

## **O impacto de notícias públicas no retorno de empresas pertencentes ao Índice de Sustentabilidade Empresarial**

**CATARINA DE OLIVEIRA CANO**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

**RICARDO GOULART SERRA**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

# O impacto de notícias públicas no retorno de empresas pertencentes ao Índice de Sustentabilidade Empresarial

## 1. INTRODUÇÃO

Desde a década de 1950, movimentos em prol de questões ambientais e também da avaliação dos pilares da sustentabilidade têm se consolidado, não com as mesmas nomenclaturas ou estruturas que são apresentadas atualmente, mas com uma visão de que empresas têm que promover um desenvolvimento sustentável a fim de equilibrar seus negócios e toda a cadeia que as envolvem. Segundo Brundtland (1987), o tema ‘sustentabilidade’ é definido como o desenvolvimento responsável por atender as necessidades humanas atuais sem comprometer as necessidades futuras e foi difundido no meio empresarial principalmente a partir do último quarto do século XX.

O conceito do *triple bottom line* (baseado nos pilares ambiental, social e econômico-financeiro) vem sendo incorporado pela sociedade mundial e tem feito com que muitas empresas mudem o seu pensamento e a sua forma de agir. 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, Santos, & Schaun, 2010).

No entanto, a utilização incorreta dos conceitos acontece, pois, a sustentabilidade, em dado momento, passou a ser utilizada como forma de comercializar produtos e marcas, tentando enaltecer e criar uma imagem de que a empresa estava agindo segundo padrões de conformidade na utilização dos recursos, o que nem sempre é a realidade (Hinz, Valentina, & Franco, 2006). Esta 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, *slogan* e comunicação se apresentam explicitamente falsos ou com termos vagos, ou sem relevância ecológica, para que aparente algum tipo de comprometimento com o desenvolvimento sustentável (Crifo, & Forget, 2015).

Neste sentido, as questões que se colocam são: (a) os investidores se importam com a conduta sustentável das empresas?, (b) notícias públicas, nos meios de comunicação, relacionadas à sustentabilidade acarretam retornos anormais nas ações das empresas relacionadas a tais notícias? e (c) os investidores exigem melhor comportamento das empresas que se dizem sustentáveis?

“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” (Cervi, 2007). Neste contexto, observa-se que 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.

A relevância do estudo das influências de acontecimentos externos, aqui representados por notícias públicas, no retorno das ações das empresas fundamenta-se pelo fato de pesquisas demonstrarem o crescimento da investigação nesta vertente (Silinske *et al.*, 2014), relacionando a forma com que as empresas se comunicam com os agentes externos (*stakeholders*) e como estes avaliam e valorizam práticas de sustentabilidade que, como em qualquer outra ação empresarial, busca retorno financeiro, com menor impacto social ou ambiental.

Não se tem conhecimento de que as perguntas acima elencadas tenham sido endereçadas pela academia. Os estudos nesta área têm focado em outros temas, por exemplo: (i) relação entre sustentabilidade e desempenho financeiro das empresas, (ii) impacto no retorno das ações de empresas sustentáveis, (iii) probabilidade de insolvência, (iv) formas de financiamento e (v) acesso a outros mercados (seção 2.2.).

Portanto, 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 Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Para classificar uma empresa como sustentável, utilizou-se como critério objetivo pertencer ou não ao ISE. Portanto, as hipóteses de pesquisa são:

H-Ia: notícias (sobre responsabilidade social) negativas impactam negativamente o preço das ações

H-Ib: o impacto de tais notícias negativas é maior (mais negativo) para ações componentes do ISE do que para ações não componentes do ISE

H-IIa: notícias (sobre responsabilidade social) positivas impactam positivamente o preço das ações

H-IIb: o impacto de tais notícias positivas é maior (mais positivo) para ações componentes do ISE do que para ações não componentes do ISE

Este artigo contém esta seção introdutória, seguida da seção com a fundamentação teórica e da seção metodológica. As duas últimas seções apresentam a análise dos resultados e elaboram as considerações finais.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1. Breve Histórico da Sustentabilidade**

Embora os primeiros movimentos em prol do tema tenham ocorrido na década de 1950, foi no início de 1970 que passou a ser utilizado com mais frequência, pois, segundo projeções de institutos e de grupos de cientistas mundiais, como por exemplo *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). “A sustentabilidade é um tema natural de estudo para os economistas: afinal, a escassez de recursos é uma preocupação central para a ciência” (Kuhlman, & Farrington, 2010, p.11).

No final dos anos 90 surgiu o termo “*triple bottom line*”, com base nos resultados de uma pesquisa de especialistas internacionais de responsabilidade social corporativa e desenvolvimento sustentável (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.

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), Koffi 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.

Segundo Brundtland (1987), o conceito de desenvolvimento sustentável apresenta-se como: “o desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras para satisfazer as suas próprias necessidades”.

Este conceito possui duas definições-chaves:

(1) O conceito de ‘necessidades’, em particular as necessidades essenciais dos pobres do mundo, a que deve ser dada prioridade absoluta; e

(2) 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**

Para uma empresa gerar valor para os *stakeholders*, deve basear-se nos três pilares do *triple bottom line*: ambiental, social e econômico-financeiro. Ao adotar a filosofia do *triple bottom line*, uma organização considera uma posição de prosperidade econômica, qualidade ambiental e justiça social (Hardtke, & Prehn, 2001; Presley, Meade, & Sarkis, 2007). Portanto, para uma empresa ser considerada sustentável ela deve ser economicamente eficiente, prezar pela igualdade social e preservar o ambiente.

O pilar ambiental tem a função de incentivar a produção de produtos ambientalmente corretos, usando processos de produção que não agridam 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. O pilar econômico-financeiro engloba 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).

### **2.1.2. Métricas para o Comportamento Sustentável**

De acordo com a teoria Institucional (Santos, & Porto, 2013), 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). Com este objetivo, os movimentos em prol da sustentabilidade passaram a ter mais legitimidade, levando entidades a criarem métricas para garantir ou expressar o comportamento das empresas.

Uma vertente de métricas envolve a confecção de relatórios. Para quantificar e aumentar a visibilidade deste 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, pode ser observado que, no Brasil, há uma tendência para a inclusão da sociedade na cultura de cobranças quanto a ações sustentáveis (Kolk, 2004; Morhardt *et al.*, 2002).

Neste sentido, o GRI (*Global Reporting Initiative*) criou o primeiro relatório 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. Este 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 *et al.*, 2009).

Outra vertente de métricas envolve a criação de índices de mercado. Um índice de mercado pode servir como um instrumento de tomada de decisão e previsão (Siche *et al.*, 2007). A primeira iniciativa deu-se nos Estados Unidos, em 1999, com o Índice Dow Jones de Sustentabilidade. De acordo com Nunes *et al.* (2010), o referido índice foi instituído com

intuito de “premiar as empresas que procuram aliar desenvolvimento com eco-eficiência e responsabilidade social”. A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3), a exemplo do que já ocorria no mercado financeiro internacional, tendo o Índice Dow Jones de Sustentabilidade como parâmetro, decidiu pela criação, em dezembro de 2005, do seu índice de sustentabilidade, o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE (May, Lustosa, & Vinha, 2003).

O conjunto de indicadores utilizados por cada órgão avaliador, no seu respectivo país de origem, varia de acordo com os objetivos pelos quais foram criados. No entanto, o resultado final a ser alcançado é sempre o mesmo: classificar as empresas segundo sua capacidade de perpetuidade e evolução, o que se exige que esta visão de sustentabilidade esteja presente na formulação das estratégias e indicadores (Bezerra, & Corrar, 2006).

O objetivo do ISE é ser “uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na B3 sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa” (FGV EAESP, 2013).

Atualmente, o ISE é composto por até 40 empresas listadas na B3. 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

## 2.2. Estudos Empíricos

Um importante debate na sociedade é a conexão entre sustentabilidade e desempenho financeiro (Margolis, & Walsh, 2003; Agle *et al.*, 2008). Segundo a visão clássica, que se apoia no conceito de que a empresa deve maximizar o valor do acionista, os esforços na direção da sustentabilidade representam custos e, neste sentido, deveriam prejudicar o desempenho da empresa (Friedman, 1970; Jensen, 2001; Tirole, 2006). No entanto, existe uma outra visão, mais ampla, que se apoia na maximização de valor para o conjunto dos grupos interessados na empresa, além dos acionistas, os *stakeholders* (Donaldson, & Preston, 1995; Freeman, 2008). Neste sentido, empresas com práticas sustentáveis poderão ser, a longo prazo, mais rentáveis e competitivas (Savitz, 2007). Os estudos empíricos nesta linha de pesquisa são inconclusivos, pois ora concluem pela associação positiva e ora pela associação negativa entre sustentabilidade e desempenho (Coral, 2002; Margolis, & Walsh, 2003; Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003; López, Garcia, & Rodriguez, 2007; Barnett, & Salomon, 2012; Andrade *et al.*, 2013; Ferrell, Liang, & Renneboog, 2014; Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014; Silva, & Câmara, 2015; Martins *et al.*, 2015; Ribeiro, & do Carmo, 2015).

Existem autores que se interessaram por outra linha de pesquisa: comparar a rentabilidade média de um índice de sustentabilidade com a de um índice de mercado, ou, mais especificamente, de um conjunto de ações de empresas com práticas de sustentabilidade comparativamente a um conjunto de empresas sem tais práticas. Tais autores relatam (i) não ter evidenciado diferencial de risco-retorno do índice de sustentabilidade em relação aos demais índices analisados (Machado, Machado, & Corrar, 2009; Cunha, & Samanez, 2014; Serra, Felsberg, & Fávero, 2017) e/ou (ii) ter evidenciado desempenho favorável para as empresas com práticas de sustentabilidade (Cavalcante, Bruni, & Costa, 2009; Barakat *et al.*, 2016).

Outros autores enveredaram por outras linhas de pesquisa: (a) diferença na forma de financiamento das empresas componentes do ISE (Teixeira *et al.*, 2011), concluindo pela menor alavancagem, (b) probabilidade de insolvência das empresas componentes do ISE (Moraes *et al.*, 2014), concluindo pela menor probabilidade, (c) valor de mercado das

empresas componentes do Índice de Sustentabilidade Dow Jones DJSI (Cerin, & Dobers, 2001; Lo, & Sheu, 2007), concluindo pelo maior valor de mercado, (d) ganhos intangíveis em inovação, acesso a outros mercados etc. (Macedo *et al.*, 2012) e (e) comportamento do preço das ações que integram o índice de sustentabilidade (Alves, 2008; Rossi Jr., 2008; Dias, & Barros, 2008; Caparelli, 2010; Pascuotte, 2011; Silva, 2013). A respeito desta última linha de pesquisa, se o mercado fosse eficiente, não deveriam ser reportados retornos anormais no momento da inclusão da empresa no índice de sustentabilidade pois, no momento do ingresso, o mercado já conheceria as práticas sustentáveis de tais empresas (Dias, 2007).

### 2.3. Mercado Eficiente e Estudo de Eventos

Em um mercado eficiente, um investidor não consegue obter retornos anormais (acima do esperado) consistentemente, pois os títulos estariam precificados com todas as informações existentes, públicas e privadas. Melhor dizendo, os preços gravitariam aleatoriamente em torno do preço justo, não sendo possível, por meio de nenhum algoritmo, diferenciar os que estão acima daqueles que estão abaixo do preço justo. A existência de um tal algoritmo garantiria ganhos consistentes.

Fama (1970 e 1991) define o mercado eficiente e estabelece suas três formas: (a) fraca, quando os preços dos títulos já incorporam todas as informações históricas, (b) semi-forte, quando os preços dos títulos já incorporam todas as informações públicas, mudando instantaneamente conforme novas informações se tornem públicas e (c) forte, quando os preços dos títulos já incorporam todas as informações privadas.

Os testes de mercado eficiente necessitam que se conheça o retorno esperado dos títulos para confrontá-lo aos retornos observados. Portanto, os testes de mercado eficiente são, ao mesmo tempo que testam a eficiência do mercado, testes dos modelos adotados para o estabelecimento do retorno esperado, por exemplo, *capital asset pricing model* (CAPM) ou modelo de mercado (ou seja, são o que se chama de *joint test*).

O estudo de eventos é muito utilizado para identificar e avaliar o comportamento do mercado acionário, pois expressa o impacto de eventos específicos no desempenho das empresas (Graham, Lemmon, & Wolf, 2002). Nestes estudos, verifica-se se um determinado evento foi capaz de produzir, consistentemente, retornos anormais. Estudos de eventos são aplicados para verificar se ações de empresas têm retornos anormais nos seguintes eventos: (a) divulgação de informações financeiras, por exemplo, do lucro (nível de lucro, lucros acima do esperado, abaixo do esperado etc.), (b) divulgação de planos de investimento ou dos efetivos investimentos, (c) anúncio de fusões e aquisições, (d) anúncio de recompra de ações, (e) anúncio de emissão de dívida, (f) ingresso (anúncio ou efetivo ingresso) em índice de mercado (por exemplo, Ibovespa ou ISE).

Nestes testes, são criadas janelas para se estudar: (i) até que forma o mercado é eficiente, ou seja, se uma ação teve retorno anormal antes do anúncio de algum evento, por exemplo, divulgação de plano de investimento (para tanto, usar-se-ia janelas antes do evento) ou (ii) se o efeito é permanente ou temporário, quando se utilizariam janelas futuras de diversos tamanhos, onde, por exemplo, as janelas de tamanhos menores indicariam retornos anormais e as janelas maiores não, indicando que o efeito foi temporário.

O presente artigo dedica-se a verificar se notícias relativas à responsabilidade social de uma empresa impactam o retorno de suas ações. Caso exista o impacto na data do evento, indicaria que o mercado se importa com tal notícia e que é eficiente, precificando 'imediatamente' a notícia. Caso o impacto aconteça antes do evento (publicação da notícia), poder-se-ia ventilar a possibilidade de conhecimento por parte de alguns agentes antes da sua publicidade, o que poder-se-ia configurar uma violação da forma forte do mercado eficiente.

No entanto, não se espera por esta violação pois acredita-se que dificilmente se anteveja um acidente ou outros tipos de notícias negativas relativas à responsabilidade social.

### 3. MÉTODO

#### 3.1. Seleção de Notícias

As notícias públicas, com cunho de divulgação do tema sustentabilidade, foram extraídas dos arquivos eletrônicos do jornal Valor Econômico, no período de 01.01.2010 a 30.06.2016. A seleção das notícias envolveu a população de empresas listadas na B3 pertencentes ou não ao ISE.

Baseado no filtro ‘sustentabilidade’, obteve-se 4.374 notícias. Notícias repetidas foram descartadas, sendo mantida apenas a primeira. Após esta exclusão, as notícias foram filtradas por: (a) ambiental, (b) social, (c) econômico-financeira e (d) governança, obtendo-se 203 notícias consideradas aderentes ao objetivo específico desta pesquisa, contemplando 66 empresas listadas na B3. Após leitura e análise de todas as notícias, 101 notícias foram classificadas como positivas e 102 notícias foram classificadas como negativas, do ponto de vista da sustentabilidade.

A composição do ISE, no período estudado, foi fornecida pelo GVCes e pelo site da B3. Tal composição foi utilizada para identificar se, na data da notícia, a empresa referida era ou não componente do ISE.

#### 3.2. Retorno Anormal

Os preços das ações (ajustados por proventos) foram obtidos por meio do sistema de informações Econômica<sup>®</sup>. Os retornos observados foram calculados na sua forma logarítmica. Os parâmetros para o cálculo dos retornos esperados foram obtidos por meio do modelo de mercado (*market model*), segundo a Expressão 1 (Campbell, Lo, & Mackinley, 1997).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$R_{it}$  é o retorno da ação  $i$  no período  $t$ ,

$R_{mt}$  é o retorno do mercado no período  $t$ ,

$\beta_i$  é o beta da ação  $i$ ,

$\alpha_i$  é o intercepto da ação  $i$ , e

$\varepsilon_{it}$  é o termo de erro com média zero e desvio padrão constante.

Considerou-se, para tal estimação: (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 Bovespa) como *proxy* para o mercado. Para evitar o viés para baixo do beta de ações com baixa liquidez, procedeu-se o ajuste de Scholes e Williams (1977).

Sendo assim, o retorno esperado foi calculado conforme Expressão 2.

$$RE_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} \quad (2)$$

Em que (além das definições já apresentadas):  
 $RE_{it}$  é o retorno esperado da ação  $i$  no período  $t$ .

O retorno anormal (RA) foi calculado conforme Expressão 3.

$$RA_{it} = R_{it} - RE_{it} \quad (3)$$

Em que (além das definições já apresentadas):  
 $RA_{it}$  é o retorno anormal da ação  $i$  no período  $t$ .

O retorno acumulado (RAc) foi calculado acumulando os retornos (esperados e acumulados, conforme o caso) por meio da Expressão 4.

$$RAC_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1 \text{ a } t2} RX_{it} \quad (4)$$

Em que (além das definições já apresentadas):

$RAC_{i(t1,t2)}$  é o retorno acumulado da ação  $i$  no período de  $t1$  a  $t2$ , ou seja, na janela do evento,  $RX_{it}$  podendo ser o retorno observado, o retorno esperado ou o retorno anormal, conforme o caso, da ação  $i$ .

### 3.3. Abordagem Estatística

Para comparação do retorno observado acumulado com o retorno esperado acumulado, procedeu-se com o teste de média. Caso ambas as distribuições dos retornos acumulados (observados e esperados) sendo comparadas sejam normais, foi utilizado o teste paramétrico de diferença de médias (teste-t para dados emparelhados) e caso pelo menos uma das duas distribuições sendo comparadas não seja normal, foi utilizado o teste não paramétrico de diferença de médias (teste Wilcoxon). A hipótese testada foi da igualdade da média dos retornos observados acumulados ( $\mu_R$ ) com a média dos retornos esperados acumulados ( $\mu_{RE}$ ).

$$H_0: \mu_R = \mu_{RE}$$

A comparação entre as empresas componentes do ISE (ISE) e as empresas não componentes do ISE (Não ISE) também foi realizada por meio de teste de médias. Igualmente verificou-se a normalidade das distribuições para proceder-se o teste paramétrico (teste-t para amostras independentes) ou o teste não paramétrico (teste Mann-Whitney). A hipótese testada foi da igualdade da média dos retornos anormais acumulados para as ações ISE ( $\mu_{RAA,ISE}$ ) com a média dos retornos anormais acumulados para as ações Não ISE ( $\mu_{RAA,NãoISE}$ ).

$$H_0: \mu_{RAA,ISE} = \mu_{RAA,NãoISE}$$

A normalidade das distribuições foi testada pelo teste de Kolmogorov-Smirnov.



#### 4. ANÁLISE DOS DADOS

Foram realizadas seis análises estatísticas, para os seguintes grupos: (1) notícias negativas, considerando estes agrupamentos de empresas: (i) todas as empresas, (ii) empresas componentes do ISE e (iii) empresas não componentes do ISE (Não ISE) e (2) notícias positivas, considerando também estes agrupamentos de empresas: (i) todas as empresas, (ii) empresas componentes do ISE e (iii) empresas não componentes do ISE (Não ISE).

As janelas analisadas, em cada uma das seis análises, foram: (-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).

##### 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 a significância do teste de média (entre o retorno acumulado observado e o retorno acumulado esperado).

**Tabela 1 – Resultados notícias negativas de todas as empresas**

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

Obs.: RAA refere-se ao retorno anormal acumulado nas diversas janelas. Distribuição Normal refere-se ao resultado do teste de normalidade da distribuição dos retornos acumulados observados e da distribuição dos retornos acumulados esperados (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância (considerou-se sim quando ambas as distribuições foram consideradas normais) e P-valor refere-se à significância do teste de média (teste para dados emparelhados,  $H_0: \mu_R = \mu_{RE}$ ).

Fonte: os autores.

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

A Tabela 2 apresenta as mesmas análises, separadamente para o grupo de empresas componentes do ISE e para o grupo de empresas não componentes do ISE, além do teste de igualdade de tais retornos anormais acumulados (entre ISE e não ISE, ou seja,  $\mu_{RAA,ISE} = \mu_{RAA,NãoISE}$ ). As empresas componentes do ISE apresentam média de retornos acumulados observado e esperado diferentes apenas para as janelas (-3,0) e (-2,0) e as empresas não componentes do ISE apresentam médias de retornos acumulados observado e esperado diferentes para as janelas de (-10,0) a (-1,0), considerando 5% de significância. No que diz respeito ao comportamento das empresas ISE e das empresas não ISE, observa-se igualdade do mesmo.

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

Obs.: 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 da distribuição dos retornos acumulados observados e da distribuição dos retornos acumulados esperados (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância (considerou-se sim quando ambas as distribuições foram consideradas normais) e P-valor refere-se à significância do teste de média ( $H_0: \mu_R = \mu_{RE}$ ). Igual refere-se ao teste de igualdade de média entre o retorno anormal acumulado das empresas componentes do ISE e o retorno anormal acumulado das empresas não componentes do ISE (teste para amostras independentes;  $\mu_{RAA,ISE} = \mu_{RAA,NãoISE}$ ).

Fonte: os autores.

#### 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 teste de média (entre o retorno acumulado observado e o retorno acumulado esperado).

**Tabela 3 – Resultados notícias positivas de todas as empresas**

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

Obs.: RAA refere-se ao retorno anormal acumulado nas diversas janelas. Distribuição Normal refere-se ao resultado do teste de normalidade da distribuição dos retornos acumulados observados e da distribuição dos retornos acumulados esperados (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância (considerou-se sim quando ambas as distribuições foram consideradas normais) e P-valor refere-se à significância do teste de média (teste para dados emparelhados,  $H_0: \mu_R = \mu_{RE}$ ).

Fonte: os autores.

Pode-se observar, pela Tabela 3, que os retornos acumulados observado e esperado não apresentam diferença significativa (a 5%), conforme evidenciado através do P-valor.

A Tabela 4 apresenta as mesmas análises, separadamente para o grupo de empresas componentes do ISE e para o grupo de empresas não componentes do ISE, além do teste de igualdade de tais retornos anormais acumulados (entre ISE e não ISE, ou seja,  $\mu_{RAA,ISE} = \mu_{RAA,NãoISE}$ ). Pode-se observar, pela Tabela 4, que os retornos acumulados observado e esperado não são diferentes para nenhuma sub-amostra (componentes ou não componentes do ISE), além da igualdade do comportamento destas mesmas sub-amostras frente a tais notícias serem estatisticamente iguais.

**Tabela 4 – Resultados notícias positivas 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

Obs.: 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 da distribuição dos retornos acumulados observados e da distribuição dos retornos acumulados esperados (Kolmogorov-Smirnov) considerando 5% de significância (considerou-se sim quando ambas as distribuições foram consideradas normais) e P-valor refere-se à significância do teste de média ( $H_0: \mu_R = \mu_{RE}$ ). Igual refere-se ao teste de igualdade de média entre o retorno anormal acumulado das empresas componentes do ISE e o retorno anormal acumulado das empresas não componentes do ISE (teste para amostras independentes;  $\mu_{RAA,ISE} = \mu_{RAA,NãoISE}$ ).

Fonte: os autores.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do trabalho é avaliar o impacto das 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.

Para tanto, analisou-se 203 notícias referentes ao tema sustentabilidade extraídas dos arquivos eletrônicos do jornal Valor Econômico, no período de janeiro de 2010 a junho de 2016. 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 positivas (101) e associadas a empresas componentes do ISE (45 para notícias negativas e 58 para notícias positivas) e empresas não componentes do ISE (57 para notícias negativas e 43 para notícias positivas).

Por meio de estudo de eventos pode-se responder as hipóteses de pesquisa:

H-Ia: 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). Estas janelas apresentaram retornos anormais acumulados diferentes de zero, a 5% de significância. Tais evidências indicam que, antes da notícia ser publicada, o mercado já reage à mesma. 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 conhecidas e, portanto, no caso de o mercado ter tais informações privilegiadas, este tipo de notícia deve ser a menor parcela das notícias analisadas.

H-Ib: 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.

No que diz respeito às notícias positivas (H-IIa e H-IIb), não se identificou nenhum impacto, ou seja, os retornos acumulados observado e esperado são iguais, tanto para a amostra toda como para as sub-amostras (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

- Agle, B.; Donaldsons, T.; Freeman, E.; Jensen, M.; Mitchell, R.; & Wood, D. (2008). Dialogue: toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 18(2): 153-190.
- 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 em Administração). Universidade Federal de Uberlândia – Uberlândia, Minas Gerais.
- Andrade, L. P.; Bressan, A. A.; Iquiapaza, R. A.; & de Melo Moreira, B. C. (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.; Santos, J.; & Schaun, A. (2010). Considerações teóricas sobre o conceito de sustentabilidade. In: VII Simpósio de Excelência Gestão e Tecnologia, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. *Anais...* Rio de Janeiro/RJ.
- Barakat, S. R.; Sanches, M. V.; MacLennan, M. L. F.; Polo, E.; & Oliveira Jr., M. M. (2016). Associação entre desempenho econômico e índice de sustentabilidade empresarial da bolsa de valores de São Paulo. *Gestão & Regionalidade*, 32(95): 127-142.
- Barnett, M.; & Salomon, R. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11): 1304-1320.
- Beato, R. S.; de Souza, M. T. S.; & dos Santos Parisotto, I. R. (2009). Rentabilidade dos índices de sustentabilidade empresarial em bolsas de valores: um estudo do ISE/BOVESPA. *Revista de Administração e Inovação (RAI)*, 6(3), 108-127.
- Bezerra, F. A.; & Corrar, L. J. (2006). Utilização da Análise Fatorial na Identificação dos Principais Indicadores para a Avaliação do Desempenho Financeiro: uma aplicação nas empresas de Seguro. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 17(42): 50-62.
- Brundtland, G. H. (1987). Our common future – Call for action. *Environmental Conservation*, 14(4), 291-294.
- Campbell, J. Y.; Lo, A. W.; & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.

Caparelli, C. E.; Barros, L. A. B. C.; & Dias, E. A. (2010). Sustentabilidade e retorno ao acionista: Um estudo sobre o índice de sustentabilidade Empresarial. In: XIII Seminários em Administração, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. *Anais...* Rio de Janeiro/RJ

Cavalcante, L.; Bruni, A.; & Costa, F. (2009). Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na bolsa de valores de São Paulo. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 3(1): 70-86.

Cerin, P.; & Dobers, P. (2011). What does the Performance of The Dow Jones Sustainability Group Index Tell Us? *Eco-Management and Auditing*, 8(3) :123-133.

Cervi, E. (2007). Padrão de qualidade e critérios de noticiabilidade: explicações normativas e efeitos das notícias. *Revista Líbero (Libero)*, (19): 61-72.

Claro, P. B. de O.; Claro, D. P.; & Amancio, R. (2008). Entendendo o conceito de sustentabilidade nas organizações. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, 43(4): 289-300.

Coral, E. (2002). Modelo de planejamento estratégico para a sustentabilidade empresarial. (Tese de Doutorado). Universidade Federal de Santa Catarina – Florianópolis, Santa Catarina.

Crifo, P.; & Forget, D. V. (2015). The Economics of Corporate Social Responsibility: A Firm-Level. *Perspective Survey*, 29(1): 112-130.

Cunha, F.; & Samanez, C. (2014). Análise de desempenho dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro. *Production*, 24(2): 420-434.

Dias, E. A. (2007). Índice de Sustentabilidade Empresarial e retorno ao acionista: Um estudo de evento. (Dissertação Mestrado em Administração). Universidade Presbiteriana Mackenzie – São Paulo, São Paulo.

Dias, E.; Barros, L. (2008). Sustentabilidade empresarial e retorno ao acionista: um estudo sobre o ISE. In: XXXII Encontro da ANPAD (ENANPAD), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. *Anais...* Rio de Janeiro/RJ.

Donaldson, T.; & Preston. L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *The Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.

Eccles, R.; Ioannou, I.; & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11): 2835-2857.

Elkington, J. (2004). Enter the triple bottom line. In: Henriques, A.; & Richardson, J. (Eds) *The triple bottom line: does it all add up?*(Cap. 1, pp 1-16). London: Earthscan.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2): 383-417.

Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 46(5): 1575-1617.

Ferrell, A.; Liang, H.; & Renneboog, L. (2014). Socially Responsible Firms. *Finance Working Paper*, 432. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2464561>. Acesso em: 2 ago. 2016.

FGV EAESP. (2013). ISE BM&FBovespa. Disponível em: <http://gvc.es.com.br/ise-bm-fbovespa>. Acesso em: 15 dez. 2016.

Freeman, E. (2008). Ending the so-called “Friedman-Freeman” debate. In Agle B., Donaldson, T., Freeman, E.; Jensen, M.; Mitchell, R.; Wood, D. Dialogue: toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 18(2): 153-190.

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13: 32-33.

Graham, J. R.; Lemmon, M. L.; & Wolf, J. G. (2002). Does corporate diversification destroy value? *Journal of Finance*, 57(2), 695-720.

Hardtke, A.; & Prehn, M. (2001). *Perspektiven der Nachhaltigkeit*. Wiesbaden.

Hinz, T. P. H.; Valentina, L. V. D.; & Franco, C. (2006). Sustentabilidade ambiental das organizações através da produção mais limpa ou pela Avaliação do Ciclo de Vida. *Estudos Tecnológicos*, 2(2): 91-98.

Instituto ETHOS. (2005). O Compromisso das Empresas com o Meio Ambiente – a Agenda Ambiental das Empresas e a Sustentabilidade da Economia Florestal. Disponível em: [https://www3.ethos.org.br/wp-content/uploads/2005/09/meio\\_ambiente.pdf](https://www3.ethos.org.br/wp-content/uploads/2005/09/meio_ambiente.pdf). Acesso em: 15 dez. 2016.

Jensen, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3): 8-21.

Kolk, A. (2004). A decade of sustainability reporting: developments and significance. *International Journal 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. J. (2007). Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*, 75(3): 285–300.

Lovato, L. M. (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, F.; Barbosa, H.; Callegari, I.; Monzoni, M.; & Simonetti, R. (2012). O valor do ISE: principais estudos e a perspectiva dos investidores. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/O-Valor-do-ISE.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2016

Machado, M.; Machado, M.; & Corrar, L. (2009). Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Universo Contábil*, 5(2): 24-38.

Margolis, J.; & Walsh, J. (2003). Misery loves company: rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-305.

Martins, O. F.; Pasquim, E. S.; Domingos, L. C.; Tambosi, E. F.; & Santos, M. (2015). O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Valor das Ações: Um estudo de evento. *Revista UNIABEU Belford Roxo*, 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.; do Milani Filho, M. A. F.; & Kerr, R. B. (2014). Desenvolvimento sustentável e insolvência: um estudo de empresas brasileiras. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade-GeAS*, 3(2), 39-57.

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.

Nunes, J. G.; Teixeira, A. J. C.; Nossa, V.; Galdi, F. C. (2010). Análise das Variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 7(4): 328-340.

Orlitzky, M.; Schmidt, F.; & Rynes, S. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organizational Studies*, 24(3): 403-441.

Pacuotte, D. (2011). Efeito no preço e volume das ações em companhias ingressantes no índice de sustentabilidade empresarial (ISE). *Revista de Finanças Aplicadas*, 1(1): 1-13.

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 - RGSA*, 9(1): 19-35.

Rossi Jr., J. (2008). What is the value of corporate social responsibility? An answer from Brazilian sustainability index. *Working paper: Insper*.

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.

Savitz, A. (2007), A Empresa Sustentável: O Verdadeiro Sucesso é o Lucro com Responsabilidade Social e Ambiental. Elsevier, Rio de Janeiro.

Scholes, M.; & Williams, J. (1977). Estimating betas from nonsynchronous data. *Journal of Financial Economics*, 5(3): 309-327.

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.

Siche, R.; Agostinho, F.; Ortega, E.; & Romero, A. (2007). Índices versus indicadores: precisões conceituais na discussão da sustentabilidade de países. *Ambiente e Sociedade*, 10(2): 137-148.

Silinske, J.; Marquette, M. F.; Grohmann, M. Z.; Battistella, L. F.; & Madruga, L. R. R. G. (2014). Estudo bibliométrico sobre a sustentabilidade na área de economia empresarial . *Amazônia, Organizações e Sustentabilidade*, 3(2): 101-120.

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. 2013. (Dissertação de Mestrado em Ciências Cont. Atuariais). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – São Paulo, São Paulo.

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 (GeCont)*, 2(1): 152-170.

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(55), 29-44.

Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. United States: Princeton University Press.