

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

CATARINA DE OLIVEIRA CANO

O IMPACTO DE NOTÍCIAS PÚBLICAS NO RETORNO DE
EMPRESAS PERTENCENTES AO ÍNDICE DE
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL

São Paulo

2017

CATARINA DE OLIVEIRA CANO

**O IMPACTO DE NOTÍCIAS PÚBLICAS NO RETORNO DE
EMPRESAS PERTENCENTES AO ÍNDICE DE
SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a
obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

C227i Cano, Catarina de Oliveira
O impacto de notícias públicas no retorno de empresas
pertencentes ao índice de sustentabilidade empresarial / Catarina de
Oliveira Cano. - - São Paulo, 2017.
28 f.
Orientador: Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra
Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares
Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.
1. Sustentabilidade. 2. Empresas – Desenvolvimento sustentável.
3. Sustentabilidade – Planejamento empresarial. 4. Valor
Econômico (Jornal) – Anúncios - Sustentabilidade

CDD 658.408

CATARINA DE OLIVEIRA CANO

**O IMPACTO DE NOTÍCIAS PÚBLICAS NO RETORNO DE EMPRESAS
PERTENCENTES AO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Bolivar Godinho de Oliveira Filho
Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP)

Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 29 de agosto de 2017.

Dedicatória

Dedico esta dissertação a uma pessoa importante que tanto me incentivou para o início deste curso, mas que infelizmente não pode chegar comigo ao final.

EVANDRO MUNHOZ PEREIRA (in memoriam)

Agradecimentos

Agradeço em especial ao meu orientador, Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra por toda paciência e por compartilhar seu conhecimento.

Agradeço a DEUS pelo dom da vida, aos meus pais, irmãos e agregados pelo apoio, carinho e por entenderem minha ausência.

Agradeço aos meus afilhados Arthur, Maria Clara e Júlio Cesar e a minha guerreira irmã Juliana, pois foram em todos os momentos minha fonte inspiradora.

Os meus sinceros agradecimentos aos meus colegas Natália, William, Willians e principalmente ao Rodrigo, com quem dividi os melhores e mais difíceis momentos deste desafio.

Resumo

O objetivo do presente estudo, é verificar se notícias públicas, positivas e negativas relacionadas ao tema sustentabilidade, divulgadas por meio de anúncios, no período de 01.01.2010 a 30.06.2016 no veículo de comunicação Jornal Valor Econômico, apresentaram mais impacto negativo ou positivo para empresas pertencentes ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) ou não componentes ao Índice de Sustentabilidade (Não ISE). No total, 66 empresas foram analisadas, tomando como base o modelo de mercado (*market model*). Posteriormente, a média dos retornos anormais acumulados foi testada para verificar se é significativamente diferente de zero. O ponto central foi o próprio dia do evento (0,0) e, a partir desta data, avaliou-se as janelas (-22,0), (-15,0), (-10,0),(-5,0), (-4,0), (-3,0), (-2,0), (-1,0), (0,0), (0,+1), (0,+2), (0,+3), (0,+4), (0,+5), (0,+10), (0,+15) e (0,+22). Tendo como pressuposto a ligação existente entre empresas componentes ao ISE, um impacto mais expressivo pelas próprias diretrizes e requisitos para inserção ao índice, foi realizado um estudo de evento com o intuito de verificar a existência de retornos anormais estatisticamente significantes em torno e na data do anúncio da notícia. Os resultados da análise indicam a existência de um retorno anormal significativamente negativo antes do evento, um retorno anormal não significativo após o evento e a ausência de retornos anormais significativos em torno do evento, sugerindo um efeito anterior a data do anúncio, o que pressupõe informação privilegiada ou cogitada.

Palavras-chave: Sustentabilidade; Estudo de eventos; Índice de sustentabilidade empresarial (ISE)

Abstract

The subject of this survey is to verify whether the positive and negative news in regards of sustainability, released by Valor Economico vehicle of communication in the period of January 1st, 2010 to June 30th, 2016, had greater negative or positive impact to the companies pertaining to the “Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)”, Business Sustaining Rate, or not belonging to the “Índice de Sustentabilidade (Não ISE)” sustaining rate (non ISE). In total, 66 companies were analyzed, taking as a basis the market model. Afterwards, the average of accumulated abnormal returns were tested to verify if it is significantly different to zero. The focal point was the event date (0,0) and, from this date on, it was evaluated the windows (-22,0), (-15,0), (-10,0), (-5,0), (-4,0), (-3,0), (-2,0), (-1,0), (0,0), (0,+1), (0,+2), (0,+3), (0,+4), (0,+5), (0,+10), (0,+15) and (0,+22). Supposing the connection between the companies members to ISE, a more expressive impact due to the own guidelines and requirements to the rate's insertion, an event survey was made aiming to verify the presence of statistically significant abnormal returns around and in the news' announcement date. The results of the analysis indicate the existence of an expressive negative abnormal return before the event, and non-significant abnormal return after the event and absence of abnormal returns around the event, proposing effect previous to the dated of announcement, which suggests privileged or considered information.

Keywords: Sustainability; Events study; Índice de sustentabilidade empresarial (ISE)

1 Introdução

A sociedade na qual a evolução e crescimento estão relacionados a uma economia acelerada que promove um consumo desenfreado através de uma visão míope de que os recursos são finitos está passando por um processo de mudança. A visão de desenvolvimento sustentável e a preocupação por parte dos envolvidos nas relações comerciais e de investimentos em países como Alemanha e Estados Unidos têm uma trajetória de ações e evoluções significativas nas últimas décadas. Desde a década de 1950, movimentos em prol de questões ambientais e também da avaliação dos pilares da sustentabilidade vêm sendo colocados em prática, não com as mesmas nomenclaturas ou estruturas que são apresentadas atualmente, mas com a visão de que empresas têm que promover um desenvolvimento sustentável a fim de equilibrar seus negócios e toda a cadeia que as envolvem.

Segundo a Brundtland (1987), no relatório “*Our Common Future*” da Organização das Nações Unidas, “sustentabilidade” é definida como o desenvolvimento responsável por atender as necessidades humanas atuais sem comprometer as necessidades futuras, e esta ideia tem sido difundida no meio empresarial principalmente a partir do último quarto do século XX, inclusive no mercado financeiro. Em 1999 foi lançado o Dow Jones Sustainability Index (DJSI), que passou a acompanhar o desempenho financeiro das empresas líderes em sustentabilidade corporativa nos Estados Unidos. No Brasil, em dezembro de 2005, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com a mesma finalidade.

O crescimento da importância da sustentabilidade nos negócios foi sendo refletido na academia. Os estudos que analisam o papel da sustentabilidade empresarial no mercado analisam, em geral, (1) o impacto da adesão às práticas sustentáveis nos índices de desempenho e no retorno das ações das empresas (Cavalcanti & Boente, 2012, Vital, Cavalcanti, Dalló, Moritz, & Costa, 2009); e (2) a existência de retornos anormais dos índices de bolsa compostos por empresas sustentáveis (Moraes, Perera, Milani, & Kerr, 2014; Nossa, Cezar, Silva, Baptista, & Nossa, 2009; Soares & Milani, 2014; Serra et al, 2017).

Os estudos sobre a relação entre a sustentabilidade e desempenho empresarial são parte da vertente de pesquisa que foca nas influências de acontecimentos externos, como notícias públicas, no retorno das ações das empresas (Silinske, Marquette, Grohmann, Battistella, & Madruga, 2014). Segundo Cervi (2016, p. 69), “a estratégia economicista no consumo de informações não significa uma opção pela não participação ou falta de interesse pelos temas públicos, mas a seleção do volume e da qualidade de notícias que o público

considera suficientes para a tomada de decisões”, isto é, notícias sobre as organizações que impactam as suas imagens, extraídas de veículos confiáveis por certo público, podem ser objeto de tomada de decisão, sejam estas de investimento ou de consumo.

Assim, a literatura em sustentabilidade explora a forma como as empresas se comunicam com os agentes externos (*stakeholders*) e como estes avaliam e valorizam suas práticas de sustentabilidade que, como em qualquer outra ação empresarial, busca retorno financeiro, mas com menor impacto social ou ambiental.

Enquanto a literatura foca na prática de sustentabilidade como o evento em si, não há estudos que buscam analisar se a sensibilidade das empresas ditas sustentáveis a eventos externos é diferente das que não possuem este rótulo. Visando preencher esse *gap* na literatura, a presente pesquisa busca responder às seguintes questões: os preços das empresas componentes do ISE são impactados por notícias consideradas negativas do ponto de vista da sustentabilidade? O mesmo pode ser dito a respeito de notícias positivas? Seria o impacto no preço maior para as empresas componentes do ISE do que para empresas não componentes do ISE?

Nesse sentido, o objetivo do presente estudo é avaliar o impacto de notícias (a) negativas e (b) positivas, no que diz respeito à responsabilidade social, no retorno das empresas (i) componentes e (ii) não componentes do ISE. Portanto, as hipóteses de pesquisa são:

- a) H-Ia: notícias negativas impactam negativamente o preço das ações;
- b) H-Ib: o impacto de notícias negativas é maior (mais negativo) para ações componentes do ISE do que para ações não componentes do ISE;
- c) H-IIa: notícias positivas impactam positivamente o preço das ações;
- d) H-IIb: o impacto de notícias positivas é maior (mais positivo) para ações componentes do ISE do que para ações não componentes do ISE.

Esta dissertação está dividida em cinco seções além desta seção introdutória. A seção 2 discute a questão da sustentabilidade no meio empresarial, trazendo também alguns estudos feitos sobre o tema. A seção 3 discute a metodologia empregada na análise da pesquisa, a seção 4 traz os resultados encontrados e a última seção traz algumas considerações finais a respeito do trabalho.

2 Fundamentação Teórica

2.1 Breve histórico da sustentabilidade

Embora os primeiros movimentos tenham ocorrido na década de 1950, apenas no início de 1970 é que o tema passou a ser discutido com mais frequência, pois, segundo projeções de institutos e de grupos de cientistas mundiais, como, por exemplo, a *Future Earth* (“Terra Futura”), os recursos tornar-se-iam finitos em algumas décadas. A partir de então, o tema sustentabilidade, em sua ampla abrangência, passou a ser pesquisado em suas diversas esferas (Claro, Claro, & Amâncio, 2008), inclusive na econômica, já que, segundo Kuhlman e Farrington (2010), a sustentabilidade é um tema natural de estudo para os economistas: afinal, a escassez de recursos é uma preocupação central para a ciência.

Posteriormente, outro movimento importante que reforçou o tema sustentabilidade e desenvolvimento sustentável foi o Pacto Global, onde, durante o Fórum Econômico Mundial em Davos em 1999, o então Secretário Geral da Organização das Nações Unidas (ONU), Kofi Annan, convocou os líderes mundiais a participar de uma nova iniciativa voltada a contribuir e difundir os benefícios do desenvolvimento econômico mundial por meio de políticas e ações corporativas voluntárias (<http://www.pactoglobal.org.br/>, recuperado em dezembro de 2016).

Comumente, o conceito de desenvolvimento sustentável apresenta-se aquele que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras para satisfazer as suas próprias necessidades (Brundtland, 1987). Esse conceito possui duas definições chaves. Primeiro, o conceito de “necessidades”, em particular as necessidades essenciais dos pobres do mundo, a que deve ser dada prioridade absoluta. E, segundo, os conceitos de “restrição” e “escassez” – escassez de oferta e restrições financeiras, socioeconômicas e ambientais à expansão do sistema.

2.1.1 *Triple Bottom Line*

No final dos anos 1990 surgiu o termo “*triple bottom line*”, com base nos resultados de uma pesquisa de especialistas internacionais de responsabilidade social corporativa (CSR) e desenvolvimento sustentável (SD) (Elkington, 2004). Seu objetivo foi expandir a visão a partir do pilar ambiental (escassez dos recursos) para abranger outros dois pilares: o econômico-financeiro e o social, tornando-o aplicável às empresas.

O conceito do *triple bottom line* vem sendo incorporado pela sociedade mundial e tem feito com que muitas empresas mudem o seu pensamento e a sua forma de agir, pois,

pressionadas pelo novo comportamento do consumidor “verde”, que valoriza os produtos de organizações “ecologicamente corretas”, se veem “obrigadas” a implantar ações sustentáveis se quiserem manter-se vivas no mercado (Bacha & Schaun, 2010).

Assim, para uma empresa ser bem-sucedida do ponto de vista da lucratividade, gerando valor para os *stakeholders*, deve basear-se nos três pilares do *triple bottom line*: ambiental, social e econômico-financeiro. O pilar ambiental tem a função de incentivar a produção de produtos ambientalmente corretos, usando processos de produção que não agredam o meio ambiente, bem como, novos instrumentos gerenciais, certificações e selos que demonstrem seu interesse ambiental (Instituto Ethos, 2005). O pilar social tem como principal objetivo melhorar a qualidade de vida da população, proporcionando acesso à educação e saúde, principalmente. Inclusão social de portadores de necessidades especiais e qualificação profissional de pessoas de baixa renda são exemplos de projetos sustentáveis socialmente. Finalmente, no pilar econômico-financeiro se insere não só a economia formal, mas também as atividades informais que são identificadas em serviços para os indivíduos e grupos aumentando assim, a renda monetária e o padrão de vida dos indivíduos (Almeida, 2002).

Ao adotar a filosofia do *triple bottom line*, uma organização considera uma posição de prosperidade econômica, qualidade ambiental e justiça social (Hardtke & Prehn, 2001; Meade & Presley, 2007). Portanto, para uma empresa ser considerada sustentável ela deve ser eficiente economicamente, prezar pela igualdade social e preservar o ambiente. A sustentabilidade empresarial é aquela que está preocupada com o seu entorno, seja ele a comunidade e/ou o meio ambiente. Ela também tem como foco melhorar a imagem da empresa junto aos consumidores e reduzir os custos de produção, uma vez que busca, entre outras coisas, a reciclagem de todos os materiais utilizados para a confecção de seus produtos. O caráter interdisciplinar das práticas de sustentabilidade é evidente, dada a diversidade das questões a serem resolvidas e das possíveis soluções, alicerçadas nas premissas do desenvolvimento sustentável.

Sendo assim, pode-se concluir que toda atividade, para ser sustentável, precisa ser economicamente viável, socialmente justa, culturalmente aceita e ecologicamente correta. Como pontuado por Carvalho e Barbieri (2009, p. 30), “as organizações estão deixando de ser sistemas relativamente fechados para tornarem-se sistemas cada vez mais abertos. Suas fronteiras estão se tornando mais permeáveis e, em muitos casos, difíceis de identificar”.

Para quantificar e aumentar a visibilidade desse conceito, relatórios que até 1989 eram publicados separadamente e com foco apenas na dimensão ambiental, passaram a ter foco mais expressivo na publicação de informações sobre suas políticas e/ou impactos sociais ou

de sustentabilidade financeira corporativa. Embora sejam claras as diferenças entre países e setores (Kolk, 2004; Morhardt, Baird, & Freeman, 2002), pode ser observado que, no Brasil, há uma tendência para a inclusão da sociedade na cultura de cobranças quanto a ações sustentáveis.

O aumento desse tipo de informações é interesse da sociedade. No entanto, é preciso ser cuidadoso em relação à qualidade destas informações e à utilização correta dos conceitos. Em dado momento, a sustentabilidade passou a ser utilizada como forma de comercializar produtos e marcas, tentando enaltecer e criar uma imagem de que a empresa estava agindo conforme padrões de conformidade na utilização dos recursos, o que nem sempre é a realidade (Hinz, Valentina, & Franco, 2006). Esse tipo de ação pode ser ainda potencializada pela prática de *greenwashing*, termo utilizado para designar o “procedimento de marketing utilizado por uma organização com o objetivo de prover uma imagem ecologicamente responsável dos seus produtos ou serviços” (Lovato, 2013, p. 165). Por muitas vezes, embalagens, rótulos, *slogans*, e demais de meios de comunicação apresentam informações explicitamente falsas, com termos vagos, ou sem relevância ecológica, com o intuito de aparentar algum tipo de comprometimento com o desenvolvimento sustentável (Crifo & Forget, 2015).

2.1.2 Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)

As práticas de sustentabilidade empresarial podem ser explicadas no arcabouço da Teoria Institucional (Santos & Porto, 2013), segundo a qual as empresas adotam práticas e procedimentos que são definidos pelos conceitos que estão em seu ambiente organizacional e que estejam presentes na sociedade. Esta ótica apresenta o conceito de eficiência simbólica de Meyer e Rowan (1977). Pela necessidade de se adequar ao ambiente empresarial ao qual pertencem, cada vez mais empresas passaram a se inserir no contexto da sustentabilidade dos negócios. Com o aumento da legitimidade dos movimentos em prol da sustentabilidade, métricas para garantir ou expressar o comportamento das empresas passaram a ser criadas.

Uma linha de métricas envolve a produção de relatórios para reporte externo. O *Global Reporting Initiative* (GRI) (<https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>, recuperado em dezembro de 2016) criou o primeiro escopo de relatórios de sustentabilidade em 1999, promovendo diretrizes para que as empresas se organizassem e tivessem condições de divulgar as informações de natureza econômica, ambiental e social. Esse documento teve sua primeira versão em português em 2004, propiciando maior acesso a informações deste

cunho às empresas que já expressavam interesse ou adotavam práticas sustentáveis (Beato, Souza, & Parisotto, 2009).

Outra linha de métricas envolve índices de mercado. O índice pode servir como um instrumento de tomada de decisão e previsão (Siche, Agostinho, Ortega, & Romeiro, 2007). A primeira iniciativa nesta linha deu-se nos Estados Unidos, em 1999, com o Índice Dow Jones de Sustentabilidade (DJSI). De acordo com May, Lustosa e Vinha (2003, p. 189), o DJSI foi instituído com intuito de “exaltar as empresas que procuram aliar desenvolvimento com ecoeficiência e responsabilidade social”. A Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), a exemplo do que já ocorria no mercado financeiro internacional, criou em dezembro de 2005 o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), tendo o DJSI como parâmetro (May et al., 2003). Seu objetivo é ser “uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na BM&FBOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa” (<http://www.gvces.com.br/>, recuperado em dezembro de 2016).

Atualmente, o ISE é composto por até 40 empresas listadas na BM&FBOVESPA. No ano de 2015, em face à menor procura de empresas para adesão ao índice e ao baixo número de exclusões de empresas do índice, foram criados novos objetivos para o quinquênio 2016-2020 com maior foco em: (i) aumentar a relevância do ISE para os investidores, (ii) fortalecer o papel do ISE para uma cultura de sustentabilidade nas empresas e (iii) ampliar o reconhecimento do ISE pela sociedade (<http://www.gvces.com.br/>, recuperado em dezembro de 2016).

As empresas interessadas em participar do ISE são classificadas em 3 grupos:

- 1) Elegível: o único grupo que possibilita à empresa efetivamente integrar a carteira do índice e requer a participação completa no processo de seleção;
- 2) Treineira: as empresas deste grupo não se habilitam a integrar a carteira do ISE e participam parcialmente do processo de seleção;
- 3) Simulado: aberto a todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA. A participação neste grupo é totalmente independente do processo de seleção do ano em curso, e não habilita a empresa a integrar a carteira do ISE (BM&FBOVESPA, 2016).

A estrutura e o acompanhamento do ISE são realizados pelo Conselho Deliberativo do Índice de Sustentabilidade Empresarial (CISE), composto, em 2017, por onze instituições (BMF&BOVESPA, Apimec, Abraap, Anbima, Ethos, IBGC, Ibracon, IFC, Gife, MMA e Pnuma). A gestão técnica deste processo é conduzida pelo Centro de Sustentabilidade da

Fundação Getúlio Vargas (GVCes), com a asseguaração da KPMG. A seleção das empresas acontece com base em um processo que envolve seis dimensões:

- a) Geral: envolve compromissos com desenvolvimento sustentável, baseando-se em transparência de informação e combate à corrupção;
- b) Natureza do produto: impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas;
- c) Econômico-financeira: baseada em diversas demonstrações financeiras normalmente elaboradas pelas empresas;
- d) Social: políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal;
- e) Ambiental e de mudanças climáticas: consiste em a empresa adotar e apresentar estratégias de enfrentamento desses fenômenos naturais, de modo a preservar sua continuidade com resultados consistentes, e ainda atender as demandas da sociedade e dos *stakeholders*;
- f) Governança Corporativa: relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do Conselho de Administração, processos de auditoria e fiscalização, práticas relacionadas à conduta e conflito de interesses (BMF&BOVESPA, 2016).

2.2 Estudos empíricos

Os trabalhos empíricos relativos à sustentabilidade podem ser divididos em duas categorias: (1) o impacto da adoção de práticas sustentáveis nos índices de desempenho e/ou o retorno das ações das empresas, e (2) a existência de retornos anormais dos índices de bolsa compostos por empresas sustentáveis.

2.2.1 O Impacto da adoção de práticas sustentáveis

A sustentabilidade não pode ser considerada filantropia, pois isso indicaria o conceito inverso, portanto, as ações sustentáveis devem sim apresentar retorno financeiro. Dessa forma, é necessário que as empresas mensurem suas iniciativas para avaliar os retornos e divulgá-los a sociedade. Se bem equilibrada com as dimensões, é fato que organizações com as características da sustentabilidade serão mais rentáveis e competitivas a longo prazo (Macedo, 2009 ; Savitz, 2007).

Coral (2002) apresenta um modelo de planejamento estratégico para sustentabilidade que visa contribuir para o desenvolvimento sustentável das organizações empresariais, unindo desenvolvimento econômico com desenvolvimento social e ambiental. Como reforçado pela autora, é preciso enfatizar os ganhos financeiros, lucro e expansão de mercados alinhados a

uma transformação e melhor utilização dos recursos. Esse ainda é um grande desafio a ser explorado tanto nas práticas empresariais como também no meio acadêmico.

Com uma visão macro e com uma abordagem diferenciada de Coral (2002), Lo e Sheu (2007) estudaram o impacto da sustentabilidade empresarial sobre o valor de mercado, analisando as grandes empresas não-financeiras dos EUA no período de 1999-2002. Com o foco no DJSI, López, Garcia e Rodriguez (2007) analisaram a relação entre a Responsabilidade Social Empresarial (SER) e certos indicadores contábeis, buscando identificar se existem diferenças significativas nos indicadores de desempenho entre as empresas europeias que adotaram *Corporate Social Corporate responsibility* (CSR) e as que não adotaram. Definindo as empresas como cumpridoras de RSE como aquelas participantes do Índice de Sustentabilidade Dow Jones (DJSI) e usando indicadores contábeis para medir o desempenho, os autores concluíram que existem diferenças de desempenho entre as empresas, e que estas diferenças estão relacionadas a práticas de RSE.

Considerando a importância dos índices na mensuração do comprometimento com a sustentabilidade, alguns estudos se dedicaram às suas análises. Cerin e Dobers (2001), por exemplo, exploraram as diferenças entre o DJSI e o *Dow Jones Sustainability Group Index* (DJSGI) questionando se a performance superior do DJSGI reflete realmente maior comprometimento com a sustentabilidade ou se ela se deve à maior variedade na sua composição. Já Singh, Murty, Gupta e Dikshit (2009), de forma mais ampla, fizeram uma revisão sobre os diversos índices de sustentabilidade disponíveis, tratando de questões como sua formulação estratégica, ponderação e método de agregação. Os autores detalham os índices nas dimensões ambiental, social e econômica e a performance que empresas apresentam frente às exigências dos índices, apresentando uma visão geral e as características dos indicadores, sem entrar no mérito das vantagens ou desvantagens.

Na vertente voltada para finanças e sustentabilidade, Teixeira, Nossa e Funchal (2011) investigaram se a forma de financiamento das empresas está relacionada à participação das firmas no ISE. A fundamentação para o estudo partiu da teoria da sinalização, que apresenta possíveis soluções para mitigar problemas de seleção adversa causados pela assimetria de informações e é usada no caso de haver necessidade de tomada de decisões sobre investimentos em ambientes de incerteza. Os resultados encontrados indicam que empresas que sinalizaram Responsabilidade Social Corporativa (RSC) apresentaram uma relação negativa com o endividamento e o risco, quando comparadas com aquelas que não emitiram tais sinais.

Moraes et al. (2014), por sua vez, analisaram a insolvência de empresas que apresentaram práticas de responsabilidade social. Os autores compararam a probabilidade de insolvência entre as empresas que compõem o ISE e as demais negociadas na BM&FBOVESPA, e identificaram que as empresas participantes do ISE têm menor probabilidade de *default* quando comparadas com suas correspondentes setoriais, tanto isoladamente quanto em conjunto. Esse resultado sugere que empresas comprometidas com as melhores práticas de desenvolvimento sustentável têm menor probabilidade de insolvência. Segundo os autores, visando mitigar os riscos de suas aplicações, os acionistas tornaram-se mais críticos e conscientes na análise de longo prazo, e, nesse contexto, surge o conceito de empresas socialmente responsáveis..

2.2.2 Retornos anormais dos índices de bolsa compostos por empresas sustentáveis

As comparações de indicadores fundamentalistas de rentabilidade entre um grupo de empresas participantes do ISE e um grupo de referência, verificando se a gestão sustentável gera rentabilidade empresarial e a forma como criam valor aos acionistas, impacto de variações nos preços e retornos das ações das companhias envolvidas e análise de como as empresas fazem a missão institucional se tornar prática, potencializando assim a participação, permanência e destaque de empresas do ISE, são assuntos abordados que demonstram como as organizações se movimentam nesta questão e o quanto existe a constante preocupação em se enquadrar neste grupo do mercado financeiro (Andrade, Bressan, Iquiapaza, & Moreira, 2013; Martins, Pasquini, Domingos, Tambosi, & Santos, 2015; Ribeiro & Carmo, 2015; Silva & Câmara, 2015).

Machado, Machado e Corrar (2009), fundamentados na teoria dos *stakeholders* e na hipótese de eficiência de mercado, buscaram analisar o papel das práticas de responsabilidade social e sustentabilidade no mercado de ações, investigando se a rentabilidade média do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) é estatisticamente igual à rentabilidade dos demais índices da Bolsa de Valores de São Paulo. Já Alves (2008) averiguou a existência de retornos anormais nas ações participantes do ISE no momento da divulgação da primeira carteira do ISE, enquanto Caparelli, Barros e Dias (2010), Dias (2008) e Silva (2013) investigaram, também por meio da metodologia de estudo de evento, se a entrada de uma empresa na carteira do ISE agrega valor ao acionista.

Também buscando evidências de retornos anormais associados ao ISE, Figlioli (2012) concluiu que a reação das ações do ISE parece estar associada ao desempenho específico das dimensões ambientais, sociais e econômicas, e não à integração destas dimensões. Essa

conclusão reforça a mudança de objetivo e foco proposto para o ISE no período de 2016-2020.

De modo geral, os resultados destas pesquisas trazem indícios de que o mercado avalia positivamente os esforços de sustentabilidade e remunera melhor por isso. Além da importância para investidores e agentes do mercado financeiro, estes estudos também contribuem para avaliar as diversas vertentes de análise de efeitos de índices financeiros na prática empresarial, propiciando conhecimento para academia e evolução das organizações.

3 Metodologia

3.1 Seleção das notícias

A seleção das notícias envolveu a população de empresas listadas na BM&FBOVESPA pertencentes ou não ao ISE, no período de 01/01/2010 a 30/06/2016. As notícias públicas, com cunho de divulgação do tema sustentabilidade, foram extraídas dos arquivos eletrônicos do jornal Valor Econômico para o período mencionado.

Usando o filtro ‘sustentabilidade’ foram obtidas 4.374 notícias. Notícias repetidas foram descartadas, sendo mantida apenas a primeira. Em seguida, as notícias foram novamente filtradas por: (a) ambiental, (b) social, (c) econômico-financeira e (d) governança, totalizando 203 notícias a serem analisadas. Após leitura e análise de todas, 101 notícias foram classificadas como positivas e 102 notícias foram classificadas como negativas, consideradas aderentes ao objetivo específico desta pesquisa, contemplando 66 empresas listadas.

A composição histórica do ISE, no período estudado, foi fornecida pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade FGV/EAESP (GVCes) e pelo site da BM&FBOVESPA, sendo usada para identificar se, na data da notícia, a empresa referida era ou não integrante do ISE.

3.2 Retorno anormal

Estudos de eventos são muito utilizados para identificar e avaliar o comportamento do mercado acionário, pois expressa o impacto de eventos específicos no desempenho das empresas (Damodaran, 2001; Graham, Lemmon & Wolf, 2002). A metodologia consiste em definir um modelo para os retornos esperados (normais) de modo que os desvios dos retornos observados daqueles esperados pelo modelo são considerados retornos anormais.

Os retornos esperados foram calculados pelo modelo de mercado (*market model*), segundo a equação (1) (Campbell, Lo & Mackinley, 1997):

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t},$$

onde, $R_{i,t}$ é o retorno da ação i no período t , $R_{m,t}$ é o retorno do mercado no período t , β_i é o beta da ação i , α_i é o intercepto da ação i , e $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro com média zero e desvio padrão constante. Os parâmetros α_i e β_i de estimação foram calculados considerando o (i) histórico de retornos de 252 dias úteis findo 10 dias úteis antes do início da janela de evento, (ii) periodicidade diária e (iii) o Ibovespa (Índice da BM&FBOVESPA) como o mercado. Para evitar o viés para baixo do beta de ações com baixa liquidez, procedeu-se o ajuste de Scholes e Williams (1977). Os preços das ações (ajustados por proventos) foram obtidos por meio do sistema de informações Economática[®]. Os retornos observados foram calculados na sua forma logarítmica.

O retorno acumulado (observado e esperado) dentro da janela de evento foi calculado compondo os retornos diários. O retorno anormal acumulado (RAA) foi calculado pela diferença entre o retorno observado acumulado e o retorno esperado acumulado dentro da janela de evento.

3.3 Abordagem estatística

A comparação do retorno observado acumulado com o retorno esperado acumulado foi feita por meio de teste de médias. Caso as distribuições dos retornos acumulados sendo comparadas tenham distribuição normal, foi utilizado o teste paramétrico de diferença de médias (teste-t para dados emparelhados) e caso pelo menos uma das distribuições sendo comparadas não seja normal, foi utilizado o teste não paramétrico de diferença de médias (teste Wilcoxon). A comparação entre ISE e Não-ISE também foi realizada por meio de teste de médias. Da mesma forma, primeiro foi verificada a normalidade das distribuições para, então, proceder ao teste paramétrico (teste-t para amostras independentes) ou ao teste não paramétrico (teste Mann-Withney). A normalidade das distribuições foi testada pelo teste de Kolmogorov-Smirnov.

4 Resultados

As análises estatísticas foram realizadas para seis grupos: (1) notícias negativas, avaliando a partir desta classificação (i) todas as empresas, (ii) empresas componentes do ISE e (iii) empresas não componentes do ISE (Não-ISE), que tiveram notícias com esta característica no período; e (2) notícias positivas, considerando também (i) todas as empresas, (ii) empresas componentes do ISE e (iii) empresas não componentes do ISE (Não-ISE).

O ponto central é o próprio dia do evento (0,0) e, a partir desta data, avaliou-se as janelas (-22,0), (-15,0), (-10,0), (-5,0), (-4,0), (-3,0), (-2,0), (-1,0), (0,0), (0,+1), (0,+2), (0,+3), (0,+4), (0,+5), (0,+10), (0,+15) e (0,+22). Para todas as classificações da análise estatística, foram utilizadas as mesmas janelas.

4.1 Notícias negativas

No total, foram analisadas 102 notícias negativas, sendo 45 referentes a empresas componentes do ISE e 57 referentes a empresas não componentes do ISE. A Tabela 1 apresenta o retorno anormal acumulado (RAA) considerando as notícias negativas indistintamente (empresas componentes e não componentes do ISE) para as diversas janelas, o resultado do teste de normalidade das distribuições e o teste para a significância do retorno anormal acumulado.

Pode-se observar pela Tabela 1 que a partir da janela (-5, 0) até a janela (0,+2), a diferença entre os retornos acumulados observado e esperado (retorno anormal acumulado – RAA) é significativamente diferente de zero, considerando 5% de significância. Observe ainda que a janela (0, +10) também apresenta diferença significativa entre os retornos acumulados observado e esperado.

A Tabela 2 apresenta o retorno anormal acumulado (RAA) calculado separadamente para as empresas componentes do ISE e para as empresas não componentes do ISE, além do teste de igualdade dos respectivos retornos anormais acumulados (entre ISE e não-ISE). As empresas componentes do ISE apresentam retornos acumulados observados e esperados diferentes apenas para as janelas (-3,0) e (-2,0) e as empresas não componentes do ISE apresentam retornos acumulados observado e esperado diferentes para as janelas de (-10,0) a (-1,0), considerando 5% de significância. No entanto, não se pode rejeitar a hipótese de igualdade entre o comportamento das empresas ISE e das empresas não-ISE, como pode ser visto na última coluna da Tabela 2.

Tabela 1
Resultados notícias negativas de todas as empresas

Janela	RAA	Distribuição Normal	P-valor
(-22,0)	0,19%	Não	0,541
(-15,0)	-0,38%	Não	0,385
(-10,0)	-1,43%	Não	0,065
(-5,0)	-2,50%	Não	0,000
(-4,0)	-1,87%	Não	0,003
(-3,0)	-1,88%	Não	0,000
(-2,0)	-1,35%	Não	0,003
(-1,0)	-1,25%	Não	0,001
(0,0)	-0,59%	Não	0,014
(0,+1)	-0,44%	Não	0,045
(0,+2)	-0,93%	Não	0,018
(0,+3)	-0,70%	Não	0,222
(0,+4)	-0,81%	Não	0,269
(0,+5)	-1,27%	Não	0,126
(0,+10)	-1,80%	Não	0,048
(0,+15)	-2,41%	Não	0,201
(0,+22)	-0,90%	Não	0,925

Nota. RAA refere-se ao retorno anormal acumulado nas diversas janelas. Distribuição Normal refere-se ao resultado do teste de normalidade (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância e P-valor refere-se à significância do retorno anormal acumulado (H_0 : RAA é igual a zero).

Tabela 2

Resultados notícias negativas separadas para as empresas componentes do ISE (ISE) e para as empresas não componentes do ISE (Não-ISE)

Janela	ISE			Não-ISE			Iguais
	RAA	Distribuição Normal	P-valor	RAA	Distribuição Normal	P-valor	
(-22,0)	3,16%	Não	0,516	-2,12%	Sim	0,169	0,226
(-15,0)	1,15%	Não	0,995	-1,57%	Sim	0,232	0,452
(-10,0)	-1,04%	Não	0,898	-1,72%	Sim	0,014	0,144
(-5,0)	-2,61%	Não	0,069	-2,42%	Sim	0,001	0,508
(-4,0)	-1,66%	Não	0,135	-2,02%	Sim	0,007	0,478
(-3,0)	-1,77%	Não	0,021	-1,96%	Não	0,002	0,560
(-2,0)	-1,35%	Não	0,031	-1,17%	Sim	0,046	0,661
(-1,0)	-1,22%	Não	0,065	-1,27%	Não	0,006	0,481
(0,0)	-0,65%	Não	0,128	-0,54%	Não	0,058	0,640
(0,+1)	-0,59%	Não	0,427	-0,33%	Não	0,058	0,393
(0,+2)	-1,20%	Não	0,134	-0,73%	Não	0,065	0,719
(0,+3)	-0,70%	Não	0,316	-0,54%	Não	0,488	0,776
(0,+4)	-0,82%	Sim	0,552	-0,80%	Sim	0,380	0,843
(0,+5)	-1,32%	Não	0,225	-1,23%	Não	0,351	0,981
(0,+10)	-1,66%	Não	0,334	-1,91%	Não	0,099	0,504
(0,+15)	-1,68%	Sim	0,731	-2,99%	Não	0,151	0,353
(0,+22)	-0,01%	Sim	0,735	-1,63%	Não	0,623	0,571

Nota. A tabela apresenta o resultado separado para as empresas componentes do ISE (ISE) e para as empresas não componentes do ISE (Não-ISE). RAA refere-se ao retorno anormal acumulado nas diversas janelas. Distribuição Normal refere-se ao resultado do teste de normalidade (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância e P-valor refere-se à significância do retorno anormal acumulado (H_0 : RAA é igual a zero). A última coluna refere-se ao teste de igualdade de média entre componentes do ISE e não componentes do ISE (teste para amostras independentes).

4.2 Notícias positivas

No total, foram analisadas 101 notícias positivas, sendo 58 referentes a empresas componentes do ISE e 43 referentes a empresas não componentes do ISE. A Tabela 3 apresenta o retorno anormal acumulado (RAA) considerando as notícias positivas indistintamente (empresas componentes e não componentes do ISE) para as diversas janelas, o resultado do teste de normalidade das distribuições e a significância do retorno anormal acumulado. Pode-se observar pelo resultado do teste na última coluna da Tabela 3, que os retornos acumulados observados e esperados não apresentam diferença significativa (a 5%).

Tabela 3
Resultados notícias positivas de todas as empresas

Janela	RAA	Distribuição Normal	P-valor
(-22,0)	-0,09%	Não	0,771
(-15,0)	-0,10%	Sim	0,753
(-10,0)	0,17%	Sim	0,704
(-5,0)	0,40%	Não	0,103
(-4,0)	0,38%	Não	0,094
(-3,0)	0,02%	Sim	0,745
(-2,0)	0,08%	Não	0,259
(-1,0)	0,00%	Não	0,253
(0,0)	0,03%	Não	0,313
(0,+1)	-0,30%	Não	0,496
(0,+2)	-0,09%	Não	0,777
(0,+3)	-0,19%	Não	0,953
(0,+4)	-0,20%	Não	0,934
(0,+5)	-0,17%	Não	0,999
(0,+10)	-0,24%	Não	0,610
(0,+15)	0,16%	Não	0,843
(0,+22)	-0,36%	Sim	0,530

Nota. RAA refere-se ao retorno anormal acumulado nas diversas janelas. Distribuição Normal refere-se ao resultado do teste de normalidade (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância e P-valor refere-se à significância do retorno anormal acumulado (H_0 : RAA é igual a zero).

Já a Tabela 4 mostra os resultados dos testes considerando separadamente as empresas componentes e não componentes do ISE. Pode-se observar pela Tabela que os retornos acumulados observado e esperado não são diferentes para nenhuma subamostra (componentes ou não componentes do ISE), e que ambas as séries de retornos acumulados se comportam de forma semelhante frente a notícias positivas.

Tabela 4

Resultados notícias positivo separadas para as empresas componentes do ISE (ISE) e para as empresas não componentes do ISE (Não-ISE)

Janela	ISE			Não-ISE			Iguais
	RAA	Distribuição Normal	P-valor	RAA	Distribuição Normal	P-valor	
(-22,0)	-0,53%	Sim	0,897	-0,53	Não	0,573	0,627
(-15,0)	0,19%	Sim	0,827	0,19%	Não	0,405	0,478
(-10,0)	1,08%	Sim	0,195	-0,90%	Não	0,336	0,085
(-5,0)	0,46%	Sim	0,116	0,46%	Sim	0,437	0,750
(-4,0)	0,38%	Sim	0,309	0,12%	Sim	0,155	0,591
(-3,0)	-0,15%	Sim	0,927	-0,15%	Não	0,678	0,829
(-2,0)	0,15%	Não	0,232	0,15%	Não	0,709	0,657
(-1,0)	-0,19%	Não	0,634	-0,19	Não	0,231	0,476
(0,0)	-0,01%	Não	0,974	-0,01%	Não	0,164	0,248
(0,+1)	-0,35%	Não	0,603	-0,35%	Não	0,625	0,963
(0,+2)	-0,02%	Sim	0,917	-0,02%	Não	0,773	0,814
(0,+3)	-0,07%	Não	0,888	-0,17%	Não	0,976	0,965
(0,+4)	-0,11%	Sim	0,798	-0,11%	Não	0,790	0,654
(0,+5)	0,17%	Não	0,949	0,17%	Não	0,937	0,943
(0,+10)	0,46%	Não	0,764	-1,06%	Sim	0,357	0,427
(0,+15)	1,17%	Não	0,549	1,17%	Sim	0,485	0,323
(0,+22)	0,58%	Sim	0,795	0,58%	Sim	0,269	0,295

Nota. A tabela apresenta o resultado separado para as empresas componentes do ISE (ISE) e para as empresas não componentes do ISE (Não-ISE). RAA refere-se ao retorno anormal acumulado nas diversas janelas. Distribuição Normal refere-se ao resultado do teste de normalidade (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância e P-valor refere-se à significância do retorno anormal acumulado (H0: RAA é igual a zero). A última coluna se refere ao teste de igualdade de média entre componentes do ISE e não componentes do ISE (teste para amostras independentes).

5 Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi avaliar o impacto de notícias (a) negativas e (b) positivas, no que diz respeito à responsabilidade social corporativa, no retorno das empresas (i) componentes e (ii) não componentes do Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bolsa de Valores de São Paulo (ISE).

Para tanto, foram analisadas 203 notícias referentes ao tema sustentabilidade no período de janeiro de 2010 a junho de 2016 extraídas dos arquivos eletrônicos do jornal Valor Econômico. No total, estas notícias referem-se a 66 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. As notícias foram classificadas em negativas (102) e em positivas (101) e

associadas às empresas componentes do ISE (45 para notícias negativas e 58 para notícias positivas) e às empresas não componentes do ISE (57 para notícias negativas e 43 para notícias positivas).

Por meio de um estudo de eventos pôde-se responder as hipóteses de pesquisa enunciadas na seção 1. Em relação à primeira hipótese (H-Ia), foi verificado que as notícias negativas impactam negativamente o retorno das empresas (de maneira geral) nas seguintes janelas: (-5,0), (-4,0), (-3,0), (-2,0), (-1,0), (0,0), (+1,0) e (+2,0). Essas janelas apresentaram retornos anormais acumulados diferentes de zero, a 5% de significância. Tais evidências indicam que o mercado já reage antes da notícia ser publicada. Duas possíveis explicações para estes resultados são: (i) outro veículo além do analisado (jornal Valor Econômico) publicou a notícia antes ou (ii) o mercado tem informações privilegiadas (acesso antecipado das mesmas). Algumas notícias referem-se a acidentes que dificilmente seriam previamente conhecidos de modo que, no caso de o mercado ter informações privilegiadas, esse tipo de notícia deve ser a menor parcela das notícias analisadas.

Em relação à segunda hipótese (H-Ib), foi verificado que o impacto das notícias negativas é igual tanto para empresas componentes do ISE como para empresas não componentes do ISE, identificado pela igualdade no retorno anormal acumulado das notícias negativas nas empresas ISE quanto nas empresas Não-ISE.

Já no que diz respeito às notícias positivas (H-IIa e H-IIb), não foi possível identificar nenhum impacto; ou seja, os retornos acumulados observados e esperados são iguais, tanto para a amostra toda como para as subamostras (ISE e Não-ISE).

Uma limitação da pesquisa foi a análise de uma única fonte de notícias pública (jornal Valor Econômico). Indica-se, para estudos futuros, além da busca em outras fontes de notícias públicas, a realização de análise com o enfoque separadamente dos pilares da sustentabilidade: ambiental, social e econômico financeiro, agregando também a governança corporativa.

Referências

- Almeida, F. (2002). *O bom negócio da sustentabilidade*. São Paulo: Nova Fronteira.
- Alves, D. L. (2008). *Sustentabilidade: Estado da arte e um estudo de evento sobre o índice de sustentabilidade empresarial*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Uberlândia, MG, Brasil.
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & Moreira, B. C. M. (2013). Determinantes de adesão ao índice de sustentabilidade empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(2), 181-213.

- Bacha, M. L., & Schaun, A. (2010). Considerações teóricas sobre o conceito de sustentabilidade: Uma reflexão sobre elementos conceituais e revisão da literatura. In A. Schaun & F. Utsunomiya (Orgs.), *Comunicação e Sustentabilidade, Conceitos, Contextos e Experiências*, (pp.18). Rio de Janeiro: E-papers.
- Beato, R. S., Souza, M. T. S., & Parisotto, I. D. S. (2009). Rentabilidade dos índices de sustentabilidade empresarial em bolsas de valores: Um estudo do ISE/Bovespa. *Revista de Administração e Inovação*, 6(3), 126-127.
- BM&FBOVESPA. (2016). *Índice de sustentabilidade empresarial (ISE)*. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm
- Brundtland, G. H. (1987). Our common future – Call for action. *Environmental Conservation*, 14(4), 291-294.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton University Press.
- Caparelli, C. E., Barros, L. A. B. C., & Dias, E. A. (2010, setembro). Sustentabilidade e retorno ao acionista: Um estudo sobre o índice de sustentabilidade Empresarial. *Seminários em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 13.
- Carvalho, A. P. D., & B., J. C. (2009, novembro). Inovação para a sustentabilidade: Ultrapassando a produtividade do sistema convencional no setor sucroalcooleiro. *Seminário Latino-Iberoamericano de Gestão Tecnológica*, Cartagena de Indias, Colômbia, 8.
- Cavalcanti, J. M. M., & Boente, D. R. (2012). A relação de risco e retorno nas empresas integrantes do índice de sustentabilidade empresarial no período de 2008 a 2010. *Revista Ambiente Contábil*, 4(1), 51-71.
- Cerin, P., & Dobers, P. (2001). What does the performance of the Dow Jones sustainability group index tell US? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 8(3), 123-133.
- Cervi, E. U. (2016). Padrão de qualidade e critérios de noticiabilidade: Explicações normativas e efeitos das notícias. *Líbero*, (19), 61-72.
- Claro, P. B. O., Claro, D. P., & Amâncio, R. (2008). Entendendo o conceito de sustentabilidade nas organizações. *Revista de Administração*, 43(4), 302-306.
- Coral, E. (2002). *Modelo de planejamento estratégico para a sustentabilidade empresarial* (Tese de doutorado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/82705>.
- Crifo, P., & Forget, V. D. (2015). The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey. *Journal of Economic Surveys*, 29(1), 112-130.
- Damodaran, A. (2001). *Avaliação de investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

- Dias, E. A. (2008). *Índice de sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: Um estudo de evento*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.
- Elkington, J. (2004). Enter the Triple Bottom Line. In A. ,Henriques & J., Richardson (Eds), *The Triple Bottom Line: does it all add up* (Cap.1, pp. 1-16). London, UK: EarthScan.
- Figlioli, B. (2012). *Análise do índice brasileiro de sustentabilidade empresarial em uma perspectiva de retorno e risco: Estudo de eventos da divulgação das carteiras teóricas no período de 2005 a 2010*. 2012. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- Santos, P. M. F., & Porto, R. B. (2013). A gestão ambiental como fonte de vantagem competitiva sustentável: Contribuições da visão baseada em recursos e da teoria institucional. *Revista de Ciências da Administração*, 15(35), 152-167.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L., & Wolf, J. G. (2002). Does corporate diversification destroy value? *The Journal of Finance*, 57(2), 695-720.
- Hardtke, A., & Prehn, M. (2001). *Perspektiven der Nachhaltigkeit*. Wiesbaden.
- Hinz, R. T. P., Valentina, L. V. D., & Franco, A. C. (2008). Monitorando o desempenho ambiental das organizações através da produção mais limpa ou pela avaliação do ciclo de vida. *Revista Produção Online*, 7(3), 1-13.
- Instituto Ethos. (2016). *O Compromisso das empresas com o meio ambiente – a agenda ambiental das empresas e a sustentabilidade da economia florestal (2005)*. São Paulo. Recuperado de https://www3.ethos.org.br/wp-content/uploads/2005/09/meio_ambiente.pdf.
- Kolk, A. (2004). A decade of sustainability reporting: Developments and significance. *International Journal of Environment and Sustainable Development*, 3(1), 51-64.
- Kuhlman, T., & Farrington, J. (2010). What is sustainability? *Sustainability*, 2(11), 3436-3448.
- Lo, S. F., & Sheu, H. J. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345-358.
- López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300.
- Lovato, M. L. (2013). Greenwashing no Brasil: Quando a sustentabilidade ambiental se resume a um rótulo. *Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM*, 8, 162-171.
- Macedo, M. A. S. (2009, agosto). Análise do nível de sustentabilidade: Um estudo apoiado em análise envoltória de dados (DEA). *XII Simpósio de Administração*. São Paulo, Brasil. Recuperado de http://www.simpoi.fgvsp.br/arquivo/2009/artigos/E2009_T00078_PCN54843.pdf

- Machado, M. R., Machado, M. A. V., & Corrar, L. J. (2009). Desempenho do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 24-38.
- Martins, O., Fº., Pasquini, E. S., Domingos, L. C., Tambosi, E., Fº., & Santos, M. (2015). O índice de sustentabilidade empresarial e o impacto no valor das ações: Um estudo de evento. *Revista Uniabeu*, 8(19), 176-192.
- May, P., Lustosa, M.C., Vinha, V. (2003). *Economia do meio ambiente: Teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus.
- Meade, L., Sarkis, J., & Presley, A. (2007). The theory and practice of reverse logistics. *International Journal of Logistics Systems and Management*, 3(1), 56-84.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Moraes, L. F. S., Perera, L. C. J., Milani, M. A. F., Fº., & Kerr, R. B. (2014). Desenvolvimento sustentável e insolvência: Um estudo de empresas brasileiras. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 3(2), 53-57.
- Morhardt, J. E., Baird, S., & Freeman, K. (2002). Scoring corporate environmental and sustainability reports using GRI 2000, ISO 14031 and other criteria. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9(4), 215-233.
- Nossa, V., Cezar, J. F., Silva, A. D., Fº., Baptista, É. C. S., & Nossa, S. N. (2009). A relação entre o retorno anormal e a responsabilidade social e ambiental: Um estudo empírico na bovespa no período de 1999 a 2006. *Brazilian Business Review*, 6, p. 3-5.
- Ribeiro, A. M., & do Carmo, C. H. S. (2015). Planejamento estratégico e sustentabilidade: Uma análise da relação entre o conteúdo das missões institucionais das companhias brasileiras de capital aberto e a sua presença no índice de sustentabilidade da Bovespa. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 9(1), 19-35.
- Santos, P. M. F. & R. B. Porto (2013). A gestão ambiental como fonte de vantagem competitiva sustentável: contribuições da visão baseada em recursos e da teoria institucional. *Revista de Ciências da Administração*, 15 (35), 152-167, abr.
- Savitz, A. (2007), *A Empresa sustentável: O verdadeiro sucesso é o lucro com responsabilidade social e ambiental*. Elsevier: Rio de Janeiro.
- Serra, R. G.; Felsberg, A. V.; Fávero, L. P. L. (2017). Dez anos do ISE: uma análise do risco-retorno. *Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade*, 7(2): 29-47.
- Scholes, M., & Williams, J. (1977). Estimating betas from nonsynchronous data. *Journal of financial economics*, 5(3), 309-327.
- Siche, R., Agostinho, F., Ortega, E., & Romeiro, A. (2007). Índices versus indicadores: Precisão conceituais na discussão da sustentabilidade de países. *Ambiente & Sociedade*, 2007, 10(2), 137-148.

- Silinske, J., Marquette, M. F., Grohmann, M. Z., Battistella, L. F., & Madruga, L. R. D. R. G. (2014). Estudo bibliométrico sobre a sustentabilidade na área de economia empresarial. *Amazonia, Organizações e Sustentabilidade*, 3(2), 101-121.
- Silva, M. A. D. (2013). *O índice de sustentabilidade empresarial e a percepção do investidor: Um estudo das empresas entrantes no índice nos anos de 2011 a 2013*. (Dissertação de mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silva, M. B. D., & Câmara, S. F. (2015). A governança corporativa como um diferencial para o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2012. *Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI*, 2(1), 152-170.
- Singh, R. K., Murty, H. R., Gupta, S. K., & Dikshit, A. K. (2009). An overview of sustainability assessment methodologies. *Ecological indicators*, 9(2), 189-212.
- Soares, E. D. M., & Milani, B. (2014). Fundos de investimento tradicionais e ETFs ligados a índices de sustentabilidade, responsabilidade social e governança corporativa apresentam performance superior? Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2554009.
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 37-38.
- Vital, J. T., Cavalcanti, M. M., Dalló, S., Moritz, G. O., & Costa, A. M. (2009). A influência da participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) no desempenho financeiro das empresas. *Revista de Ciências da Administração*, 11(24), 11-40.