

PROJETO DE GRADUAÇÃO

A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA NO BRASIL

Por,

Ana Luiza Camacho Guimarães

Brasília, junho de 2019

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

FACULDADE DE TECNOLOGIA

DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Tecnologia
Departamento de Engenharia de Produção

PROJETO DE GRADUAÇÃO

A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA NO BRASIL

Por,
Ana Luiza Camacho Guimarães

Relatório submetido como requisito parcial para obtenção
do título de bacharel em Engenharia de Produção

Banca Examinadora

Prof. Ph.D. Reinaldo Crispiniano Garcia, UnB/EPR
(Orientador)

Prof. Ph.D. João Mello da Silva, UnB/EPR
(Convidado)

Brasília, junho de 2019

RESUMO

A inclusão da sustentabilidade na estratégia empresarial e a adoção de práticas que visam o bem social, ambiental e financeiro vem ganhando um espaço cada vez maior no mercado global. Através da adaptação de um modelo simples, replicável e baseado em informações disponíveis para o público geral, o presente estudo busca mensurar a sustentabilidade corporativa e identificar se esta impactou os indicadores econômico-financeiros de 16 empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira. Para isso, foram coletados dados contábeis e de sustentabilidade referentes aos anos de 2015, 2016 e 2017 de 7 organizações do setor de bens de consumo e varejo e de 9 organizações do setor de energia e saneamento . As 7 empresas classificadas como sustentáveis apresentaram desempenho médio superior nos indicadores de liquidez corrente, retorno sobre o patrimônio líquido, valor de mercado versus valor patrimonial e variação do lucro líquido, quando comparadas às 9 empresas que não atingiram os critérios adotados. O trabalho evidencia metodologias e passos para suportar a criação de uma estratégia sustentável e seus possíveis benefícios, de forma a contribuir para o entendimento do tema e ampliar sua aderência pelas empresas brasileiras.

Palavras-chave: Sustentabilidade Corporativa; Responsabilidade Social Empresarial; Desenvolvimento Sustentável; Mensuração da Sustentabilidade.

ABSTRACT

The inclusion of sustainability in the business strategy and the adoption of practices aimed at social, environmental and financial good have been adopted by an increasing number of corporations around the world. Through the adaptation of a simple and replicable model based on information available to the general public, the objective of this study is to measure corporate sustainability and to identify whether it impacted the financial indicators of 16 companies listed on the Brazilian stock exchange. The analyses were carried out based on the accounting and sustainability data from years 2015 to 2017 of 7 organizations in the consumer goods and retail sector and 9 organizations in the energy and sanitation sector. The 7 companies classified as sustainable, when compared to the 9 companies that did not meet the criteria, presented superior performance in average of the following indicators: current ratio, return on equity, market vs book value and net income variation. This study highlights methods and steps to support the development of a sustainable corporate strategy and its possible advantages, in order to increase its adherence by Brazilian companies.

Keywords: Corporate Social Responsibility; Corporate Sustainability, Sustainable Development, Sustainability Reporting.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	10
1.1.	OBJETIVOS DO TRABALHO	11
1.1.1.	Problema	11
1.1.2.	Objetivo Geral	11
1.1.3.	Objetivos Específicos	11
1.2.	ESTRUTURA DO TRABALHO	12
2.	METODOLOGIA.....	13
2.1.	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	13
2.2.	ETAPAS DE DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA	14
3.	REVISÃO DA LITERATURA.....	15
3.1.	AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	15
3.2.	O INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL	17
3.3.	A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA.....	18
3.4.	INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA	19
4.	A MENSURAÇÃO DA SUSTENTABILIDADE.....	21
4.1.	INTRODUÇÃO.....	21
4.2.	A SUSTENTABILIDADE COMO ESTRATÉGIA EMPRESARIAL.....	22
4.3.	A DIVULGAÇÃO DE DADOS DE SUSTENTABILIDADE.....	26
4.4.	O PACTO GLOBAL E O CARBON DISCLOSURE PROJECT	27
4.5.	CERTIFICAÇÕES EXTERNAS DE SUSTENTABILIDADE.....	28
4.5.1.	Certificação LEED.....	28
4.5.2.	ISO 14001	29
5.	RESULTADOS	30
5.1.	CLASSIFICAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE	30
5.2.	RESULTADOS ECONÔMICO-FINANCEIROS	32
5.2.1.	Indicadores de Liquidez.....	33
5.2.2.	Indicadores de Endividamento	34
5.2.3.	Indicadores de Rentabilidade.....	35
5.2.4.	Indicadores de Valor de Mercado.....	36
6.	CONSIDERAÇÕES FINAIS E TRABALHOS FUTUROS.....	39
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41
	ANEXOS 45	
	ANEXO A - Empresas Listadas no ISE de 2015 a 2018.....	45
	ANEXO B - Empresas Listadas no ISE de 2015 a 2018 Agrupadas por Setor.....	46
	APÊNDICES	47
	APÊNDICE A – Estatísticas descritivas dos indicadores financeiros.....	47
	APÊNDICE B - Teste T de Student Bens de Consumo e Varejo.....	48

APÊNDICE C - Teste T de Student Energia e Saneamento.....	49
APÊNDICE D- Teste T de Student Geral	50

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- A Sustentabilidade Corporativa (SC)	23
Figura 2 - Proposta Genérica para Indicadores Balanceados de Sustentabilidade	23
Figura 3 - Posturas de Estratégias Ambientais	24
Figura 4 - Matriz para Determinar a Relevância Estratégica de Aspectos Ambientais e Sociais	24
Figura 5 - Sistema de Gestão da Sustentabilidade Corporativa	25

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Disclosure Ambiental de Empresas do Setor Energia e Saneamento	30
Tabela 2 - Disclosure Ambiental de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo	31
Tabela 3 - Estratégias de Sustentabilidade de Empresas do Setor Energia e Saneamento.....	31
Tabela 4 - Estratégias de Sustentabilidade de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo.	31
Tabela 5 - Perfil Financeiro das Empresas Avaliadas	32
Tabela 6 - Perfil Financeiro das Empresas do Setor Energia e Saneamento.....	32
Tabela 7- Perfil Financeiro das Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo.....	33
Tabela 8 - Liquidez Geral e Corrente de Empresas do Setor Energia e Saneamento.....	33
Tabela 9 - Liquidez Geral e Corrente de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo.....	33
Tabela 10 - Liquidez Geral e Corrente das Empresas Avaliadas	33
Tabela 11 - Indicadores de Endividamento de Empresas do Setor Energia e Saneamento.....	34
Tabela 12 - Indicadores de Endividamento de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo	34
Tabela 13 - Indicadores de Endividamento das Empresas Avaliadas	35
Tabela 14 - Indicadores de Rentabilidade de Empresas do Setor Energia e Saneamento.....	35
Tabela 15 - Indicadores de Rentabilidade de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo..	36
Tabela 16 - Indicadores de Rentabilidade das Empresas Avaliadas	36
Tabela 17 - Indicadores de Valor de Mercado das Empresas Avaliadas.....	37
Tabela 18 - Indicadores de Valor de Mercado de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo	37
Tabela 19 - Indicadores de valor de mercado de empresas do setor Energia e Saneamento.....	37

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Porcentagem de Empresas por Setor que Atendem aos Critérios de Sustentabilidade	31
Gráfico 2 - Comparativo de desempenho nos principais Indicadores Financeiros de todas as empresas	38

LISTA DE SIGLAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
B3	Bolsa de Valores do Brasil
BSC	Balanced Scorecard
BV/MV	Book-to-Market Value
CDP	Carbon Disclosure Project
CSI	Índice de Sustentabilidade Corporativa
CSR	Corporate Social Responsibility
DSJI	Dow Jones Sustainability Index
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GEE	Gases do Efeito Estufa
GRI	Global Reporting Initiative
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISO	International Organization for Standardization
MVA	Valor Agregado pelo Mercado
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
P/VP	Preço/Valor Patrimonial
PRI	Principles for Responsible Investment
GRI	Global Reporting Initiative
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
SBSC	Indicadores Balanceados de Sustentabilidade
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats
VPA	Valor Patrimonial por Ação

1. INTRODUÇÃO

Ganhando visibilidade durante a década de 1980, o desafio de como conciliar a atividade econômica e a preservação do meio ambiente se tornou pauta frequente dentro e fora do Brasil. A ciência dava grande destaque ao aquecimento global, às crises ambientais e à escassez e contaminação dos recursos naturais, mobilizando a criação da Comissão Brundtland, batizada de Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, pela Organização das Nações Unidas (ONU) em 1983. Tal comissão cunhou a expressão “desenvolvimento sustentável”, definido como aquele que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade de as futuras gerações satisfazerem suas próprias necessidades.

De acordo com Almeida (2002), a participação das empresas neste desafio frustrou expectativas. Os impactos ambientais eram negligenciados ou vistos como um mal necessário, contidos apenas por regulações estabelecidas pelo poder público. Para estimular o interesse da comunidade empresarial, fundou-se, em meados de 1990, o *Business Council for Sustainable Development*, que uniu executivos de grandes empresas ao redor do mundo e culminou na produção do livro-relatório *Mudando o Rumo – Uma Perspectiva Empresarial Global sobre Desenvolvimento e Meio Ambiente*. Tal relatório trouxe a visão de sinergia entre economia e meio ambiente para um panorama mais atual, relacionando a empresa com seus integrantes e com a comunidade ao seu redor, habitantes da mesma cidade, estado ou país e outras instituições onde há uma relação de influência e/ou impacto, denominados de *stakeholders*, conforme teoria proposta por Donaldson e Preston (1995).

John Elkington, em 1994, reporta a crescente preocupação de cidadãos de diversos países com o meio-ambiente e a emergência do “*Green Consumer*”, o consumidor que frequentemente evita produtos danosos ao meio ambiente, mesmo ao se deparar com preços mais altos. Ele também enfatiza a necessidade da publicação de relatórios ambientais pelas empresas e seus líderes, assegurando que estas estão mais preparadas para lidar com a pressão do consumidor e com as crescentes mudanças no mercado. Para que tais relatórios fossem abrangentes, padronizados e atrativos, Elkington cunhou o termo *Triple Bottom Line*, ou tripé da sustentabilidade, que advoga pela comunicação do desempenho empresarial em três grandes frentes: econômica, ambiental e social.

Para Tenório (2015), nos anos 2000, a responsabilidade social empresarial se torna questão fundamental para a continuidade dos negócios na sociedade, pois a companhia presta

um serviço público, é impactada por crises econômicas, pela miséria e pela degradação do meio ambiente, e deve, necessariamente, atender às necessidades sociais. É também responsabilidade do cidadão, como integrante da sociedade, fiscalizar as atitudes empresariais e exercitar seu direito de escolha, optando pelos produtos de concorrentes quando diante de empresas socialmente irresponsáveis, que não respeitam os direitos humanos e que poluam o meio ambiente.

Atualmente, a sustentabilidade corporativa tem se propagado através de todas as indústrias e por todos os continentes. A publicação *Sustainability Global Executive Studies* consultou mais de 60 mil colaboradores de diversas companhias entre os anos de 2009 e 2016, e pôde constatar que não somente 90% dos executivos reconhecem a importância da sustentabilidade, como também 60% das companhias já a incorporaram em suas estratégias de negócio (KIRON et al., 2017).

1.1. OBJETIVOS DO TRABALHO

1.1.1. Problema

Qual a relação entre a adoção de práticas de sustentabilidade corporativa e a performance financeira de uma empresa de capital aberto?

1.1.2. Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é, através de um modelo de mensuração da sustentabilidade corporativa, identificar se a adesão aos critérios de sustentabilidade impacta os indicadores financeiros de empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3).

1.1.3. Objetivos Específicos

Para o desenvolvimento do presente estudo, foram adotados os seguintes objetivos específicos:

- Verificar o desempenho geral das empresas selecionadas em relação às práticas de sustentabilidade social e ambiental;

-
- Comparar o nível de endividamento, liquidez e saúde financeira entre empresas que adotam a sustentabilidade corporativa e as demais;
 - Verificar se as empresas classificadas como sustentáveis são super avaliadas pelo mercado
 - Analisar a rentabilidade das empresas selecionadas, e se esta é mais estável entre empresas que adotam a sustentabilidade corporativa.

1.2. ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho se divide em seis capítulos. O Capítulo 1, Introdução, apresenta os principais conceitos de sustentabilidade empresarial, o contexto atual no Brasil e a relevância do tema, o objetivo geral e os objetivos específicos do estudo. O Capítulo 2, Metodologia, detalha a classificação e a forma como a pesquisa será desenvolvida, detalhando suas etapas.

O Capítulo 3, Revisão da Literatura, expõe alguns dos principais conceitos da avaliação empresarial e indicadores contábeis, do investimento sustentável e sua relevância no Brasil, da sustentabilidade corporativa e responsabilidade social empresarial e, por fim, como mensurá-la de forma objetiva. O modelo proposto para medir a sustentabilidade corporativa é introduzido no Capítulo 4, Mensuração da Sustentabilidade, que também detalha os conceitos adotados e sua relevância para o estudo.

No Capítulo 5, Resultados, é feita uma comparação de dados qualitativos de sustentabilidade e dados econômico-financeiros entre empresas que aderem aos requisitos de sustentabilidade e demais empresas listadas na B3. Por fim, no Capítulo 6, Conclusões e Trabalhos Futuros, o estudo é finalizado com seus principais resultados consolidados e é feita uma reflexão do tema abordado para futuras pesquisas.

2. METODOLOGIA

Este capítulo busca explicar e detalhar cada ação adotada no método do estudo, sua técnica, fundamentação e classificação. Também são definidas as etapas de desenvolvimento da pesquisa.

2.1. CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O tipo de pesquisa adotado se classifica como descritivo ao identificar, descrever e analisar dados qualitativos e quantitativos de empresas brasileiras. Como características de uma pesquisa quantitativa, ressalta-se a coleta e análise de dados numéricos e objetivos utilizando-se de raciocínios dedutivos e atributos mensuráveis (GERHARDT; SILVEIRA, 2009). Para a realização do presente estudo, adotaram-se fontes secundárias (artigos, divulgações financeiras e relatórios empresariais) e, através destas, foi feita uma consolidação de resultados quantitativos, padronizados, conforme a metodologia de avaliação de empresas.

A amostra analisada consiste em 16 empresas de capital aberto na Bolsa de Valores do Brasil (B3), integrantes da lista “500 Melhores e Maiores” da Revista Exame de 2017. Para fins de homogeneidade na comparação de dados financeiros, o estudo se restringiu a empresas de dois dos setores mais frequentes dentre o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): energia e saneamento e de bens de consumo e varejo, conforme anexos A e B. Dentre as 9 empresas do setor de energia e saneamento estudadas, 6 são listadas no ISE de 2017 e, dentre as 7 empresas selecionadas do setor de bens de consumo e varejo, 4 integram o ISE.

Para cada uma das empresas selecionadas, foram coletados dados referentes aos anos de 2015, 2016 e 2017 das demonstrações financeiras consolidadas, apresentações de resultados e relatórios anuais de sustentabilidade, todos disponibilizados ao público pelos próprios canais de divulgação das empresas. Em vista da necessidade de cotações e desempenho das ações das empresas listadas na bolsa de valores, foram coletados dados disponibilizados na plataforma *Reuters*, globalmente reconhecida e disponível online para o público geral.

Para evitar que desvios pontuais afetassem o resultado, foi feita uma média aritmética entre os anos de 2016 e 2018 dos seguintes dados coletados: ativo circulante, ativo não circulante, passivo circulante, passivo não circulante, patrimônio líquido, faturamento líquido e lucro líquido do exercício. Foram coletados também dados da cotação da ação

ordinária no fechamento anual, o número total de ações e o número de ações ordinárias consolidadoras do capital social.

Por fim, a presente pesquisa se classifica como aplicada, pois os conhecimentos gerados se relacionam com interesses locais e são comparáveis e replicáveis dentro da realidade brasileira atual.

2.2. ETAPAS DE DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA

Esta pesquisa foi desenvolvida conforme as seguintes etapas:

- Desenvolver um modelo de classificação de empresas sustentáveis adaptado para a realidade brasileira;
- Selecionar empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Brasil e classificadas entre as “500 Maiores e Melhores” pela Revista Exame;
- Analisar os relatórios anuais de sustentabilidade divulgados pelas empresas e coletar dados públicos, classificando-as conforme o modelo desenvolvido;
- Analisar as demonstrações financeiras anuais e desempenho na bolsa de valores das empresas selecionadas;
- Comparar diferentes indicadores econômico-financeiros e se estes apresentam variação significativa entre empresas que aderem à sustentabilidade corporativa e as demais empresas.

3. REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo tem como objetivo introduzir os principais conceitos de avaliação de empresas e de sustentabilidade corporativa utilizados na metodologia adotada. Também é dado um panorama cronológico da sustentabilidade corporativa.

3.1. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

De acordo com Assaf Neto (2003), há uma tendência em buscar novas formas de capitalizar a responsabilidade social adotada pelas empresas através da adoção de políticas que favoreçam a transparência e o compartilhamento de objetivos corporativos com a sociedade em geral. Tal capitalização também se traduz em uma avaliação positiva do mercado, verificável por meio do preço de mercado de suas ações.

Para um melhor entendimento da saúde financeira e da posição econômica de uma empresa no mercado, podem-se adotar diversas metodologias de interpretação e análise das demonstrações contábeis. Tal entendimento funciona tanto como um diagnóstico atual da empresa quanto como base para previsão de tendências futuras. O cálculo de indicadores inter-relacionados e complementares de liquidez, endividamento e rentabilidade, extraídos de demonstrações financeiras, ainda é uma das técnicas mais empregadas na análise de empresas (ASSAF NETO, 2003).

Os indicadores de liquidez buscam mensurar se a empresa é capaz de cumprir suas obrigações assumidas, embora se deva levar em conta a diferença entre os prazos de realização de ativos e de pagamento das suas necessidades de caixa. (ASSAF NETO, 2003, p. 123). Para fins do presente estudo, foi adotada a Liquidez Geral, que indica a saúde financeira da empresa no longo prazo e a Liquidez Corrente, que indica a capacidade da empresa realizar suas obrigações de curto prazo.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \quad (1)$$

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

A relação Capital de Terceiros/Capital Próprio revela o nível de endividamento da empresa em relação ao seu financiamento por meio dos recursos próprios e é calculada da seguinte forma:

$$\text{Capital de Terceiros/Capital Próprio} = \frac{\text{Exigível Total (Passivo Circulante+Exigível a Longo Prazo)}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (2)$$

Em princípio, um resultado superior a 1 denota maior o grau de dependência financeira em relação aos recursos de terceiros (ASSAF NETO, 2003).

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) é um índice de rentabilidade que busca mensurar o retorno dos recursos próprios da empresa, ou seja, os recursos aplicados por seus acionistas.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \quad (3)$$

Segundo Gómez-Bezares (2017), é possível assumir que investidores que levam em conta aspectos de sustentabilidade em suas decisões podem ter mais ganhos de utilidade se comparados com investidores tradicionais, que consideram apenas critérios financeiros. Tal hipótese levaria a uma demanda maior por ações de empresas que adotam medidas de responsabilidade social corporativa e, conseqüentemente, seu valor de mercado superaria o valor investido na empresa. Para Assaf Neto (2003), o Valor Agregado pelo Mercado (*Market Value Added* – MVA) é a diferença entre o valor de mercado da empresa e o total do capital investido por credores e acionistas, e, quando positivo, reflete o bom desempenho econômico e o sucesso de suas decisões financeiras.

É também possível calcular a proporção entre o valor de mercado de uma empresa e seu capital, comumente denominada de BV/MV (*Book-to-Market Value*). Segundo Fama e French (1995), empresas com baixos índices BV/MV (cujo valor negociado em mercado é superior ao capital da empresa) permanecem mais lucrativas por pelo menos mais cinco anos, quando comparadas com empresas com altos BV/MV. O valor de mercado de companhias de capital aberto pode ser aproximado como o valor médio da cotação da sua ação multiplicado pelo número de ações que compõem seu capital integralizado no ano a ser estudado. Para tal comparação, foi adotada a seguinte fórmula:

$$\text{Book Value/Market Value} = \frac{\text{Patrimônio Líquido Médio}}{\text{Cotação média} \times \text{Número total de ações}} \quad (4)$$

3.2. O INVESTIMENTO SUSTENTÁVEL

Os líderes de empresas em busca de crescimento econômico e relevância financeira se deparam com um número crescente de investidores institucionais e gerentes de fundos de investimentos tomando decisões baseadas não só no desempenho financeiro, mas na sua conexão com boa performance nas frentes ambientais, sociais e de governança. De acordo com o estudo executivo *Investing for a Sustainable Future*, realizado pela *MIT Sloan Management Review* e *The Boston Consulting Group* em 2016, 75% dos investidores entrevistados citaram ganhos de faturamento e eficiência operacional decorrentes de estratégias de sustentabilidade como um grande motivo para investir. Mais de 60% destes também creem que uma performance sólida de medidas sustentáveis reduz não só seus riscos empresariais como também seu custo de capital (UNRUH et al., 2016).

Também é possível observar um descompasso entre as expectativas das empresas e do mercado financeiro em relação à sustentabilidade. Conforme estudo desenvolvido por Unruh et al (2016), apenas 60% dos executivos de empresas de capital aberto consideram a sustentabilidade como tópico relevante para os investidores; em contraposição ao dado de que 75% destes levam a sustentabilidade em consideração em suas decisões. É necessário ter cuidado, pois mais de 50% dos investidores informados sobre as práticas de sustentabilidade corporativa estão dispostos a desinvestir ou excluir companhias com baixo desempenho.

Para auxiliar a tomada de decisão em relação à aplicação de capital em empresas, Székely e Knirsch (2005) explicam os quatro principais critérios adotados por analistas e investidores:

- Levantamento de pontos negativos: aqui há a exclusão de empresas ou setores inteiros que não atingem critérios básicos nas frentes social, ética e ambiental, por exemplo usinas de energia nuclear e produtores de tabaco.
- Levantamento de pontos positivos: empresas com forte desempenho nos indicadores de sustentabilidade são incluídas entre os potenciais investimentos. Através desse critério, organizações defensoras dos direitos trabalhistas, que promovem ações de alto impacto social e desenvolvem pesquisas para redução de impactos ambientais recebem ênfase especial.
- Comprometimento: são avaliados os debates e diálogos promovidos de forma honesta e transparente da empresa com seus membros, executivos e investidores, e se tais diálogos buscam alterar e reportar o comportamento da companhia em relação a

grandes temas sociais, ambientais e éticos.

- Ativismo dos acionistas: para um efetivo engajamento com a agenda da sustentabilidade, os acionistas devem exercer seu poder e influência dentro da empresa a favor de resoluções sustentáveis, além de questionar publicamente o impacto de novas políticas e medidas corporativas.

Exemplificando a crescente relevância dos investimentos sustentáveis no Brasil, Marcondes e Bacarji (2010) citam crescimento na indústria de fundos verdes, cujos primeiros exemplares brasileiros foram os fundos Ethical FIA I e II, em 2001. O Ethical FIA II contava com um patrimônio inicial de 3,1 milhões, passou para 33 milhões de reais em 2013 e, em 2017, atingiu 63 milhões. Conforme dados de 2010, o patrimônio líquido total dos fundos brasileiros com políticas de investimento sustentáveis era de 910 milhões de reais, e os fundos internacionais que aderiram aos PRI (*Principles for Responsible Investment*) movimentaram em torno de US\$ 20 trilhões.

3.3. A SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA

O conceito de responsabilidade social empresarial e se esta é factível e desejável, de acordo com Besley e Ghatak (2007), tem sido alvo de amplo debate nas últimas décadas. Economistas e empresários frequentemente advogam que medidas sustentáveis tomadas por empresas requerem sacrifícios de capital que podem trazer desvantagens diante de alta competitividade. Porém, em um cenário de equilíbrio, consumidores interessados em causas sociais optariam por produtos de companhias que se posicionam a favor de tais causas, enquanto o restante dos consumidores permaneceria neutro. Logo, neste cenário, a responsabilidade social empresarial traria uma melhoria de Pareto (BESLEY; GHATAK, 2007).

É possível também comparar se a sustentabilidade deve ser visada por companhias ou se deve se restringir ao âmbito de atuação governamental. Neste caso, Besley e Ghatak (2007) argumentam que os custos envolvidos em redirecionar os impostos arrecadados para o monitoramento e punição de ações que prejudicam o bem público – por exemplo, o uso de mão-de-obra infantil na fabricação de sapatos – são superiores ao custo da companhia adotar condições adequadas de trabalho por conta própria. Há também de se considerar as falhas na fiscalização e o tempo hábil necessário para corrigir e mitigar o impacto de tais ações.

Por não possuir uma definição única e universal de sustentabilidade corporativa,

Gómez-Bezares (2016) destrincha a Responsabilidade Social Empresarial (ou *Corporate Social Responsibility* – CSR) como um conjunto de práticas e políticas empresariais relacionadas aos *stakeholders*, aos valores da empresa, ao cumprimento de normas legais, a toda a comunidade e ao meio ambiente. Ser socialmente responsável significa atender, de forma voluntária, as expectativas éticas, legais e públicas da sociedade, visando benefícios a longo prazo.

Toffler (1985), diante de um cenário pós-industrial, já defendia que o mercado deve considerar não só o viés econômico-financeiro, mas também o viés social e ambiental.

O emergente sistema de valores superindustrial enfatiza o complexo de objetivos englobados em “qualidade de vida”, em vez do objetivo unitário de sucesso econômico. Assim, o movimento de consumidores tem desafiado a comunidade dos negócios por causa da segurança dos automóveis, da eficácia dos medicamentos não éticos, das condições de vida em casas de saúde e asilos, da poluição, da política militar, de políticas de contratação de empregados, da responsabilidade empresarial e outras questões em que o componente econômico é essencialmente secundário. [...] Os objetivos do movimento são uma sociedade mais sadia e mais civilizada, não necessariamente uma sociedade mais rica (TOFFLER, 1985).

3.4. INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA

Ao discutir o desenvolvimento sustentável, Van Bellen (2005) ressalta que, para mensurá-lo, não é suficiente utilizar apenas indicadores ambientais, sociais, humanos e econômicos isoladamente, e sim, um sistema de indicadores que se inter-relacionam e se complementam. Ao longo das últimas décadas, surgiram o Índice de Desenvolvimento Humano, a renda *per capita*, o Índice de Gini, entre outros indicadores de desenvolvimento sustentável, até que a performance corporativa recebesse ênfase própria. Em 1997, foi criado o *Global Reporting Initiative* (GRI), que avalia a qualidade, a transparência, o rigor e a utilidade dos relatórios anuais de sustentabilidade corporativa através de um modelo abrangente e compreensivo de divulgação das informações.

Dois anos depois, em 1999, foi lançado o *Dow Jones Sustainability Index* (DSJI), o primeiro índice de mercado que seleciona empresas de capital aberto com base em seu desempenho ambiental e social. A avaliação do DSJI conta com questões relacionadas a governança corporativa, gerenciamento de riscos e crises, política e gestão ambiental, estratégia climática, desenvolvimento do capital humano, filantropia, entre outras. Para Strobel, Coral e Selig (2004), este indicador tem como propósito criar um valor de mercado diferenciado para as empresas que se qualificassem como sustentáveis, servindo como suporte para a tomada de decisão de investidores e aumentando o patrimônio dos acionistas.

Outro importante índice de sustentabilidade corporativa é o *FTSE4Good*, criado em 2001 e com grande relevância no mercado do Reino Unido, que analisou as 50 maiores empresas de capital aberto listadas na *Financial Times Stock Exchange* (FTSE) conforme critérios baseados em três grandes princípios: meio ambiente, social e direitos humanos. Embora não seja possível identificar um aumento claro no valor das ações ao serem incluídas no índice *FTSE4Good*, há um ganho benéfico de reputação com seus consumidores, investidores e colaboradores, com possíveis impactos positivos no longo prazo (CURRAN; MORAN, 2007).

O Brasil foi o quarto país do mundo a aderir a este movimento. Em 2005, através de uma colaboração entre a B3 e o Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas, surgiu o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que avalia, com base em um extenso questionário, o desempenho sustentável das 200 ações mais líquidas na B3. São analisados os âmbitos quantitativos (respostas dos questionários) e qualitativos (envio dos documentos exigidos) de sete dimensões: ambiental, social, econômico-financeira, governança corporativa, geral, natureza do produto e mudanças climáticas. Anualmente, as empresas que atendem aos critérios propostos são divulgadas e passam a constituir o ISE, calculado em tempo real durante todo o pregão (MARCONDES; BACARJI, 2010).

4. A MENSURAÇÃO DA SUSTENTABILIDADE

Neste capítulo é apresentado o modelo proposto para medir a sustentabilidade corporativa. Também são explorados os critérios adotados, seus principais conceitos e sua relevância para o tema.

4.1. INTRODUÇÃO

São diversos os indicadores disponíveis para qualificar a sustentabilidade de uma empresa. Cada um deles, conforme Meadows (1998), possui diferentes graus de abstração e de incerteza e busca refletir certos aspectos do sistema, dentro do limite de complexidade que os seres humanos podem entender ou processar. Meadows (1998) lista diversas características necessárias para um indicador ideal, dentre elas: a clareza em seus padrões e em seu conteúdo, uma mensuração que demanda pouco tempo e baixos custos e o acesso democrático à construção e aos resultados.

Indo contra os indicadores de sustentabilidade corporativa complexos, extensos e pouco replicáveis já existentes, Gómez-Bezares (2016) propôs um modelo composto por nove variáveis binárias, classificadas como 1 quando o critério é satisfeito e como 0 em caso contrário. O Índice de Sustentabilidade Corporativa (*Corporate Sustainability Index – CSI*) pode ser calculado a partir de informações disponibilizadas publicamente, sem necessidade de acesso a bases de dados de alto custo, e com maior objetividade e transparência.

$$CSI = \sum_{i=1}^9 X_i \quad (5)$$

Onde:

X_1 = Atividades sociais são incluídas no processo de estratégia e tomada de decisão de negócios;

X_2 = Relatórios regulares de Responsabilidade Corporativa;

X_3 = Auditoria externa na preparação e verificação dos Relatórios de RC;

X_4 = Ao menos três premiações externas de responsabilidade social;

X_5 = Relatórios ambientais regulares;

X_6 = Existência de sistema de gestão ambiental;

X_7 = Certificação LEED;

X_8 = Ao menos três premiações externas de responsabilidade ambiental;

X_9 = Sustentabilidade financeira.

Neste presente estudo, foi feita uma adaptação do modelo de Gómez-Bezares (2016) para a realidade empresarial brasileira. Logo, a sustentabilidade corporativa foi calculada a partir de seis critérios binários, da seguinte forma:

$$SC = \sum_{i=1}^6 X_i \quad (6)$$

onde:

X_1 = A sustentabilidade é incluída na estratégia e tomada de decisão de negócios;

X_2 = Relatórios de Sustentabilidade no padrão GRI são divulgados anualmente;

X_3 = Relatórios de Sustentabilidade são assegurados por auditoria independente;

X_4 = Recebimento de três premiações externas de sustentabilidade desde 2015;

X_5 = Signatários do Pacto Global e do Carbon Disclosure Project;

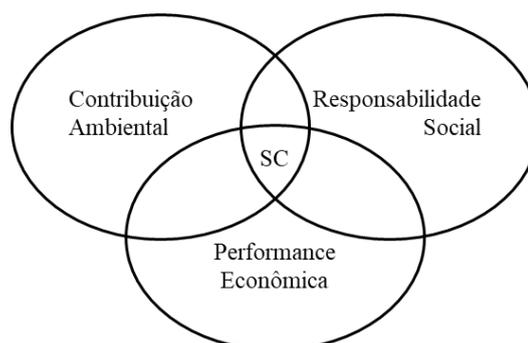
X_6 = Um empreendimento da companhia possui certificação de sustentabilidade.

4.2. A SUSTENTABILIDADE COMO ESTRATÉGIA EMPRESARIAL

Hart e Milstein (2004) concluem que, para gerar valor ao acionista de acordo com um modelo sustentável, é imprescindível que os executivos considerem todas as dimensões e desafios diante da companhia e, com envolvimento intenso dos empregados, implementem programas e se engajem com os *stakeholders* externos. Diversas são as oportunidades, e dentre elas, destacam-se o combate à poluição, a redução de resíduos e emissões, o gerenciamento do produto e de todo o seu ciclo de vida, o fomento à inovação e à adoção de tecnologias limpas.

Para isso, é necessário que a sustentabilidade seja uma prioridade dentro dos comitês executivos, com braços atuantes dentro de todas as etapas da cadeia produtiva, desde fornecimento de insumos até o pós-venda.

Figura 1- A Sustentabilidade Corporativa (SC)



Fonte: Elaborada pela autora com base em Azapagic (2003)

Existem três grandes vantagens da integração dos três pilares da sustentabilidade – ambiental, social e econômico – na estratégia empresarial: maior proteção e estabilidade frente às crises econômicas; a propagação de boas práticas e visibilidade perante os competidores, exercendo o papel de modelo de sustentabilidade dentro do setor de atuação e, por fim, uma gestão mais abrangente, utilizando as relações complementares entre os pilares de forma a favorecer a performance (FIGGE et al., 2002). Figge também afirma que a sustentabilidade deve ser considerada como vital durante a formulação da estratégia da empresa, e, para isso, propõem uma modificação fundamental no *Balanced Scorecard* (BSC), uma ferramenta proposta por Kaplan e Norton (2001), largamente utilizada para auxiliar a tomada de decisão estratégica.

Figura 2 - Proposta Genérica para Indicadores Balanceados de Sustentabilidade

Perspectiva Financeira	Perspectiva do Cliente	Processos Internos	Aprendizagem e Crescimento	Perspectiva Não-mercantil
<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento do faturamento • Aumento da produtividade • Utilização de ativos 	<ul style="list-style-type: none"> • Market Share • Aquisição de novos clientes • Retenção de clientes • Satisfação do consumidor • Relacionamento com os clientes • Atributos dos produtos • Imagem e reputação 	<ul style="list-style-type: none"> • Inovação • Operação • Pós-Venda • Custo • Qualidade • Tempo de produção 	<ul style="list-style-type: none"> • Retenção de colaboradores • Produtividade dos colaboradores • Satisfação dos colaboradores 	<ul style="list-style-type: none"> • Liberdade de atuação • Legitimidade • Legalidade

Fonte: Adaptado de Figge et al. (2002)

Diante da dificuldade de encontrar métodos práticos para criação de uma “Estratégia Ambiental”, Starik et al. (1996) propõe uma forma prática que consiste em três passos:

1. Identificar como sua missão, visão, valores e objetivos estratégicos interagem com o meio-ambiente;
2. Investigar possíveis mudanças em *stakeholders* ambientais, tendências ecológicas e probabilidade de impactos futuros;

3. Desenvolver respostas estratégicas que combinem a situação atual da empresa e as condições ambientais futuras, de forma a se preparar e enfrentar os desafios ambientais e corporativos dos próximos anos. Tais respostas estratégicas podem se enquadrar em diferentes posturas, conforme a Figura 3.

Figura 3 - Posturas de Estratégias Ambientais

		Geração de valor	
		Ampliação de benefícios	Redução de custos
Orientação da mudança	Proativa	Inovação para Produtos “Verdes”	Prevenção da poluição além do exigido pelas normas regulatórias
	Reativa	Diferenciação para Produtos “Verdes”	Prevenção da poluição conforme exigido pelas normas regulatórias

Fonte: Adaptado de Starik et al. (1996)

O modelo de Starik et et al. (1996) pode ser complementado pela matriz de identificação de vulnerabilidade, desenvolvida por Figge et al. (2002). Sua ideia é identificar todas as possíveis intervenções originadas pelos produtos e operações das unidades de negócio e que são causas potenciais de futuros impactos, tanto ambientais quanto sociais.

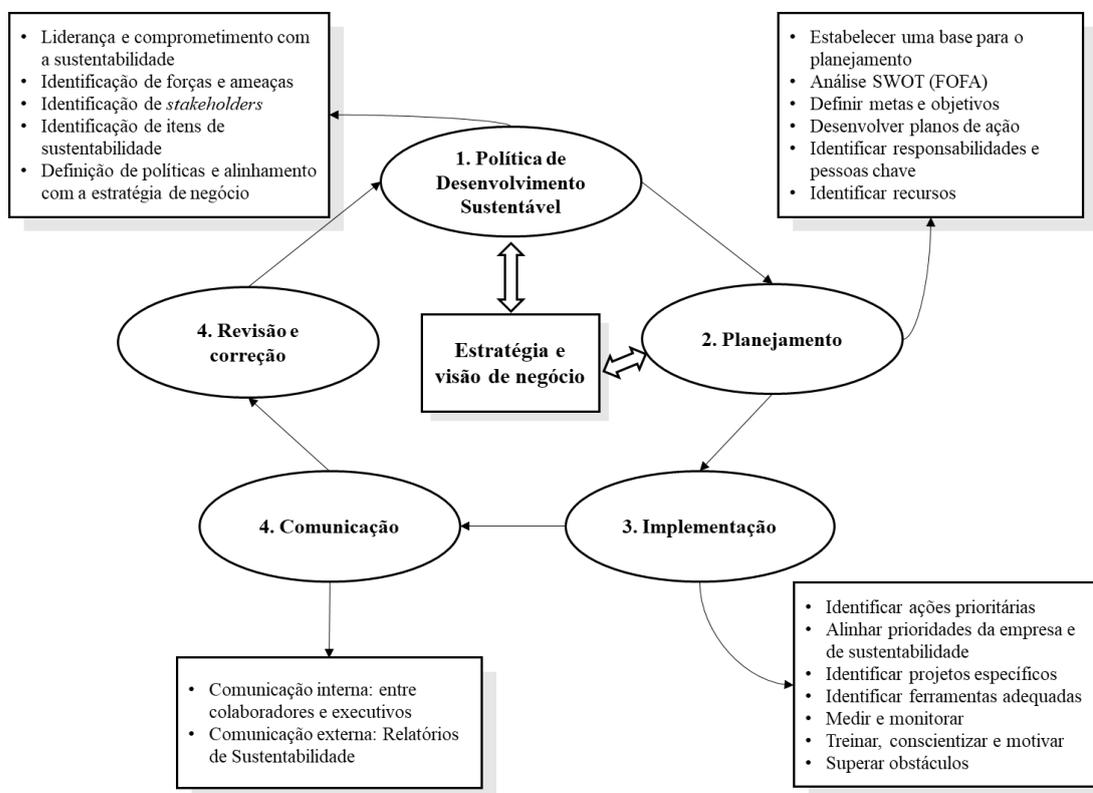
Figura 4 - Matriz para Determinar a Relevância Estratégica de Aspectos Ambientais e Sociais

	Exposição Ambiental								Exposição Social							
									Stakeholders diretos			Stakeholders indiretos				
	Emissões	Resíduos	Entrada de material	Intensidade energética	Ruído e vibração	Emissão de calor	Radiação	Área ocupada	Internos	Integrantes da cadeia de valor	Comunidade Local	Societários	Internos	Integrantes da cadeia de valor	Comunidade Local	Societários
Componentes estratégicos																
Drivers de performance																

Fonte: Adaptado de Figge et al. (2002)

Várias ferramentas e modelos que integram a estratégia empresarial e a sustentabilidade foram propostos pela literatura, com potencial aplicabilidade para qualquer indústria. Além do modelo de Indicadores Balanceados de Sustentabilidade (traduzido do *Sustainability Balanced Scorecard - SBSC*) proposto por Figge et al. (2001), Azapagic (2003) criou um modelo de sistema de gestão da sustentabilidade corporativa que integra tanto aspectos da SBSC como ferramentas de gestão consolidadas, por exemplo, a matriz FOFA (traduzida de SWOT – *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*), que aborda as forças, fraquezas, oportunidades e ameaças de um negócio.

Figura 5- Sistema de Gestão da Sustentabilidade Corporativa



Fonte: Adaptado de Azapagic (2003).

Conforme Kiron et al. (2017), existem oito principais fatores que suportam as práticas de sustentabilidade corporativa e intensificam a criação de valor:

1. A definição de uma visão e missão voltadas para a sustentabilidade;
2. O foco em problemas materiais, que possibilitam incrementos de lucratividade;
3. A reestruturação da empresa de forma a oferecer maior suporte aos objetivos de sustentabilidade;
4. A exploração de novos modelos de negócio e oportunidades de inovação;
5. Um *Business Case* voltado para a sustentabilidade, que direcione esforços futuros;

-
6. Integração da sustentabilidade à agenda do comitê executivo;
 7. Uma história convincente de criação de valor através da sustentabilidade voltada para os atuais e potenciais investidores;
 8. Colaboração com diversos *stakeholders* para a realização de grandes mudanças estratégicas.

4.3. A DIVULGAÇÃO DE DADOS DE SUSTENTABILIDADE

A crescente relevância dos índices e premiações de sustentabilidade empresarial tem impulsionado a divulgação de como as empresas se relacionam com o meio ambiente e com a sociedade. No Brasil, não há obrigatoriedade de publicação de dados ambientais por parte das empresas; logo, a produção de relatórios de sustentabilidade tem caráter voluntário (ROVER, 2012).

Para Dye (2001), o ato de optar pelo *disclosure* ambiental voluntário pode ser considerado como um caso da teoria dos jogos, onde empresas irão divulgar e realçar informações favoráveis e omitir ou postergar a publicação de dados desfavoráveis, com impacto negativo perante seus *stakeholders*. Dye também aponta que o fato de divulgar ou não uma informação corporativa é mais frequente devido a uma decisão consciente dos membros executivos do que por seu desconhecimento ou ignorância.

Como razões relevantes para evidenciar voluntariamente dados ambientais, listam-se a legitimação de suas atividades, um melhor controle da reputação corporativa, antecipar-se a novas regulações, demonstrar responsabilidade na gestão, atender ao direito à informação dos *stakeholders*, obter vantagem competitiva e atrair atenção para medidas e ações de impacto positivo na sociedade (GRAY; BEBBINGTON, 2001; ROVER, 2012).

Com o objetivo de “melhorar a qualidade, o rigor e a aplicabilidade dos relatórios de sustentabilidade”, a *Global Reporting Initiative* (GRI) propôs um modelo que vem sendo amplamente adotado. O Brasil atualmente é o terceiro país com maior número de empresas que publicam relatórios de sustentabilidade¹. Os indicadores do modelo proposto pela GRI se dividem em três principais grupos: desempenho econômico, desempenho ambiental e desempenho social.

A divulgação de dados de sustentabilidade também é alvo de crítica, por ser

¹ GRI. **Focal Point Brazil**. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/information/about-gri/regional-hubs/focal-point-brazil/Pages/default.aspx>>. Acesso: mar. 2019.

voluntária, arbitrária e não necessariamente representar uma melhoria no desempenho empresarial. Milne (2012) cita o fato de que tais relatórios frequentemente ignoram os principais problemas sociais relacionados à atividade corporativa como a distribuição de renda, o aumento no consumo, justiça social e pegadas de carbono. Para evitar a divulgação de informações falsas e assegurar a qualidade, relevância e comparabilidade dos dados divulgados, Gómez-Bezares (2016) recomenda que as empresas sustentáveis devam envolver auditores externos na preparação e asseguuração de seus relatórios de sustentabilidade.

Ao estudar mercados emergentes, Iatridis (2013) verificou a existência de uma relação positiva entre a divulgação de dados ambientais e o valor de mercado de empresas de capital aberto. Relatórios de sustentabilidade com alta qualidade e transparência são percebidos como indicativos de boa governança corporativa, gestão de riscos, reputação e saúde financeira. Villiers e Staden (2010) vão além e afirmam que, para reduzir a assimetria de informação, um número crescente de investidores exige informações mais detalhadas e específicas acerca de aspectos ambientais, e que estas sejam submetidas à auditoria externa.

4.4. O PACTO GLOBAL E O CARBON DISCLOSURE PROJECT

O Pacto Global surgiu a partir da junção do setor privado com agências das Nações Unidas em busca de uma economia global sustentável e inclusiva. Os integrantes do Pacto Global fazem parte de uma iniciativa voluntária, seguem as diretrizes propostas para o crescimento sustentável e a cidadania, e têm a responsabilidade de contribuir para a agenda global de sustentabilidade.

Tomando como base 4 pilares (direitos humanos, trabalho, meio ambiente e anticorrupção), o Pacto Global é composto por dez princípios universais:

1. As empresas devem apoiar e respeitar a proteção de direitos humanos reconhecidos internacionalmente;
2. Assegurar-se de sua não participação em violações destes direitos;
3. As empresas devem apoiar a liberdade de associação e o reconhecimento efetivo do direito à negociação coletiva;
4. A eliminação de todas as formas de trabalho forçado ou compulsório;
5. A abolição efetiva do trabalho infantil;
6. Eliminar a discriminação no emprego;
7. As empresas devem apoiar uma abordagem preventiva aos desafios ambientais;
8. Desenvolver iniciativas para promover maior responsabilidade ambiental;
9. Incentivar o desenvolvimento e difusão de tecnologias ambientalmente amigáveis;
10. As empresas devem combater a corrupção em todas as suas formas, inclusive extorsão e propina (PACTO GLOBAL, 2018).

As empresas signatárias do Pacto Global também se comprometem com os dezessete Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), propostos pela ONU em 2015 durante a formulação da Agenda 2030, um plano de ação que orienta um esforço conjunto entre países, empresas, instituições e sociedade civil. Os dezessete objetivos são: erradicação da pobreza; fome zero e agricultura sustentável; saúde e bem estar; educação de qualidade; igualdade de gênero; água potável e saneamento; energia acessível e limpa; trabalho decente e crescimento econômico; indústria, inovação e infraestrutura; redução das desigualdades; cidades e comunidades sustentáveis; consumo e produção responsáveis; ação contra a mudança global do clima; vida na água; vida terrestre; paz, justiça e instituições eficazes e, por fim, parcerias e meios de implementação.

Para medir, gerenciar e divulgar seus impactos ambientais, as empresas podem se tornar signatárias do *Carbon Disclosure Project* (CDP), uma organização independente e sem fins lucrativos que coleta e analisa dados referentes ao impacto climático corporativo. O CDP também funciona como ferramenta de comunicação entre as empresas, os investidores, o governo e outros *stakeholders*, possibilitando o desenvolvimento de novas e melhores estratégias para a sustentabilidade, o fomento da governança climática entre as empresas, seus fornecedores e órgãos públicos e a redução efetiva de emissões, acompanhada pela mitigação de seus impactos (CDP, 2010)².

Em 2010, o CDP representou mais de 2500 organizações globais em seu sistema de reportes climáticos, realizados através de questionários que abordam, entre outros temas, as emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE) e a adoção aos princípios do GHG Protocol, o método mais utilizado mundialmente para quantificação das emissões de GEE (GHG PROTOCOL BRASIL, 2016).

4.5. CERTIFICAÇÕES EXTERNAS DE SUSTENTABILIDADE

4.5.1. Certificação LEED

A certificação LEED, ou *Leadership in Energy and Environmental Design*, é, atualmente, uma das principais plataformas para avaliação e promoção de edificações

² CDP. **Relatório 2010 – Brasil**. Fábrica Ética Brasil - Consultoria em Sustentabilidade (Facilitador Nacional). 2010. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/cdp2010.pdf>>. Acesso em: mar. 2019.

sustentáveis. Ela foi criada pelo *United States Green Building Council* em 1993 e consiste em um sistema que pontua construções verdes conforme sete categorias: localização e transporte, lotes sustentáveis, eficiência da água, energia e atmosfera, materiais e recursos, qualidade interna dos ambientes, e inovação e prioridades regionais. De acordo com a pontuação alcançada, a edificação pode receber os selos: *Certified*, *Silver*, *Gold* ou *Platinum*.

Entre os benefícios de certificar um ou mais empreendimentos, pode-se listar a redução de custos operacionais e de riscos regulatórios, a valorização do imóvel, o aumento da satisfação e bem estar dos usuários, a redução no consumo de recursos naturais e na produção de resíduos da construção. Segundo anúncio do *Green Building Council Brasil* feito em 2015, o Brasil é o quarto país do mundo com maior número de projetos registrados para a certificação.

4.5.2. ISO 14001

Em 1996, a *International Organization for Standardization* (ISO) publicou a série ISO 14000, que define os requisitos necessários para um Sistema de Gestão Ambiental, responsável por auxiliar a empresa a gerenciar as suas questões ambientais. De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT), a adoção da ISO 14000 traz diversos benefícios como: a conformidade com requisitos e normas existentes e futuros, o comprometimento dos colaboradores com o desempenho ambiental, uma melhora da reputação e imagem da empresa e novas vantagens perante a concorrência.

Vries et al. (2012), ao analisar a literatura existente relacionada à norma de implementação do Sistema de Gestão Ambiental, ISO 14001, identificou que há diversos indícios de uma relação positiva entre a certificação e uma melhor performance corporativa, proporcional ao tempo de operação do sistema de gestão ambiental, ao comprometimento gerencial e à motivação interna. A certificação ABNT ISO 14001 é voluntária, portanto, as empresas podem optar por seguir apenas algumas de suas diretrizes ou se submeter à auditoria de um órgão certificador.

5. RESULTADOS

Este capítulo busca aplicar a metodologia e o modelo adotados na amostra escolhida, as empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil. São apresentados os resultados relacionados à classificação de sustentabilidade corporativa e, em seguida, os resultados financeiros.

5.1. CLASSIFICAÇÃO DE SUSTENTABILIDADE

Um total de 16 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores Brasileira foi analisado, sendo 9 empresas do setor de energia e saneamento e 7 empresas do setor de bens de consumo e varejo. Tais setores foram escolhidos por estarem entre os mais representativos do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), com maior número de empresas brasileiras de capital aberto que seguem os princípios da sustentabilidade, conforme demonstrado nos anexos A e B. Dentre as 16 selecionadas, 4 empresas de energia e saneamento e 3 empresas de varejo e bens de consumo atingiram todos os requisitos propostos de sustentabilidade empresarial. É necessário observar que a indústria de energia e saneamento é altamente sujeita a regulações ambientais e de segurança e, portanto, tende a incorporar a sustentabilidade dentro de sua estratégia e dar-lhe maior relevância (KIRON et al., 2017; SILVA, 2010).

Dentre as 9 empresas selecionadas do setor de energia e saneamento, foram verificados seus relatórios anuais de sustentabilidade, sempre que disponíveis para o público geral. Apenas 5 destas empresas atendem todos os três requisitos propostos: divulgam seus relatórios anualmente conforme as diretrizes da Global Reporting Initiative (GRI) e submetem suas informações de sustentabilidade à auditoria externa.

Tabela 1- Disclosure Ambiental de Empresas do Setor Energia e Saneamento

Disclosure Ambiental - Energia e Saneamento	SIM	NÃO
Elabora Relatórios Anuais de Sustentabilidade	8	1
Relatórios Anuais seguem padrão GRI	6	3
Informações de sustentabilidade passam por auditoria externa	5	4
Porcentagem de empresas que atende aos 3 requisitos	56%	

Fonte: Elaborada pela autora

Tabela 2- Disclosure Ambiental de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Disclosure Ambiental - Bens de Consumo e Varejo	SIM	NÃO
Elabora Relatórios Anuais de Sustentabilidade	6	1
Relatórios Anuais seguem padrão GRI	6	1
Informações de sustentabilidade passam por auditoria externa	4	3
Porcentagem de empresas que atende aos 3 requisitos	57%	

Fonte: Elaborada pela autora

Um dos passos iniciais para a criação de uma “estratégia verde” é a incorporação da sustentabilidade na missão, visão, valores e objetivos estratégicos da empresa. Muitas organizações verificaram benefícios ao declarar publicamente como pretendem se relacionar com o meio ambiente e a sociedade (STARIK et al., 1996). Uma das possíveis formas de integrar a estratégia de sustentabilidade à operação e rotina da empresa é a criação de um comitê de sustentabilidade para dar suporte ao seu conselho administrativo. Este seria responsável por rever políticas e condutas, monitorar o relacionamento com os *stakeholders* e coletar informações e reportes. Michelon e Pabonetti (2010) identificam uma relação positiva entre a existência de comitês de responsabilidade social corporativa em empresas e a qualidade das suas divulgações ambientais.

Tabela 3- Estratégias de Sustentabilidade de Empresas do Setor Energia e Saneamento

Estratégias de sustentabilidade - Energia e Saneamento	SIM	NÃO
Possui Comitê de Sustentabilidade	6	3
Incorpora a sustentabilidade em sua Missão e/ou Visão	8	1
Porcentagem de empresas que atende aos 3 requisitos	67%	

Fonte: Elaborada pela autora

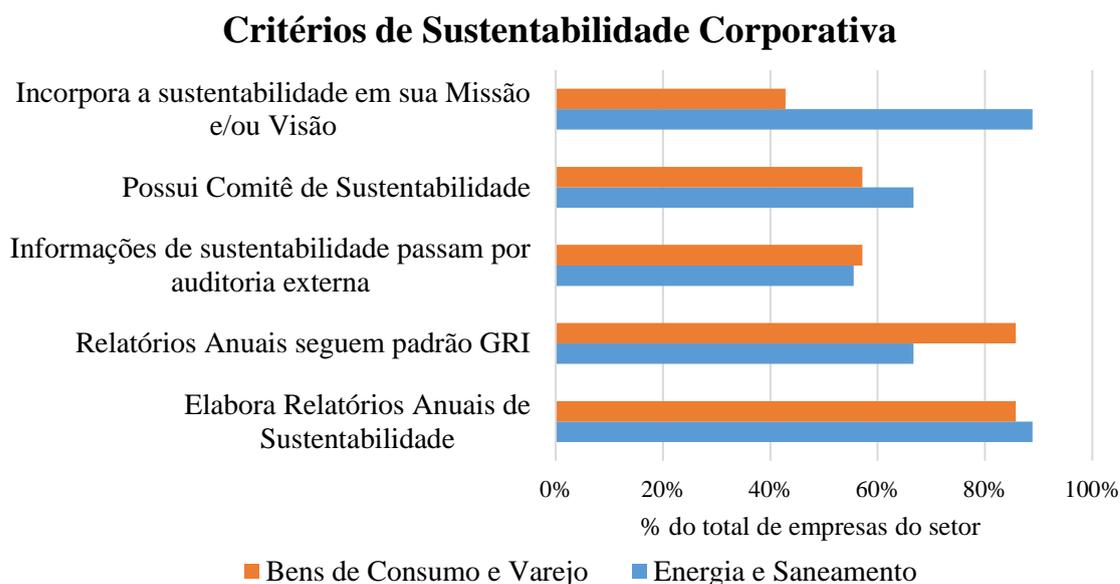
Tabela 4- Estratégias de Sustentabilidade de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Estratégias de sustentabilidade - Bens de Consumo e Varejo	SIM	NÃO
Possui Comitê de Sustentabilidade	4	3
Incorpora a sustentabilidade em sua Missão e/ou Visão	3	4
Porcentagem de empresas que atende aos 3 requisitos	43%	

Fonte: Elaborada pela autora

Através das tabelas 3 e 4, pode-se verificar uma maior adoção de práticas de sustentabilidade pelas empresas do setor de energia e saneamento, onde apenas uma empresa analisada não incorporou a sustentabilidade em sua missão e visão corporativas.

Gráfico 1- Porcentagem de Empresas por Setor que Atendem aos Critérios de Sustentabilidade



Fonte: Elaborado pela autora

5.2. RESULTADOS ECONÔMICO-FINANCEIROS

As tabelas deste capítulo apresentam a média entre os anos de 2016 e 2018 de todas as empresas selecionadas, divididas entre as que atingiram os critérios de RSC (aqui denominadas de Empresas Sustentáveis) e as que não os atingiram (Empresas Não-Sustentáveis). Nas tabelas 5, 6 e 7 é evidenciado o perfil financeiro da amostra estudada.

Tabela 5 - Perfil Financeiro das Empresas Avaliadas

Todos os Setores	Valor de Mercado	Patrimônio Líquido Médio
Empresas Sustentáveis	R\$10.835.761.591,97	R\$4.499.125.261,90
Empresas Não-Sustentáveis	R\$37.733.252.275,72	R\$9.056.188.240,74
Média Total	R\$25.965.600.101,58	R\$7.062.473.187,50

Fonte: Elaborada pela autora

Dentre as empresas do setor de energia e saneamento:

Tabela 6 - Perfil Financeiro das Empresas do Setor Energia e Saneamento

Energia e Saneamento	Valor de Mercado	Patrimônio Líquido Médio
Empresas Sustentáveis	R\$10.534.418.629,86	R\$6.075.978.875,00
Empresas Não-Sustentáveis	R\$3.802.036.043,40	R\$5.044.871.400,00
Média Total	R\$6.794.206.081,83	R\$5.503.141.388,89

Fonte: Elaborada pela autora

Dentre as empresas do setor de bens de consumo e varejo:

Tabela 7- Perfil Financeiro das Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Bens de Consumo e Varejo	Valor de Mercado	Patrimônio Líquido Médio
Empresas Sustentáveis	R\$11.237.552.208,12	R\$2.396.653.777,78
Empresas Não-Sustentáveis	R\$80.147.272.566,11	R\$14.070.334.291,67
Média Total	R\$50.614.535.269,83	R\$9.067.328.357,14

Fonte: Elaborada pela autora

5.2.1. Indicadores de Liquidez

Em relação ao cálculo da liquidez geral e corrente, foram encontrados os seguintes resultados:

Tabela 8- Liquidez Geral e Corrente de Empresas do Setor Energia e Saneamento

Energia e Saneamento	Liquidez Geral	Liquidez Corrente
Empresas Sustentáveis	1,54	1,10
Empresas Não-Sustentáveis	1,46	0,85
Média Total	1,49	0,96

Fonte: Elaborada pela autora

Tabela 9- Liquidez Geral e Corrente de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Bens de Consumo e Varejo	Liquidez Geral	Liquidez Corrente
Empresas Sustentáveis	1,41	1,23
Empresas Não-Sustentáveis	2,05	0,96
Média Total	1,78	1,08

Fonte: Elaborada pela autora

Através das tabelas 8, 9 e 10 é possível observar que, em ambos os setores, a liquidez corrente é expressivamente maior dentre as empresas classificadas como sustentáveis. Tal fato indica uma maior capacidade de cumprir com as obrigações de curto prazo.

Tabela 10 - Liquidez Geral e Corrente das Empresas Avaliadas

Todos os Setores	Liquidez Geral	Liquidez Corrente
Empresas Sustentáveis	1,49	1,16
Empresas Não-Sustentáveis	1,72	0,90
Média Total	1,62	1,01

Fonte: Elaborada pela autora

Uma liquidez corrente superior a 1 indica uma boa saúde financeira e a existência de capital circulante (ou de giro) líquido positivo (ASSAF NETO, 2003). É válido notar que 4 dentre as 7 empresas analisadas e classificadas como sustentáveis (57%) possuem liquidez corrente superior a 1. Já, entre as empresas que não atingiram os critérios de sustentabilidade, apenas 4 do total de 9 empresas (44%) apresentaram capital de giro médio positivo.

5.2.2. Indicadores de Endividamento

Em relação ao perfil do endividamento e como este se divide entre financiamento de terceiros e capital próprio, verificou-se que, dentre as empresas de energia e saneamento, em média 69% do passivo é proveniente de terceiros, como mostrado na tabela 11. Há uma diferença de 4% na composição do capital, quando comparadas as empresas sustentáveis e não-sustentáveis.

Tabela 11 - Indicadores de Endividamento de Empresas do Setor Energia e Saneamento

Energia e Saneamento	Capital de Terceiros/ Capital Próprio	Capital de Terceiros/ Passivo Total
Empresas Sustentáveis	2,44	0,67
Empresas Não-Sustentáveis	2,96	0,71
Média Total	2,73	0,69

Fonte: Elaborada pela autora

Já no setor de Bens de Consumo e Varejo, pode-se identificar na tabela 12 que, dentre as empresas classificadas como sustentáveis, há uma dependência maior em relação aos recursos de terceiros, que representam um volume 3,88 vezes maior que o capital dos acionistas. Neste setor, a diferença na composição do capital chega a 17%.

Tabela 12 - Indicadores de Endividamento de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Bens de Consumo e Varejo	Capital de Terceiros/ Capital Próprio	Capital de Terceiros/ Passivo Total
Empresas Sustentáveis	3,88	0,73
Empresas Não-Sustentáveis	1,69	0,56
Média Total	2,63	0,63

Fonte: Elaborada pela autora

Os indicadores de endividamento evidenciados na tabela 13, neste caso, não são suficientes para a retirada de conclusões positivas ou negativas. Empresas com margens

operacionais altas e maior giro dos ativos podem se beneficiar com um índice elevado de alavancagem financeira, sem a necessidade de novas captações de investimentos para ampliar a operação. Identificou-se também grande variação entre as empresas que compõem a amostra, já que a composição da dívida reflete, em grande parte, a estratégia financeira.

Tabela 13 - Indicadores de Endividamento das Empresas Avaliadas

Todos os Setores	Capital de Terceiros/ Capital Próprio	Capital de Terceiros/ Passivo Total
Empresas Sustentáveis	3,06	0,69
Empresas Não-Sustentáveis	2,39	0,64
Média Total	2,69	0,66

Fonte: Elaborada pela autora

5.2.3. Indicadores de Rentabilidade

Em relação à rentabilidade, é possível perceber na tabela 14 resultados consistentes de melhor desempenho pelas as empresas que adotam a sustentabilidade empresarial dentre ambos os setores. O retorno sobre patrimônio líquido (ROE) reflete tanto a rentabilidade das vendas quanto o giro do patrimônio líquido, ou seja, quantas vezes os recursos da empresa foram utilizados durante o período, e aqui pode ser interpretado como melhor desempenho de vendas dentre as empresas sustentáveis do setor de energia e saneamento.

Tabela 14 - Indicadores de Rentabilidade de Empresas do Setor Energia e Saneamento

Energia e Saneamento	ROE	Coefficiente de Variação do Lucro Líquido
Empresas Sustentáveis	0,110	0,98
Empresas Não-Sustentáveis	-0,064	1,67
Média Total	0,013	1,36

Fonte: Elaborada pela autora

Dentre as empresas do setor de bens de consumo e varejo, como mostrado na tabela 15 e no apêndice B, o ROE não apresentou variação significativa entre as empresas sustentáveis e as não-sustentáveis, porém houve uma variação do lucro líquido significativamente menor.

Tabela 15 - Indicadores de Rentabilidade de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Bens de Consumo e Varejo	ROE	Coefficiente de Variação do Lucro Líquido
Empresas Sustentáveis	0,169	0,19
Empresas Não-Sustentáveis	0,167	0,42
Média Total	0,168	0,33

Fonte: Elaborada pela autora

Diante dos resultados observados, as empresas que seguem as diretrizes de sustentabilidade conforme os critérios analisados possuem maiores níveis de retorno para o acionista e menor variação no seu lucro líquido, um bom indicativo de reduzido risco empresarial, conforme evidenciado na tabela 16 e no apêndice D.

Tabela 16 - Indicadores de Rentabilidade das Empresas Avaliadas

Todos os Setores	ROE	Coefficiente de Variação do Lucro Líquido
Empresas Sustentáveis	0,14	0,64
Empresas Não-Sustentáveis	0,04	1,12
Média Total	0,08	0,91

Fonte: Elaborada pela autora

Ao realizar uma análise conjunta com os resultados da análise de endividamento, uma das possíveis conclusões é que a alavancagem financeira, no caso das empresas categorizadas como sustentáveis, possibilitou maiores retornos ao longo do período estudado.

5.2.4. Indicadores de Valor de Mercado

Para avaliar a percepção do mercado em relação à empresa, são listados abaixo quatro dados médios relevantes. O Valor Patrimonial por Ação (VPA) mostra quanto cada ação emitida valeria em termos do patrimônio líquido. O VPA então é comparado com a cotação média real da respectiva ação e, assim, chega-se ao racional Preço/Valor Patrimonial (P/VP), que indica quantas vezes acima do valor patrimonial aquela determinada ação está sendo negociada em mercado.

Vale ressaltar que o indicador P/VP é muito influenciado pela rentabilidade da empresa. Companhias que oferecem serviços, por exemplo, frequentemente possuem suas ações listadas a preços significativamente superiores ao seu valor patrimonial, o que não indica, necessariamente, que a empresa possui bom desempenho financeiro.

A tabela 17, suportada pelo apêndice D, evidencia que as empresas socialmente responsáveis estudadas apresentaram um valor de mercado significativamente superior ao seu patrimônio líquido, diferentemente das empresas que não seguem os princípios da responsabilidade social corporativa. Por se tratar de empresas do mesmo setor e de operações e produtos comparáveis, uma melhor valorização da ação no mercado é indicativa de uma relação positiva entre a adoção de medidas de sustentabilidade e a criação de valor para o acionista, um resultado alinhado com a pesquisa desenvolvida por Gómez-Bezares (2016).

Tabela 17 - Indicadores de Valor de Mercado das Empresas Avaliadas

Todos os Setores	VPA	Cotação média	P/VP	BV/MV
Empresas Sustentáveis	R\$6,20	R\$16,77	3,70	0,48
Empresas Não-Sustentáveis	R\$24,30	R\$20,35	2,21	1,64
Média Total	R\$17,51	R\$19,00	2,86	1,13

Fonte: Elaborada pela autora

As empresas do setor de bens de consumo e varejo que atingiram os critérios de Sustentabilidade Corporativa tiveram suas ações negociadas em mercado por mais de 5 vezes o seu valor patrimonial, conforme tabela 18 e apêndice B. Comportamento semelhante também é observado dentro do setor de energia e saneamento, explorado na tabela 19 e no apêndice C, onde, inclusive, as ações de empresas que não atingiram os critérios de sustentabilidade corporativa foram negociadas em mercado por valores inferiores aos seus respectivos valores patrimoniais.

Tabela 18 - Indicadores de Valor de Mercado de Empresas do Setor Bens de Consumo e Varejo

Bens de Consumo e Varejo	VPA	Cotação média	P/VP	BV/MV
Empresas Sustentáveis	R\$3,34	R\$22,78	5,66	0,25
Empresas Não-Sustentáveis	R\$17,11	R\$24,66	3,85	1,53
Média Total	R\$13,18	R\$24,12	4,63	0,98

Fonte: Elaborada pela autora

Tabela 19 - Indicadores de valor de mercado de empresas do setor Energia e Saneamento

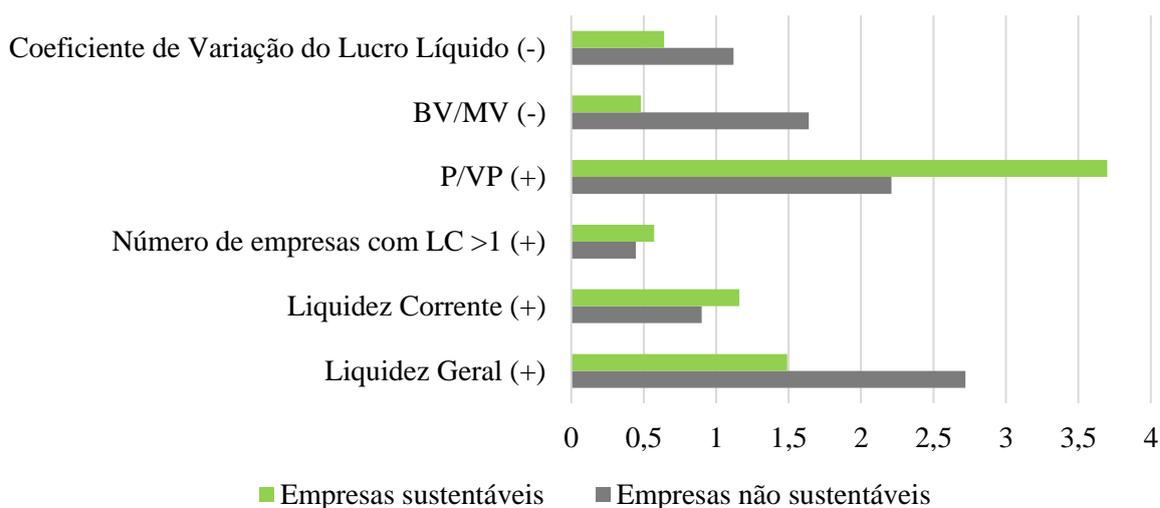
Energia e Saneamento	VPA	Cotação média	P/VP	BV/MV
Empresas Sustentáveis	R\$7,63	R\$13,76	2,22	0,66
Empresas Não-Sustentáveis	R\$31,49	R\$16,03	0,90	1,73
Média Total	R\$20,89	R\$15,02	1,49	1,25

Fonte: Elaborada pela autora

No gráfico 2 é possível visualizar os resultados encontrados ao calcular os indicadores de avaliação de empresas de toda a amostra selecionada. Ao lado de cada indicador, é explicitado se um valor superior representa um aspecto positivo ou negativo de desempenho e saúde financeira.

Gráfico 2 - Comparativo de desempenho nos principais Indicadores Financeiros de todas as empresas

Resultado dos Indicadores Financeiros



Fonte: Elaborado pela autora

Através do gráfico 2, é possível observar um desempenho superior em todos os indicadores financeiros, excetuando-se a Liquidez Geral, dentre as empresas que foram classificadas como sustentáveis. O valor de mercado das empresas que adotam a sustentabilidade corporativa excedeu o seu valor patrimonial em níveis superiores aos encontrados entre as empresas não sustentáveis, em ambos os setores analisados. O que sugere uma percepção mais positiva do mercado e dos acionistas em relação às empresas com boas práticas de sustentabilidade.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS E TRABALHOS FUTUROS

A aderência e performance de medidas sustentáveis adotadas por empresas brasileiras têm apresentado indícios de aumento nos últimos anos e está cada vez mais claro para o empreendedor que a sustentabilidade não é um empecilho, e sim uma oportunidade. O presente estudo buscou mensurar as práticas de sustentabilidade corporativa e relacioná-las com desempenho financeiro de empresas brasileiras de capital aberto, através de um índice replicável e com base em informações divulgadas publicamente.

São diversos os modelos que podem ser adotados para mensuração da sustentabilidade e responsabilidade social de uma organização, como também há uma ampla variedade de medidas, políticas e estratégias a serem incorporadas pelo mercado. Para que tal mensuração se torne mais simples, clara, acessível e replicável, foram adotados critérios como: a existência de comitês de sustentabilidade, a clara inclusão desta na declaração da estratégia empresarial, certificações e prêmios nacionalmente acreditados, publicação de relatórios de sustentabilidade, entre outros dados de fácil acesso e verificação por todos os *stakeholders* da companhia.

Com base nos conceitos de avaliação de empresas aplicados na amostra estudada, observaram-se ganhos mais expressivos de rentabilidade e menor risco financeiro dentre as empresas que atenderam aos critérios de sustentabilidade corporativa. As variações pontuais e oscilações do mercado puderam ser mitigadas ao adotar-se a média dos anos 2015, 2016 e 2017, como também foi reduzido o impacto de uma incorporação muito recente ou repentina de práticas de sustentabilidade.

Cabe destacar a supervalorização de mercado das empresas classificadas como sustentáveis pelo modelo adotado. Conforme afirmado por Fama e French (1995), esse resultado é indicativo de futuro crescimento no faturamento e explicita uma melhor expectativa dos investidores. Logo, pode-se especular que as práticas de sustentabilidade corporativas e sua divulgação pública são vantajosas dentre empresas de capital aberto no Brasil, o que condiz com as teorias de Rover (2012) e Gray e Bebbington (2001), que listam, dentre outros benefícios, uma boa imagem pública, melhor gerenciamento da reputação e maior preparo para lidar com futuras regulações.

Devido ao tamanho da amostra, à recente adoção de padrões internacionais de mensuração e reporte de informações ambientais pelas empresas brasileiras e à diversidade de

setores de atuação das companhias mais sustentáveis do país, os resultados do presente estudo devem incluir mais empresas de diferentes setores de atuação, de forma a garantir a replicação dentre todas as companhias de capital aberto do Brasil. Para estudos futuros, sugere-se analisar outros setores, ampliar a amostra estudada e comparar resultados históricos ao longo de um horizonte de tempo, de forma a verificar se os indicadores de rentabilidade e valor de mercado permanecem superiores dentre as empresas que praticam a sustentabilidade corporativa.

Por fim, espera-se que os resultados encontrados, em conjunto com a reflexão proposta, sirvam de incentivo para a incorporação da sustentabilidade na estratégia das organizações brasileiras. A sinergia promovida por mudanças que incorporem a sustentabilidade aos processos da empresa pode ser alcançada através da visão e liderança, comprometimento e flexibilidade e abertura para transformações (SZÉKELY; KNIRSCH, 2005), e é um dentre muitos benefícios do importante papel que os empresários devem desempenhar: serem responsáveis pela construção de uma sociedade cada vez mais sadia e civilizada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Fernando. **O bom negócio da sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Nova fronteira, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

AZAPAGIC, Adisa. Systems approach to corporate sustainability: a general management framework. **Process Safety and Environmental Protection**, v. 81, n. 5, p. 303-316, 2003.

AZEVEDO, Ana Luísa Vieira de. Indicadores de sustentabilidade empresarial no Brasil: uma avaliação do Relatório do CEBDS. **Revibec: Revista Iberoamericana de Economía Ecológica**, v. 5, p. 75-93, 2006.

BERNS, M. et al. The Business of Sustainability: Findings and Insights from the First Annual Business of Sustainability Survey and the Global Thought Leader Research Project. **MIT Sloan Management Review**, 2009.

BESLEY, Timothy; GHATAK, Maitreesh. Retailing public goods: The economics of corporate social responsibility. **Journal of Public Economics**, v. 91, n. 9, p. 1645-1663, 2007.

CARBON DISCLOSURE PROJECT - CDP. **Relatório 2010 – Brasil**. Fábrica Ética Brasil - Consultoria em Sustentabilidade (Facilitador Nacional). 2010. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/cdp2010.pdf>>. Acesso em: mar. 2019.

CURRAN, M. Martin; MORAN, Dominic. Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study. **Journal of Environmental Management**, v. 82, n. 4, p. 529-537, 2007.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

DYE, Ronald A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

ELKINGTON, John. Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. **California Management Review**, v. 36, n. 2, p. 90-100, 1994.

EXAME. AS 500 maiores empresas do Brasil. **Revista Exame**, 15 ago. 2018. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/revista-exame/500-maiores-empresas-2/>>. Acesso em: mar. 2019.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Size and book to market factors in earnings and returns. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 131-155, 1995.

FIGGE, Frank et al. The sustainability balanced scorecard—linking sustainability management to business strategy. **Business Strategy and The Environment**, v. 11, n. 5, p. 269-284, 2002.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo (Org.). **Métodos de pesquisa**. Porto

Alegre: Ed. da UFRGS, 2009.

GHG PROTOCOL BRASIL. **Especificações do Programa Brasileiro GHG Protocol: Contabilização, Quantificação e Publicação de Inventários Corporativos de Emissões de Gases de Efeito Estufa.** 2016. Disponível em: <https://s3-sa-east-1.amazonaws.com/arquivos.gvces.com.br/arquivos_ghg/152/especificacoes_pb_ghgprotocol.pdf>. Acesso: mar. 2019.

GIMENEZ, Cristina; SIERRA, Vicenta; RODON, Juan. Sustainable operations: Their impact on the triple bottom line. **International Journal of Production Economics**, v. 140, n. 1, p. 149-159, 2012.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE - GRI. **Diretrizes para Relatório de sustentabilidade.** São Paulo: GRI, 2006.

Focal Point Brazil. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/information/about-gri/regional-hubs/focal-point-brazil/Pages/default.aspx>>. Acesso: mar. 2019.

Sustainability Reporting. Disponível em: <www.globalreporting.org>. Acesso em: mar. 2019.

GÓMEZ BEZARES, Fernando; PRZYCHODZEN, Wojciech; PRZYCHODZEN, Justyna. Bridging the gap: How sustainable development can help companies create shareholder value and improve financial performance. **Business Ethics: A European Review**, v. 26, n. 1, p. 1-17, 2017.

GRAY, Rob; BEBBINGTON, Jan. **Accounting for the Environment.** Londres: Sage Publications, 2001.

GREEN BUILDING COUNCIL BRASIL - GBC BRASIL. Anuário GBC Brasil 2017 Edição Especial. **Revista GBC Brasil**, n. 14, ago. 2017.

HART, Stuart L.; MILSTEIN, Mark B. Criando valor sustentável. **GV EXECUTIVO**, v. 3, n. 2, p. 65-79, 2004.

IATRIDIS, George Emmanuel. Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. **Emerging Markets Review**, v. 14, p. 55-75, 2013.

ISEB3. **Carteiras e Questionários.** Disponível em: <<http://iseb3.com.br/carteiras-e-questionarios-1>>. Acesso: mar. 2019

KIRON, David et al. Corporate sustainability at a crossroads. **MIT Sloan Management Review**, v. 58, n. 4, 2017.

MARCONDES, Adalberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes. **ISE: Sustentabilidade no mercado de capitais.** 1. ed. São Paulo: Report Ed., 2010.

MEADOWS, Donella. Indicators and information systems for sustainable development: A report to the Ballaton Group. Hartland, VT, USA: The Sustainability Institute, 1998.

MICHELON, Giovanna; PARBONETTI, Antonio. The effect of corporate governance on sustainability disclosure. **Journal of Management & Governance**, v. 16, n. 3, p. 477-509, 2012.

MILNE, Markus J.; GRAY, Rob. W. (h) ither ecology? The triple bottom line, the global reporting initiative, and corporate sustainability reporting. **Journal of business ethics**, v. 118, n. 1, p. 13-29, 2013.

ORSATO, Renato J. et al. Sustainability indexes: why join in? A study of the 'Corporate Sustainability Index (ISE)' in Brazil. **Journal of Cleaner Production**, v. 96, p. 161-170, 2015.

PACTO GLOBAL. **Os 10 princípios**. Disponível em: <<http://www.pactoglobal.org.br/artigo/56/Os-10-principios>>. Acesso em: mar. 2019.

ROVER, Suliani et al. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista de Administração**, São Paulo, v.47, n.2, p.217-230, abr./maio/jun. 2012.

SILVA, Julio Orestes da et al. Evidenciação dos custos ambientais nas empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). **Revista contemporânea de contabilidade**, Florianópolis, v. 7, n. 14, p. 159-182, jul./dez. 2010.

STARIK, Mark et al. Growing an environmental strategy. **Business Strategy and the Environment**, v. 5, n. 1, p. 12-21, 1996.

STROBEL, Juliana S.; CORAL, Eliza; SELIG, Paulo Mauricio. Indicadores de sustentabilidade corporativa: uma análise comparativa. **Encontro Anual da Anpad**, v. 28, p. 416-427, 2004.

SZÉKELY, Francisco; KNIRSCH, Marianna. Responsible leadership and corporate social responsibility: Metrics for sustainable performance. **European Management Journal**, v. 23, n. 6, p. 628-647, 2005.

TENÓRIO, Fernando Guilherme. **Responsabilidade Social Empresarial: Teoria e Prática**. São Paulo: Editora FGV, 2015.

TOFFLER, Alvin. **A Empresa Flexível**. São Paulo: Record, 1985.

UNRUH, Gregory et al. Investing for a sustainable future. **MIT Sloan Management Review**, v. 57, n. 4, 2016.

VAN BELLEN, Hans Michael. **Indicadores de sustentabilidade: uma análise comparativa**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2005.

VILLIERS, Charl de; STADEN, Chris J. Van. Shareholders' requirements for corporate environmental disclosures: A cross country comparison. **The British Accounting Review**, v. 42, n. 4, p. 227-240, 2010.

VRIES, Henk J. de; BAYRAMOGLU, Deniz K.; VAN DER WIELE, Ton. Business and environmental impact of ISO 14001. **International Journal of Quality & Reliability Management**, v. 29, n. 4, p. 425-435, 2012.

ANEXOS

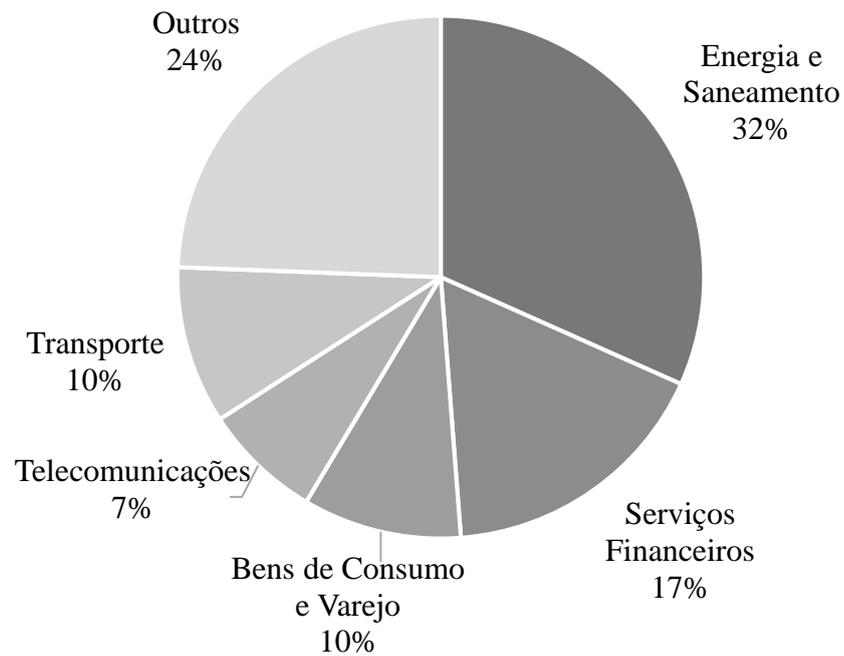
ANEXO A - Empresas Listadas no ISE de 2015 a 2018

AES Tiete	CPFL	Itaú Unibanco	Tim
B2W	Duratex	Itaúsa	Engie/Tractebel
Banco do Brasil	Ecorodovias	JSL	Vale
Bradesco	EDP	Klabin	WEG
Braskem	Eletrobras	Light	Cesp
BRF	Eletropaulo	Lojas Renner	Oi
CCR	Embraer	Natura	Celesc
Cemig	Even	Sabesp	MRV
Cielo	Fibria	Santander	
Coelce	Fleury	Sul América	
Copel	Gerdau	Telefônica	

Fonte: Adaptado ISEB3 (2019)

ANEXO B - Empresas Listadas no ISE de 2015 a 2018 Agrupadas por Setor

Empresas listadas no ISE de 2015 a 2018 agrupadas por setor



Fonte: Adaptado ISEB3 (2019)

APÊNDICES

APÊNDICE A – Estatísticas descritivas dos indicadores financeiros

ENERGIA E SANEAMENTO	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P/VP	9	,3358	3,3928	1,488387	1,2202868
BV/MV	9	,2947	2,9783	1,251967	,9477404
ROE	9	-,3958	,2642	,013132	,1934045
CVAR LUCRO LÍQUIDO	9	,1377	4,6034	1,363845	1,4544965
BENS DE CONSUMO E VAREJO					
P/VP	7	,1799	9,1617	4,625690	3,2201484
BV/MV	7	,1092	5,5575	,980703	2,0218281
ROE	7	-,1358	,4048	,167958	,1637778
CVAR LUCRO LÍQUIDO	7	,0935	,8994	,325246	,2724096

APÊNDICE B - Teste T de Student Bens de Consumo e Varejo

		Independent Samples Test								
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
PMP	Equal variances assumed	,099	,765	,706	5	,512	1,8146270	2,5690416	-3,3621161	6,9913702
	Equal variances not assumed			,697	4,222	,522	1,8146270	2,6047258	-3,6554194	7,2846735
BVMV	Equal variances assumed	5,508	,066	-,800	5	,460	-1,2744155	1,5926786	-4,4837399	1,9349089
	Equal variances not assumed			-,945	3,042	,413	-1,2744155	1,3483867	-4,4300415	1,8812105
ROE	Equal variances assumed	7,404	,042	,009	5	,993	,0012072	,1370253	-,2749053	,2773198
	Equal variances not assumed			,007	2,102	,995	,0012072	,1617766	-,4558505	,4582649
CVAR LUCRO LÍQUIDO	Equal variances assumed	1,474	,279	-1,138	5	,307	-,2311054	,2031329	-,6404279	,1782172
	Equal variances not assumed			-1,269	4,414	,267	-,2311054	,1820596	-,6089920	,1467813

APÊNDICE C - Teste T de Student Energia e Saneamento

		Independent Samples Test									
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						90% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper	
P/VP	Equal variances assumed	4,197	,080	1,845	7	,107	1,3245724	,7177611	-,0352825	2,6844273	
	Equal variances not assumed			1,737	4,684	,147	1,3245724	,7623900	-,2348662	2,8840110	
BV/MV	Equal variances assumed	1,732	,230	-1,965	7	,090	-1,0723158	,5455930	-2,1059845	-,0386471	
	Equal variances not assumed			-2,124	6,030	,078	-1,0723158	,5049623	-2,0526833	-,0919483	
ROE	Equal variances assumed	,026	,877	1,425	7	,197	,1740213	,1221099	-,0573255	,4053680	
	Equal variances not assumed			1,461	6,979	,187	,1740213	,1190978	-,0517229	,3997654	
CVAR LUCRO LÍQUIDO	Equal variances assumed	,982	,355	-,680	7	,518	-,6868817	1,0102482	-2,6008764	1,2271129	
	Equal variances not assumed			-,727	6,410	,493	-,6868817	,9451489	-2,5026371	1,1288736	

APÊNDICE D- Teste T de Student Geral

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	90% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
PMP	Equal variances assumed	,049	,828	1,082	14	,297	1,4877973	1,3746565	-,9333990	3,9089937
	Equal variances not assumed			1,066	12,218	,307	1,4877973	1,3957245	-,9960892	3,9716839
BVMV	Equal variances assumed	6,032	,028	-1,659	14	,119	-1,1557288	,6965130	-2,3825042	,0710465
	Equal variances not assumed			-1,870	9,110	,094	-1,1557288	,6180054	-2,2870488	-,0244089
ROE	Equal variances assumed	,283	,603	,993	14	,337	,0962811	,0969434	-,0744664	,2670286
	Equal variances not assumed			,986	12,647	,343	,0962811	,0976896	-,0770912	,2696534
COEFICIENTE DE VARIACÃO DO LÚCRO LÍQUIDO	Equal variances assumed	,663	,429	-,769	14	,455	-,4717897	,6133900	-1,5521597	,6085802
	Equal variances not assumed			-,823	13,072	,425	-,4717897	,5733278	-1,4866864	,5431070
LIQUIDEZ CORRENTE	Equal variances assumed	1,226	,287	,595	14	,561	,0978698	,1644178	-,1917209	,3874605
	Equal variances not assumed			,544	7,863	,602	,0978698	,1799347	-,2374836	,4332233