	-0,006030	0,040315
4	-0,011676	0,028639
5	0,009205	0,037844

PETROQUÍMICOS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,001840	0,001840
-4	-0,000622	0,001218
-3	-0,002899	-0,001681
-2	-0,007452	-0,009133
-1	-0,002952	-0,012085
0	0,002332	-0,009753
1	0,002505	-0,007248
2	-0,015291	-0,022540
3	-0,000810	-0,023350
4	-0,000940	-0,024290
5	-0,008411	-0,032701

SEGUROS		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,020380	-0,020380
-4	0,002347	-0,018033
-3	0,043422	0,025390
-2	0,013620	0,039010
-1	0,003050	0,042060
0	-0,010060	0,031999
1	-0,005308	0,026691
2	0,004192	0,030883
3	0,025345	0,056228
4	-0,019540	0,036688
5	-0,027334	0,009354

APÊNDICE B – CONTINUAÇÃO

USO PESSOAL E LIMPEZA		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,015469	-0,015469
-4	-0,017458	-0,032927
-3	0,005001	-0,027926
-2	-0,001617	-0,029543
-1	-0,000787	-0,030330
0	0,015946	-0,014384
1	0,004204	-0,010180
2	0,010472	0,000292
3	0,015852	0,016144
4	-0,018985	-0,002841
5	-0,016232	-0,019073

SIDERURGIA		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,006466	0,006466
-4	0,010511	0,016978
-3	0,016079	0,033057
-2	0,000015	0,033071
-1	0,003389	0,036460
0	-0,000159	0,036301
1	-0,000026	0,036275
2	-0,003855	0,032420
3	0,004639	0,037059
4	-0,008081	0,028979
5	0,006429	0,035408

TELEFONIA		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,014179	0,014179
-4	0,003863	0,018042
-3	0,021482	0,039524
-2	0,017761	0,057285
-1	-0,004472	0,052812
0	-0,006073	0,046740
1	-0,007112	0,039628
2	-0,010035	0,029593
3	0,021733	0,051327
4	0,012645	0,063972
5	0,011735	0,075707

APÊNDICE B – CONTINUAÇÃO

TRANSP. AÉREO/RODOVIÁRIO		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,016076	-0,016076
-4	-0,004442	-0,020519
-3	-0,017161	-0,037680
-2	0,006440	-0,031240
-1	0,004728	-0,026512
0	-0,000925	-0,027438
1	-0,004122	-0,031560
2	0,004317	-0,027243
3	-0,003939	-0,031181
4	-0,000939	-0,032120
5	-0,001715	-0,033835

APÊNDICE C – RESULTADOS DO ESTUDO DE EVENTO POR CARTEIRA

CARTEIRA 2005/2006		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,002648	-0,002648
-4	-0,000620	-0,003268
-3	0,000804	-0,002465
-2	-0,000582	-0,003046
-1	0,001281	-0,001766
0	0,001661	-0,000105
1	0,001199	0,001094
2	0,001788	0,002881
3	0,000690	0,003571
4	-0,006441	-0,002870
5	-0,007402	-0,010273

CARTEIRA 2006/2007		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,001569	-0,001569
-4	-0,002338	-0,003908
-3	-0,002349	-0,006257
-2	-0,005548	-0,011805
-1	0,000447	-0,011358
0	0,002345	-0,009013
1	-0,006234	-0,015248
2	0,001419	-0,013829
3	0,001063	-0,012766
4	0,001210	-0,011556
5	0,001014	-0,010541

CARTEIRA 2007/2008		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	0,019302	0,019302
-4	0,003669	0,022971
-3	0,006554	0,029525
-2	0,010029	0,039555
-1	0,009355	0,048909
0	-0,003657	0,045253
1	-0,002752	0,042500
2	-0,014195	0,028305
3	-0,000132	0,028173
4	-0,018664	0,009509
5	-0,001670	0,007839

APÊNDICE C – CONTINUAÇÃO

CARTEIRA 2008/2009		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,015226	-0,015226
-4	0,000677	-0,014549
-3	0,004782	-0,009767
-2	0,005372	-0,004394
-1	-0,004706	-0,009101
0	-0,005852	-0,014952
1	0,006058	-0,008895
2	-0,001212	-0,010106
3	0,009887	-0,000219
4	-0,006412	-0,006631
5	-0,004050	-0,010680

CARTEIRA 2009/2010		
DIAS	MÉDIA AR	MÉDIA CAR
-5	-0,002812	-0,002812
-4	0,001490	-0,001321
-3	0,004034	0,002712
-2	0,004035	0,006747
-1	0,005054	0,011800
0	0,003354	0,015154
1	0,005880	0,021034
2	0,002727	0,023761
3	0,003689	0,027450
4	0,006860	0,034310
5	0,003911	0,038221