

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO

ALCIONE CRISTINA GOMES DE SOUZA

RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E CRIAÇÃO DE VALOR:
ANÁLISES DAS EMPRESAS INTEGRANTES E NÃO INTEGRANTES DO
ISE

BELO HORIZONTE

2021

ALCIONE CRISTINA GOMES DE SOUZA

RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E CRIAÇÃO DE VALOR:
ANÁLISES DAS EMPRESAS INTEGRANTES E NÃO INTEGRANTES DO
ISE

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Linha de pesquisa: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Bruno Pérez Ferreira
Coorientador: Prof. Dr. Francisco Vidal
Barbosa

BELO HORIZONTE

2021

Ficha Catalográfica

S729r
2021

Souza, Alcione Cristina Gomes de.

Responsabilidade social empresarial e criação de valor
[manuscrito] : análises das empresas integrantes e não integrantes do
ISE / Alcione Cristina Gomes de Souza. – 2021.
157 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: Bruno Pérez Ferreira.

Coorientador: Francisco Vidal Barbosa.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.

Inclui bibliografia (f. 114-124) e apêndices.

1. Responsabilidade social da empresa – Teses. 2. Índices de mercado de ações – Teses. 3. Mercado aberto – Operações – Brasil – Teses. I. Ferreira, Bruno Pérez, 1978. II. Barbosa, Francisco Vidal. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. IV. Título.

CDD: 658

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFMG – LVR/165/2021



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

ATA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO

ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE Mestrado em Administração da Senhora **ALCIONE CRISTINA GOMES DE SOUZA**, REGISTRO Nº 734/2021. No dia 30 de julho de 2021, às 13:00 horas, reuniu-se remotamente, por videoconferência, a Comissão Examinadora de Dissertação, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 15 de julho de 2021, para julgar o trabalho final intitulado "**RESPONSABILIDADE SOCIAL EMPRESARIAL E CRIAÇÃO DE VALOR: ANÁLISES DAS EMPRESAS INTEGRANTES E NÃO INTEGRANTES DO ISE**", requisito para a obtenção do **Grau de Mestre em Administração**, linha de pesquisa: **Finanças**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Bruno Pérez Ferreira, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra à candidata para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa da candidata. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença da candidata e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

(X) APROVAÇÃO

() REPROVAÇÃO

O resultado final foi comunicado publicamente à candidata pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 30 de julho de 2021.

Prof. Dr. Bruno Pérez Ferreira
ORIENTADOR - CEPEAD/UFMG

Prof. Dr. Francisco Vidal Barbosa
Coorientador - CEPEAD/UFMG

Prof. Dr. Márcio Augusto Gonçalves
CEPEAD/UFMG

Prof. Dr. Luiz Augusto de Carvalho Francisco Soares
FES/UFAM



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Perez Ferreira, Professor do Magistério Superior**, em 30/07/2021, às 15:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luiz Augusto de Carvalho Francisco Soares, Usuário Externo**, em 30/07/2021, às 18:46, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Francisco Vidal Barbosa, Professor do Magistério Superior**, em 04/08/2021, às 19:36, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcio Augusto Goncalves, Membro**, em 12/08/2021, às 09:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0841239** e o código CRC **27A341DC**.

Dedico este sonho realizado à minha amada mãe,
que sempre me incentivou e não me deixou desistir.

Mãe, esta conquista é nossa!

AGRADECIMENTOS

A Deus, por abençoar a minha vida, por me dar saúde e resiliência para concretizar este sonho.

Aos meus pais, pelo amor incondicional, dedicação e luta, para que o estudo fosse prioridade na minha vida.

À minha família amada, marido, irmãs, irmão, sobrinhas e sobrinho, pelo apoio e pelos momentos raros.

Aos meus mestres, pelos ensinamentos e pela compreensão frente às minhas limitações.

A todos os professores que, de alguma maneira, me incentivaram e foram importantes na minha formação.

Aos amigos que ganhei com o mestrado, pelo aprendizado compartilhado, pela convivência prazerosa e por deixaram a caminhada mais leve.

A todos que aqui não foram citados, mas que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste sonho.

Gratidão!

RESUMO

A concentração de riqueza no mundo está em níveis alarmantes, e grande parte dessa riqueza está nas mãos de empresários. Nesse contexto, é inegável que as empresas podem ser decisivas para a redução de desigualdades, diante de fortes pressões sociais pela adoção dos princípios de práticas de Responsabilidade Social Empresarial (RSE). No mundo, há uma tendência crescente pela adesão de RSE, sendo notório o aumento de selos e *rankings*. No Brasil, destaca-se o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). A pesquisa fundamenta-se na *stakeholder theory*; em uma visão mais ampla das partes interessadas, considera os interesses de grupos imprescindíveis à existência da organização. O objetivo principal do estudo consiste em analisar a criação de valor, de empresas brasileiras de capital aberto, integrantes e não integrantes do ISE, verificando se há diferenças significativas na criação de valor para o mercado e para a sociedade nesses grupos de empresas. Os objetivos específicos são: medir a criação de valor para o mercado, através do *Economic Value Added* (EVA) e do *Market Value Added* (MVA); medir a criação de valor para a sociedade, a partir do Valor Adicionado a Distribuir (VAD) aos agentes econômicos que contribuíram para a sua geração, extraído da Demonstração do Valor Adicionado (DVA); verificar se as empresas do ISE criam mais valor para o mercado e para a sociedade do que as não ISE; e, por fim, verificar a influência do ISE na criação de valor das empresas que integram a amostra. Justifica-se a relevância da pesquisa, no momento atual, em que a criação de valor, voltada tão somente para os interesses econômicos, vem sendo cada vez mais questionada. Para isso, foram utilizados testes estatísticos de diferença de médias e modelos de dados em painel, considerando os anos de 2011 a 2019. Para as empresas analisadas, verificou-se evidência estatística de que as empresas do ISE criam mais valor para o mercado do que as não ISE, quando medido pelo EVA. Além disso, verificou-se que, quanto maior o patrimônio líquido, menor o EVA das empresas do ISE. Quando o valor adicionado ao mercado foi medido pelo MVA, apesar de o teste de diferenças das medianas ter indicado diferença significativa entre os grupos, após a inclusão das variáveis de controle não foi possível confirmar esse resultado. Por fim, os resultados indicaram não haver diferenças significativas na geração de valor pelo VAD entre as empresas integrantes e não integrantes do ISE. No entanto, quando avaliadas apenas as empresas ISE, verifica-se que empresas que se utilizam de menos recursos de terceiros criam mais valor a distribuir para a sociedade.

Palavras-chave: Criação de Valor. Responsabilidade Social Empresarial. Índice de Sustentabilidade Empresarial.

ABSTRACT

The global concentration of wealth is reaching alarming levels, and great wealth is concentrated in the hands of entrepreneurs. In this context, the major role of companies in reducing inequalities is undeniable, under strong social pressures to adopt the principles of Corporate Social Responsibility (CSR). There is a global rising trend towards the adoption of CSR, with a steep increase in seals and rankings. The Corporate Sustainability Index (CSI) is highlighted in Brazil. The research is based on stakeholder theory; through a broader perspective of stakeholders, the interests of groups crucial to the organization's existence are considered. The main objective is to analyze the value creation of publicly held companies in Brazil, integrating and not integrating the CSI, checking if there are significant differences in value creation for the market and society in these groups of companies. The specific objectives are: to measure value creation for the market, through the Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA); to measure value creation for society, based on the Value Added Distribution (VAD) to the economic agents that helped to create it, extracted from the Value Added Statement (VAS); verify if companies listed on the CSI create more value for the market and society comparing to those which do not compose the CSI; and finally to verify the influence of the CSI in the value creation for the companies selected for sampling. The present moment may reveal the relevance of this research in which value creation narrowly focused on economic interests has been increasingly challenged. Therefore statistical tests for comparing means and panel data models were used, from 2011 to 2019. Considering the companies of the sample, statistical evidence showed that companies listed on the CSI created more value to the market comparing to those not listed, using EVA. Furthermore, increasing the equity results in decreasing the EVA of the companies listed on the CSI. When the value added to the market was measured by the MVA, although the statistical test for comparing means indicated a significant difference between the groups, after adding control variables, it has not been possible to confirm this result. Finally, no significant differences were found in value creation by VAD between companies listed and not listed on the CSI. However, when just those companies listed on the CSI are evaluated, companies using fewer resources from third parties create more value to distribute to society.

Keywords: *Value Creation. Corporate Social Responsibility. Corporate Sustainability Index.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo do desenvolvimento sustentável - <i>Triple Bottom Line</i>	34
Figura 2 - Dimensões do Índice de Sustentabilidade Empresarial	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Boxplot das variáveis de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) no período de 2011 a 2019*	101
Gráfico 2 - Distribuição do Valor Adicionado	102
Gráfico 3 - Boxplot das variáveis de criação de valor para o mercado e para a sociedade, no período de 2011 a 2019, segregado entre empresas ISE e Não ISE	104
Gráfico 4 - Distribuição do Valor Adicionado (ISE x Não ISE).....	106
Gráfico 5 - Boxplot das variáveis de controle por ano	108
Gráfico 6 - Boxplot das variáveis de controle por ano (ISE e Não ISE)*	109

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quantidade de empresas ISE e Não ISE por setor de atividade no período de 2011 a 2019.....	87
Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas como <i>proxies</i> de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) entre 2011 e 2019.....	100
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas como <i>proxies</i> de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) segregadas entre empresas ISE e Não ISE	103
Tabela 4 - Testes de Shapiro-Wilk para normalidade.....	107
Tabela 5 - Testes de Mann-Whitney para diferenças entre ISE e Não ISE	107
Tabela 6 - Modelos de efeitos aleatórios estimados para as variáveis de criação de valor....	109

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definições de <i>Stakeholder</i>	30
Quadro 2 - Breve evolução da RSE	45
Quadro 3 - Modelo da Demonstração do Valor Adicionado para empresas em geral - CPC 09	68
Quadro 4 - Descrição operacional das variáveis	94

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BP	Balanço Patrimonial
BS	Balanço Social
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados
COP	<i>Conference of the Parties</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSLL	Contribuição Social sobre Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EMBI	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBASE	Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC	<i>Invested Capital</i>
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano
INMETRO	Instituto Nacional de Metrologia Qualidade e Tecnologia
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
MVA	<i>Market Value Added</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ODS	Objetivos do Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organizações das Nações Unidas
PIB	Produto Interno Bruto
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PNUD	Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento
RSE	Responsabilidade Social Empresarial
TBL	<i>Triple Bottom Line</i>
UNFCCC	<i>United Nations Framework Convention on Climate Change</i>
VAD	Valor Adicionado a Distribuir
VBA	<i>Value, Balance and Accountability</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Contextualização	17
1.2 Problema de Pesquisa	20
1.3 Objetivos	21
1.4 Justificativa	21
2 REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1 Teoria das Partes Interessadas	25
2.1.1 <i>Stakeholder Theory</i>	27
2.1.1.1 <i>Definições de Stakeholders</i>	29
2.1.1.2 <i>Classificação de Stakeholders</i>	31
2.2 Responsabilidade Social Empresarial (RSE)	32
2.2.1 Breve evolução histórica da RSE.....	36
2.3 Relação entre RSE e Criação de Valor	47
2.4 Índice de Sustentabilidade Empresarial no Brasil	53
2.5 Valor Adicionado	62
2.5.1 Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	63
2.5.2 <i>Economic Value Added (EVA)</i>	72
2.5.2.1 <i>Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)</i>	74
2.5.2.1.1 <i>Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)</i>	75
2.5.2.2 <i>Invested Capital (IC)</i>	76
2.5.2.3 <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i>	76
2.5.2.3.1 <i>Capital Asset Price Model (CAPM)</i>	78
2.5.3 <i>Market Value Added (MVA)</i>	82
3 METODOLOGIA	85
3.1 Classificação do estudo	85
3.2 População e amostra	86
3.3 Análise dos dados	87
3.3.1 Tratamento de <i>Outliers</i>	88
3.3.2 Medindo a criação de valor.....	88

3.3.3 Comparação da criação de valor entre as empresas ISE e Não ISE.....	96
3.3.4 Verificando a influência do ISE na criação de valor.....	97
4 RESULTADOS	99
4.1 Descritiva dos dados amostrados.....	99
4.2 Teste de diferença de médias	106
4.3 Modelos de dados em painel	108
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	111
REFERÊNCIAS.....	114
APÊNDICE A: Evolutivo do Índice de Sustentabilidade Empresarial.....	125
APÊNDICE B: Classificação setorial de empresas integrantes do ISE por ano.....	127
APÊNDICE C: Classificação setorial de empresas não integrantes do ISE por ano	135
APÊNDICE D: Indicadores para cálculo do EVA.....	155
APÊNDICE E: Estatísticas Descritivas das variáveis de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) no período de 2011 a 2019 por setor.....	156
APÊNDICE F: Resultados da Winsorização	157

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Nas últimas décadas, o cenário social, ambiental e econômico mudou drasticamente, em grande parte, devido à degradação ambiental e ao aumento vertiginoso do consumo e da pobreza, alertam a Organização das Nações Unidas (ONU) (2020), a Oxfam International (2020) e o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD) (2020).

A conjuntura atual evidencia abismos econômicos e sociais. Segundo a Oxfam International (2020), 1% dos mais ricos concentram a riqueza do restante da população global, e grande parte dessa riqueza está nas mãos de empresários. De acordo com o PNUD (2020), na atualidade a desigualdade global atingiu níveis recordes, sendo que o número de bilionários dobrou na última década, concentrando cerca de 60% da riqueza mundial.

Historicamente, o Brasil figura entre os países mais desiguais; apesar dos avanços, alerta a Oxfam International (2020), níveis absurdos de riqueza coexistem com a pobreza extrema, aumentando a distância entre ricos e pobres e reduzindo as oportunidades de vida de milhões de pessoas.

Diante desse contexto de grandes desigualdades, a sociedade tem reagido para mudar essa realidade, amparada por leis e acordos globais mais austeros, beneficiadas pelas informações em tempo real, quando os impactos causados pelas suas atividades empresariais repercutem de imediato, afetando a imagem e o valor das empresas (OCDE, 2019; ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020).

No mundo, há uma tendência crescente, por parte das empresas, pela adesão a princípios e práticas de Responsabilidade Social Empresarial (RSE), sendo notório, nas últimas décadas, o surgimento de selos e *rankings* (MARCONDES; BACARJI, 2010; ONU, 2020; PODDI; VERGALLI, 2009).

No Brasil, essa tendência se confirma, e, progressivamente, as empresas estão empenhadas em demonstrar suas ações no campo social e ambiental por motivos diversos, como minimizar os impactos negativos da atividade, atrair investimentos, promover a marca, obter incentivos, melhorar a condição humana, preservar os recursos naturais, entre outras atitudes (ALVES, 2001; B3, 2020; CVM, 2019; IBASE, 2020; INSTITUTO ETHOS, 2019; MARCONDES; BACARJI, 2010; MELO NETO; FROES, 2011; NUNES *et al.*, 2010).

Nas últimas décadas, as ações de RSE ganharam destaque no país e aprimoraram os mecanismos de divulgação. Destacam-se a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em 2005, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a obrigatoriedade de divulgação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) para empresas de capital aberto, conforme a Lei n.º 11.638/2007, de acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) n.º 09/2008, e a normatização da *International Organization for Standardization* (ISO) 26000 em 2010, com as diretrizes da RSE, conforme a Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT).

Diante deste panorama, os empresários são os responsáveis pela destinação de grande parte da riqueza adicionada, portanto, suas ações podem ser decisivas na redução das desigualdades e dos impactos negativos dos negócios. Segundo a ONU (2020), as questões ambientais, sociais e de governança passaram a ser consideradas fundamentais nas análises de riscos e nas decisões de investimentos, exercendo forte pressão sobre o setor empresarial.

O conceito de valor, a partir da perspectiva econômica, é evidenciado pela riqueza adicionada por um ativo (MARTINS, 2009). Destaca-se que esse valor criado pode ser direcionado tanto para fins mercadológicos quanto sociais, representando informações importantes que possam influenciar nas escolhas racionais dos gestores, investidores, governos e sociedade, para atuarem em prol da redução das desigualdades.

No que se refere à criação de valor das empresas, estudos anteriores apontaram resultados financeiros positivos, ao demonstrar que empresas socialmente responsáveis diferenciam-se no mercado, com menor exposição ao risco e criando valor para os seus investidores, acionistas e para a empresa. Destacam-se, nesse âmbito, os trabalhos de Carvalho, Kayo e Martin (2010), Medeiros e Mol (2017), Preston e O'Bannon (1997) e Waddock e Graves (1997).

No que concerne ao demonstrativo DVA, estudos indicam que, ao demonstrar o valor adicionado, a empresa disponibiliza uma gama de informações importantes que podem influenciar a escolha do investidor, gerar resultados financeiros positivos, de acordo com os apontamentos de Machado, Macedo e Machado (2015), Santos, Botinha e Lemes (2019), Scherer (2006) e Stanzani, Fragonesi e Nakao (2016).

Outros estudos, no entanto, não encontraram evidências significativas ou tiveram resultados inconclusivos, no que se refere à empresa demonstrar o valor adicionado, se isso pode impactar positivamente os resultados ou influenciar nas decisões de investimentos ou acrescentar conteúdo informacional relevante para os investidores segundo afirmam Barros *et al.* (2013) e Martins, Machado e Callado (2014).

Em relação à sustentabilidade financeira em empresas que compõem a carteira do ISE, em comparação àquelas que não participam do índice, alguns estudos apontaram resultados positivos, conforme Mazzioni *et al.* (2013), Rossi Júnior (2009), Sousa *et al.* (2011) e Teixeira, Nossa e Funchal (2011). Entretanto, outros mostraram que a participação no ISE piora nos resultados, representando custos adicionais ou não gerando ganhos financeiros significativos, de acordo com Alves *et al.* (2019), Cristófalo *et al.* (2016), Freguete, Nossa e Funchal (2015), Macedo *et al.* (2009), Silva *et al.* (2015) e Sousa e Faria (2018).

Nesse ambiente, as empresas se veem, cada vez mais, pressionadas a adotarem princípios e práticas socialmente aceitas, que podem ser elementos de diferenciação no mercado. A criação de valor mostra-se de grande relevância financeira e social, portanto, pode contribuir para reduzir desigualdades, minimizar os conflitos entre os *stakeholders*, influenciar nas escolhas racionais dos investidores, contribuir para a sobrevivência das empresas e promover o desenvolvimento sustentável, conforme apontam Carroll (1991), Clarkson (1995), Elkington (2012), Freeman (1984, 2004), Freeman *et al.* (2020), Hart e Milstein (2003), Instituto Ethos (2019), Lélé (1991), Parmar *et al.* (2010) e Porter e Kramer (2011).

Diante disso, este estudo visa analisar a criação de valor de empresas brasileiras de capital aberto, listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), integrantes e não integrantes do ISE, verificando se há diferenças significativas na criação de valor para o mercado e para a sociedade, a partir dos dados de 2011 a 2019. Com isso, é medida, simultaneamente, a criação de valor para o

mercado através do EVA e MVA, e para a sociedade, através do VAD, sendo tais medidas mais recorrentes na literatura.

Nesse contexto, o presente estudo segue a abordagem das Finanças Corporativas, com foco na informação financeira para apoiar gestores e investidores em suas escolhas racionais (GITMAN, 2004; ROSS *et al.*, 2015). Mostra-se relevante no campo das Finanças Sociais, ao abordar a criação de valor tangível para a sociedade, em um contexto de grandes desigualdades sociais.

O estudo fundamenta-se na *stakeholder theory*, apresentando uma visão mais ampla, defendida por Freeman (1984), cujo foco é o atendimento aos diversos públicos de relacionamento da empresa, além dos acionistas, considerando outros interesses que devem estar refletidos na postura social adotada pela organização.

1.2 Problema de Pesquisa

Diante desse cenário de grandes desigualdades e de alarmante concentração da riqueza, a adoção da RSE apresenta-se uma alternativa para minimizar os conflitos de interesses, reduzir as desigualdades, obter ganhos financeiros e promover o desenvolvimento sustentável. Nesse sentido, considerando-se apenas as empresas brasileiras de capital aberto, a questão norteadora desta pesquisa é: *de que forma as empresas que integram o ISE se comportam em relação à criação de valor para o mercado e para a sociedade em comparação às empresas que não compõem o índice?*

1.3 Objetivos

O objetivo principal deste estudo consiste em analisar a criação de valor, de empresas brasileiras de capital aberto, listadas na B3, integrantes e não integrantes do ISE, verificando se há diferenças significativas na criação de valor para o mercado e para a sociedade, a partir dos dados de 2011 a 2019. Para se alcançar o objetivo principal do estudo, são adotados os seguintes objetivos específicos:

- i) Medir a criação de valor para o mercado, através das medidas de valor adicionado *Economic Value Added* (EVA) e *Market Value Added* (MVA);
- ii) Medir a criação de valor para a sociedade, a partir do Valor Adicionado a Distribuir (VAD) aos agentes econômicos que contribuíram para criá-lo, extraído da DVA;
- iii) Verificar se as empresas integrantes do ISE criam mais valor para o mercado e para a sociedade do que as empresas não integrantes do ISE;
- iv) Verificar a influência do ISE na criação de valor para o mercado e para sociedade.

1.4 Justificativa

A RSE tem sido objeto de estudos na academia por mais de meio século e ainda hoje é considerado campo controverso e em desenvolvimento contínuo, representando uma área fértil para estudos acerca da atuação empresarial na esfera social.

O cenário global atual é marcado por desigualdades extremas, criando abismos econômicos e sociais, entre os povos, entre as nações, e desencadeando uma crise mundial sem precedentes (OCDE, 2019; ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020).

Segundo a Oxfam International (2020), a concentração de riqueza no mundo atinge índices preocupantes, ratificada pela porcentagem que revela que 1% das pessoas mais ricas do mundo têm mais do que o dobro da riqueza de 6,9 bilhões de pessoas. Destaca-se que, em vários países, níveis absurdos de riquezas coexistem com pobreza extrema.

Nesse ambiente, iniciativas sustentáveis ganharam força nas últimas décadas; destaca-se o Pacto Global, firmado em 1999, que convoca as empresas a alinharem suas estratégias e operações, baseadas em princípios universais nas áreas de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e anticorrupção. Ademais, por meio do Pacto, os problemas sociais, ambientais e de governança são discutidos por 160 países com cerca de 14 mil membros (ONU, 2020).

Existe um esforço global objetivando o desenvolvimento mais sustentável, em defesa de uma sociedade menos desigual e mais comprometida com a preservação do meio ambiente. Nesse sentido, em 2015, a ONU propôs a Agenda 2030, composta de 17 objetivos e 169 metas, cuja adesão ocorre de forma voluntária. Consiste em um plano que articula governos, sociedade civil, empresas, academia e indivíduos, empenhados em deixar um planeta melhor para as gerações futuras (IBASE, 2020; INSTITUTO ETHOS, 2019; ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020).

No Brasil, a Agenda 2030 se alinha aos princípios da Constituição Federal de 1988, sendo o primeiro objetivo a erradicação da pobreza, considerada uma urgência humanitária; no entanto, a agenda não tem sido cumprida com rigor, fato que coloca em risco os avanços conquistados nos últimos anos, ocasionando atrasos irreversíveis (IBASE, 2020).

O Brasil, considerado um país subdesenvolvido, historicamente figura entre as nações mais desiguais (ONU, 2020). Conforme o Relatório de Desenvolvimento Humano de 2020, elaborado pelo PNUD, em um *ranking* de 189 países, o Brasil passou da 79ª posição para a 84ª, no Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), que tem como referência o ano anterior e analisa o desempenho do país em três dimensões, saúde, educação e renda. O IDH representa as expectativas de vida, escolaridade e desenvolvimento baseada no Produto Interno Bruto (PIB) per capita.

Conforme a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em 2019, 13,88 milhões de brasileiros viviam na pobreza extrema, um aumento estimado de cerca de 170 mil pessoas a mais em relação a 2018 (IBGE, 2019). O rendimento do 1% mais rico da população é 33,7 vezes o dos 50% mais pobres.

Diante desse contexto, é inegável que as empresas possam exercer um papel de protagonismo na redução de desigualdades, pois são responsáveis pela geração e destinação de grande parte

da riqueza produzida, portanto, medir a criação de valor poderá contribuir para decisões que beneficiem a sociedade como um todo.

Ademais, equilibrar e atender aos interesses das diversas partes, envolvidas direta ou indiretamente no negócio, mostra-se um grande desafio para gestores, em razão de crescentes pressões sociais, da repercussão imediata dos impactos negativos que afetam a imagem e o valor da empresa, exigindo cada vez mais responsabilidade e transparência na gestão, amparadas por leis e acordos mais austeros, de acordo com Alves (2001), Elkington (2012), Faria (2015), Machado, Machado e Santos (2010), Melo Neto, Froes (2011), Michelon (2011) e Oliveira (2008).

O estudo apresenta-se importante na conjuntura atual, na qual a criação de valor, concernente aos interesses dos acionistas, defendida por Friedman (1970), tem sido alvo de progressivas indagações. Em contraponto, a gestão voltada para criar valor, que possa beneficiar um maior número de interessados ou afetados pelos negócios, vem ganhando espaço, despertando gradualmente o interesse do mercado e apresentando-se como uma alternativa para ganhos futuros sustentáveis, ressaltam Elkington (2012), Freeman *et al.* (2020), Parmar *et al.* (2010) e Porter e Kramer (2011).

Destaca-se o fato de que a partir de 2020 as desigualdades pelo mundo se agravaram sobremaneira, diante da situação de pandemia de Covid-19, que vem causando profundos impactos na humanidade, desencadeando crises econômicas e sociais sem precedentes e colocando em colapso sistemas de saúde, exigindo respostas imediatas dos governos e das empresas (IBASE, 2020; ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020). Diante da excepcionalidade da situação, optou-se pela não inclusão deste ano nas análises, para não comprometer os resultados da pesquisa.

O Brasil, um país marcado por imensas desigualdades sociais pré-existentes, com a pandemia de Covid-19, expôs ainda mais suas mazelas. Destaca o IBASE (2020) que as consequências destas crises serão ainda mais gravemente sentidas nos próximos anos e vão forçar mudanças de hábitos e maneiras de estar no mundo.

Prevê o PNUD (2020) que os efeitos de longo prazo da pandemia de Covid-19 podem empurrar mais 207 milhões de pessoas para a extrema pobreza em todo o planeta, elevando o total para

mais de um bilhão até 2030, porém, estima-se que, se investimentos em conjunto entre as nações forem realizados, essa situação poderá ser revertida.

Pesquisar a atuação de empresas no campo social faz-se premente em contextos de grandes desigualdades, em especial no campo de finanças no Brasil, no qual estudos empíricos acerca da temática são escassos; portanto, é nesta lacuna que a pesquisa se insere. Ademais, na situação atual, pesquisar soluções que possam contribuir, ainda que minimamente, para uma sociedade menos desigual é uma forma de exercer a responsabilidade social.

A contribuição teórica deste estudo adiciona às pesquisas acadêmicas um estudo empírico, com abordagem de criação de valor, a partir da perspectiva econômica, ao analisar simultaneamente a criação de valor para o mercado e para a sociedade. A contribuição prática do estudo amplia as possibilidades de análises, que possam influenciar na escolha racional do investidor, ao considerar aplicar seus recursos em empresas destacadas como socialmente responsáveis.

O estudo foi estruturado em cinco partes. A primeira parte é a introdução à pesquisa. A segunda parte abarca o referencial teórico, fundamentado na *stakeholder theory*, seguido de uma breve revisão da evolução histórica sobre a temática RSE e sua relação com a criação de valor. Na sequência, são apresentados o ISE e as medidas de valor adicionado utilizadas no estudo. A terceira parte trata da metodologia da pesquisa, em que são detalhados os cálculos, as variáveis utilizadas e os métodos aplicados. Na quarta parte, têm-se as análises dos resultados; e na quinta, são apresentadas as considerações finais sobre o estudo, as limitações e sugestões para futuras pesquisas. Por fim, apresentam-se as referências utilizadas no estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A presente pesquisa fundamenta-se na *stakeholder theory*, apresentando uma visão mais ampla da teoria das partes interessadas, defendida por Freeman (1984), em que o centro das discussões é o atendimento aos diversos públicos de relacionamento da empresa, além dos acionistas, considerando interesses econômicos, sociais e ambientais, que devem refletir no comportamento empresarial socialmente aceito.

O ponto central do estudo partiu da premissa de responsabilidade social da empresa, sob a ótica econômica de criação de valor, para o mercado e para a sociedade, em ambiente de grandes incertezas, neste estudo, o mercado de ações brasileiro.

Esta seção é dividida em “Teoria das Partes Interessadas” e “Responsabilidade Social Empresarial (RSE)”, “Relação entre RSE e Criação de Valor”, “Índice de Sustentabilidade Empresarial no Brasil” e “Valor Adicionado”.

2.1 Teoria das Partes Interessadas

Historicamente, as definições de partes interessadas são variadas e controversas, devido à diversidade de entendimentos, pois decorrem da percepção atribuída pela organização e pela sociedade que, nas últimas décadas, vem despertado interesses crescentes, conforme destacam Carroll (1979, 1991, 1999), Clarkson (1995), Donaldson e Preston (1995), Freeman (1984, 2004), Friedman (1970), Jensen (2001), Mitchell, Agle e Wood (1997), Parmar *et al.* (2010) e Wood (1991).

A teoria das partes interessadas apresenta uma visão mais restrita aos interesses econômicos, *shareholder theory*, apresentada por Friedman (1970), e uma visão mais ampla, *stakeholder theory*, que considera interesses múltiplos, proposta por Freeman (1984).

Segundo Mitchell, Agle e Wood (1997), em geral, a visão restrita das partes interessadas define como grupos de interesse aqueles que têm relevância direta de acordo os interesses econômicos

prioritários da empresa. Em contraponto, a visão ampla das partes interessadas é baseada na realidade empírica de que as empresas podem de fato ser afetadas de forma vital, ou podem afetar de forma vital, qualquer pessoa ou grupos de pessoas.

Na abordagem mais restrita, *shareholder theory*, termo original em inglês, ou teoria da maximização da riqueza dos acionistas, defendida por Friedman (1970), em seus estudos, estabeleceu que o objetivo maior da empresa era aumentar os lucros dos proprietários e/ou acionistas, em conformidade com as regras básicas da sociedade, sendo que tal propósito, por si só, já seria uma responsabilidade social do negócio.

Jensen (2001) apresentou um dos principais estudos acerca do aparente conflito existente entre as partes interessadas, em que o bem-estar social é potencializado quando a empresa maximiza seu valor total de mercado. Desse modo, as decisões de uma empresa devem ter como objetivo maior maximizar o valor para o acionista, *shareholders*, assim as demais partes, *stakeholders*, também serão beneficiadas com seus objetivos atendidos.

Do ponto de vista da *shareholder theory*, a empresa seria um sistema fechado, em que os direitos e a riqueza do acionista e/ou proprietários deveriam ser priorizados, em detrimento aos interesses sociais, e caberia ao gestor a responsabilidade direta com seu empregador de acordo com seus desejos; assim, ao atender plenamente aos interesses dos acionistas, evitar-se-iam conflitos de interesses, custos adicionais e redução dos lucros (FRIEDMAN, 1970).

Na abordagem mais ampla, conhecida pelo termo em inglês *stakeholder theory*, popularizada por Freeman (1984), o foco é o atendimento aos diversos públicos de relacionamento, além dos acionistas. Nesse sentido, outros interesses devem ser considerados e refletir na postura social adotada pela empresa.

Na *stakeholder theory*, as empresas, antes criadas para gerar lucros máximos para acionistas e/ou proprietários, passaram a desempenhar um papel social, que pressupõem responsabilidades. Nesse ambiente, em que antes os interesses sociais foram, ao longo do tempo, sendo desconsiderados, nas últimas décadas, vem ocorrendo, porém, um movimento contrário, atribuído a pressões crescentes para que as empresas adotem a RSE.

2.1.1 *Stakeholder Theory*

A presente pesquisa fundamenta-se na *stakeholder theory*, ao considerar outros interesses, como ambientais, sociais, econômicos, de indivíduos ou grupos, que afetam ou são afetados, direta ou indiretamente, pelas atividades das empresas, sendo compreendida como uma visão mais ampla da teoria de acordo com Clarkson (1995), Donaldson e Preston (1995), Freeman (1984) e Parmar *et al.* (2010).

A *stakeholder theory* busca explicar as relações entre as empresas e seu público de interesse; segundo Parmar *et al.* (2010) apresenta-se como uma nova narrativa que tem como objetivo compreender e remediar três problemas de negócios que estão interconectados: primeiro, compreender como o valor é criado e comercializado; segundo, conectar a ética e capitalismo; terceiro, auxiliar os gestores a pensar sobre gestão de modo que os dois problemas anteriores sejam considerados.

A *stakeholder theory* surgiu na década de 60, com o memorando da *Stanford Research Institute*, considerada a publicação mais importante na época, conforme Donaldson e Preston (1995), Freeman (1984) e Parmar *et al.* (2010). Nesse memorando, o conceito *stakeholder* abrangeria todos os grupos, imprescindíveis à existência da empresa, compostos por acionistas, clientes, fornecedores, empregados, credores, sociedade, entre outros.

Difundida por Freeman na década de 80, a *stakeholder theory* evoluiu a partir da mudança no relacionamento entre a empresa e a sociedade. Inicialmente era uma forma de comunicar e gerenciar as relações entre a empresa com seus públicos de interesse, pessoas ou grupos, preocupados com temáticas sociais. A partir do amadurecimento do conceito, moldou-se como uma teoria mais completa na década posterior, ao considerar, além de interesses econômicos, os interesses sociais e ambientais. Trata-se de um contraponto à visão tradicional da *shareholder theory*, de Friedman (1970), em que a prioridade é o interesse individual ou limitado a um grupo restrito de acionistas e/ou proprietários.

A década de 90 foi o auge do debate e aprofundamento sobre a *stakeholder theory*, em que estudos buscaram organizar as ideias e categorizar a teoria. Destaca-se o trabalho minucioso de Donaldson e Preston (1995), que analisou as principais contribuições identificadas até aquele

momento. De acordo com os autores, no que se refere à teoria, pode-se dizer que ela varia em, no mínimo, três dimensões distintas: descritiva, descreve os fatos; instrumental, analisa as opções na relação de causa e efeito; normativa, sugere o que deve ser feito.

Para Parmar *et al.* (2010), as vertentes descritiva e instrumental estão no âmbito das ciências sociais; enquanto a perspectiva normativa é eminentemente moral e está no domínio da ética. Segundo Donaldson e Preston (1995), a dimensão normativa é o centro da teoria, enquanto as outras duas têm um papel de subordinação.

A dimensão descritiva apresenta os conceitos contidos na teoria que correspondem à realidade observada e demonstra como os seus gestores devem agir, pensar e decidir no âmbito das suas funções. A abordagem instrumental estabelece uma estrutura para analisar as conexões entre a prática da gestão de *stakeholders* e o alcance dos objetivos da empresa, uma relação de causa e efeito das estratégias e das políticas seguidas e dos seus impactos na performance da empresa. Por fim, a vertente normativa interpreta a função da empresa, com a identificação da moral ou da filosofia a ser seguida e a construção de princípios, morais e éticos, que definem o papel e a importância dos seus *stakeholders* (DONALDSON; PRESTON, 1995).

De acordo com Clarkson (1995), o propósito econômico e social de uma empresa é criar e distribuir riqueza e valor a todos os seus principais *stakeholders*, sem favorecer um grupo em detrimento de outros. Nesse sentido, o sucesso dos negócios contrapõe-se à abordagem de Friedman (1970), limitada à satisfação e criação de riqueza do acionista e/ou proprietário. Ademais, esclarece Clarkson (1995) que *stakeholder* não é sinônimo de acionista.

A *stakeholder theory* engloba interesses de grupos distintos, internos e externos à organização, denominados *stakeholders*, que de alguma forma possuem interesses ligados ao negócio que exercem e sofrem pressões de toda ordem, salientaram Clarkson (1995), Donaldson e Preston (1995) e Freeman (1984, 2004). Para Oliveira (2008), cabe ao gestor o papel estratégico de lidar com esses fatores de pressões de modo a equilibrar os interesses envolvidos.

Conforme Carroll (1991), os gestores das empresas precisaram aprender a equilibrar os seus compromissos com os acionistas com interesses de grupos cada vez maiores que reivindicavam legitimidade. Para Wood (1991), as ações de responsabilidade social se baseiam na *stakeholder theory*, ao considerar que os negócios e a sociedade estão diretamente conectados.

A conjuntura atual sinaliza o colapso de várias formas de autoridade tradicional, o que também significa que um número maior de diferentes *stakeholders*, cada vez mais, está demandando informações sobre a situação dos negócios e sobre o que está sendo planejado para o futuro, destaca Elkington (2012). Nesse ambiente, os negócios precisam demonstrar que estão alinhados às expectativas da sociedade e corresponder aos seus anseios presentes e futuros.

2.1.1.1 Definições de Stakeholders

As discussões sobre sustentabilidade no ambiente das organizações pressupõem a ideia de partes interessadas ou públicos de interesse, identificados pelo termo original em inglês *stakeholders*. A diversidade de significados que o termo pode assumir denota a dificuldade em encontrar uma tradução única, e, por isso, no meio empresarial, ele é comumente utilizado em sua forma originária. Em uma visão mais ampla, a empresa não existe de forma isolada; do contrário, parte da reunião de pessoas ou grupos, que se unem e interagem de maneiras diversas, que influenciam ou são influenciados de alguma forma pelas ações da empresa (DONALDSON; PRESTON, 1995; FREEMAN, 1984, 2004).

A presente pesquisa parte da definição elaborada por Freeman (1984), segundo a qual *stakeholder* seria qualquer indivíduo ou grupo que afeta ou que é afetado, pelo alcance dos propósitos de uma organização. A definição do autor ficou universalmente conhecida. A ideia básica era simples, entretanto, gerou muitas discussões ao longo de décadas e ainda permanece atual. Para Parmar *et al.* (2010), Freeman se manteve fiel ao seu conceito original, reforçando a ideia de que as empresas devem criar valor para si próprias e para os seus *stakeholders*.

Clarkson (1995) destaca que *stakeholders* são pessoas ou grupos que têm, ou reivindicam, propriedade, direitos ou interesses em uma empresa e em suas atividades no período passado, presente e futuro. Tais reivindicações resultam de transações ou ações realizadas com a empresa e podem ser de cunho legal ou moral, individual ou coletivo.

Carroll (1991) define *stakeholders* como grupo ou indivíduo da sociedade que são importantes para o negócio e para com os quais a empresa tem de ser responsiva, isto é, ter foco no desempenho social com preocupações e ações na esfera social. Para o autor, a empresa deve se

preocupar com o desempenho social. De acordo com Donaldson e Preston (1995), *stakeholders* seriam todos os que tivessem interesses legítimos na atividade da empresa, visando obterem benefícios, e, portanto, não deveria haver a priorização dos interesses de uns em detrimento de outros.

As preocupações acerca de definição do termo *stakeholder* devem procurar demonstrar também o aspecto negativo que as empresas exercem sobre as partes interessadas; conforme Donaldson (2002), *stakeholder* é definido como uma pessoa ou grupos que poderão ser beneficiados ou prejudicados pelas atividades das organizações.

Ross *et al.* (2015) definem *stakeholder* como alguém que não é acionista ou credor e que tem um interesse potencial sobre os fluxos de caixa da empresa. Melo Neto e Froes (2011) definiram *stakeholder* como parceiros que mantêm um estreito vínculo com a empresa e, a partir desse vínculo, podem desenvolver relações diversas. Para Oliveira (2008), *stakeholder* abrange grupos de interesse com certa legitimidade que exercem influência junto às empresas.

Quadro 1 - Definições de *Stakeholder*

Autor / Fonte	Definições
SRI (1963)	Todos os grupos imprescindíveis à existência da empresa.
Freeman (1984)	Qualquer indivíduo ou grupo que pode afetar ou é afetado, pelo alcance dos propósitos de uma empresa.
Carroll (1991)	Grupo ou indivíduo da sociedade que são importantes para o negócio e para com os quais a empresa tem de ser responsiva.
Clarkson (1995)	Pessoas ou grupos que reivindicam ou têm prioridades, direitos ou interesses em uma empresa e em suas atividades passadas, presentes e futuras.
Donaldson e Preston (1995)	Todos os grupos que tiverem interesses legítimos na atividade da empresa e visam a benefícios, e não deve haver prioridades de um grupo em detrimento de outro.
Carroll (1999)	Membros ou grupos da sociedade que são mais importantes para os negócios e a quem eles devem responder.
Donaldson (2002)	Pessoa ou grupos que podem ser beneficiados ou prejudicados pelas atividades da empresa.
Oliveira (2008)	São os grupos de interesse com certa legitimidade que exercem influência junto às empresas.
Melo Neto e Froes (2011)	Parceiros que mantêm um estreito vínculo com a empresa e, a partir desse vínculo, podem desenvolver relações diversas.

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

2.1.1.2 Classificação de Stakeholders

Em virtude da variedade de *stakeholders* identificada, fez-se necessária uma classificação para distinção de quais são e como estes se relacionam com a organização, seja de forma direta ou indireta, independente da definição que se adotada para o termo. Freeman (1984) destaca a necessidade de legitimidade dos *stakeholders*, separando aqueles que seriam os legítimos e os considerados genéricos, indicando que as relações entre *stakeholders* e empresa são influenciadas pelo setor de atividade, tamanho e local de atuação.

Clarkson (1995) identifica dois tipos de *stakeholders*: os primários e os secundários. Os primários são aqueles sem os quais a empresa não sobrevive, existindo um alto nível de interdependência entre a empresa e estes grupos, pois deles depende o seu funcionamento e a sua continuidade. Citam-se, por exemplo, acionistas, investidores, empregados, consumidores, credores, fornecedores, comunidades e governo. Já os *stakeholders* secundários são aqueles que influenciam ou afetam, ou são influenciados ou afetados pela empresa, porém, não estão envolvidos diretamente em transações com a empresa e não são essenciais para a sua sobrevivência, mas podem causar danos significativos à empresa. São exemplos a mídia, concorrentes, entidades não governamentais, universidades, entre outros.

De acordo com Gitman (2004), os grupos de interesse podem ser compostos por funcionários, clientes, fornecedores, credores, proprietários e outros que tenham um vínculo econômico direto com a empresa, seriam esses os grupos prioritários, contudo, há de se considerar também grupos com vínculo econômico indireto. Grupos de interesse, segundo Ross *et al.* (2015), compreendem os funcionários, clientes, fornecedores e até mesmo o governo, grupos que têm algum interesse financeiro. Esses diversos grupos são denominados partes interessadas, públicos de relacionamento ou conhecidos também como *stakeholders*.

A *stakeholder theory*, revisada por Mitchell, Agle e Wood (1997), elabora sinais para reconhecer as partes interessadas, com o objetivo de diferenciar quem são as partes interessadas das que não são, assim, apontando em quem realmente os gerentes prestam atenção. Para isso, os autores propõem que os *stakeholders* podem ser distinguidos por apresentarem três características, podendo possuir um ou mais atributos mutuamente, conforme segue:

- Poder: capacidade de influência do *stakeholder* na empresa, podendo se aplicar de forma direta, com elevado nível de recompensas ou punições econômicas, exerce força coercitiva ou física e ou influência social, positiva ou negativa, que interfere na reputação da empresa;
- Legitimidade: o *stakeholder* é legítimo para a empresa, representa a qualidade do que é apropriado ou adequado para ela;
- Urgência: é definida como o grau em que as reivindicações dos *stakeholders* exigem atenção imediata, com ação regular para que as demandas ou desejos considerados urgentes sejam atendidos (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997).

Os gestores precisam estar atentos às características dos *stakeholders*, para conseguir atingir determinados fins empresariais, analisar quais são os *stakeholders* que realmente importam com base nos seus atributos, visando alcançar determinadas partes interessadas para atender aos seus próprios interesses. Segundo Mitchell, Agle e Wood (1997), a relevância do *stakeholder* está positivamente relacionada aos atributos nele identificados.

2.2 Responsabilidade Social Empresarial (RSE)

Na presente pesquisa, compreende-se a responsabilidade social das empresas, como parte fundamental no desenvolvimento sustentável, a partir do conceito apresentado na conferência de Brundtland (1987), que resultou no documento *Our Common Future*, que define as bases para o desenvolvimento sustentável, aquele capaz de atender às necessidades e aspirações da geração atual, sem comprometer a capacidade das gerações futuras de atender às suas próprias necessidades. O documento prevê uma distribuição de riqueza mais equitativa, dentro e entre as nações, objetivando a erradicação da pobreza global.

A definição de desenvolvimento sustentável, elaborada pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), indica o caminho de desenvolvimento, ao longo do qual a maximização do bem-estar do ser humano na geração presente não leve ao declínio do bem-estar da geração futura. Em 1976, a OCDE apresentou as diretrizes para empresas multinacionais, que propõem padrão internacional abrangente sobre a conduta empresarial

responsável, orienta e recomenda como deve ser esse comportamento nas principais áreas em que a atividade da empresa possa impactar a vida das pessoas e o meio ambiente (OCDE, 2019).

As discussões sobre RSE têm como pilar a sustentabilidade, que, do ponto de vista das empresas, deve atender os *stakeholders* ou públicos de interesse, segundo Freeman (1984), aqueles que afetam ou são afetados pela realização dos objetivos da empresa.

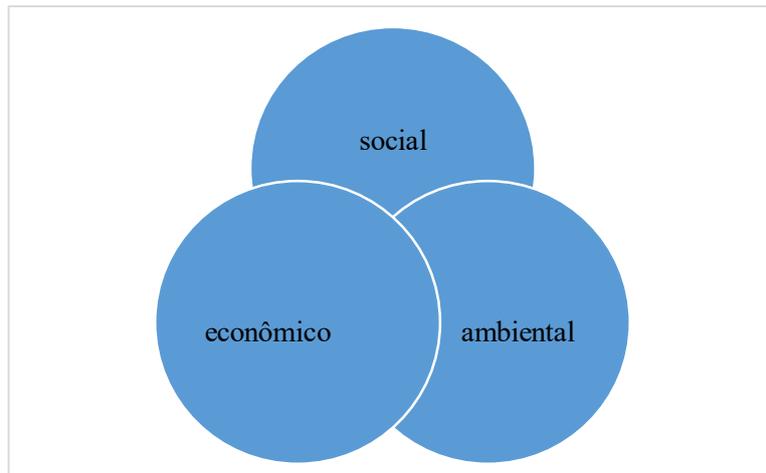
Desenvolvimento sustentável envolve a busca simultânea da prosperidade econômica, da qualidade ambiental e da equidade social, destaca Elkington (2012). Segundo Lélé (1991), o desenvolvimento é um processo de mudança contínua, e as definições de desenvolvimento incorporam, assim, os objetivos desse processo ao longo do tempo e os meios para alcançar esses objetivos. Ressalta o autor que uma distinção entre objetivos e meios nem sempre foi feita na retórica de desenvolvimento, fato que fez com que o termo desenvolvimento sustentável frequentemente fosse interpretado simplesmente como um processo de mudança contínuo.

Para se atingir o desenvolvimento sustentável, destacam Melo Neto e Froes (2011), a questão socioambiental tornou-se estratégica para a empresa quando ela percebeu que as suas relações com os seus diversos públicos-alvo poderiam ser aprimoradas e gerar benefícios para a própria empresa. Segundo os autores, com o surgimento do novo paradigma da sustentabilidade, o exercício da responsabilidade social nas empresas assumiu o formato de desenvolvimento de estratégias sociais sustentáveis.

A sustentabilidade empresarial tem como tarefa fornecer resultados competitivos no curto prazo e, ao mesmo tempo, sustentar e resguardar os recursos naturais e humanos necessários no futuro (ARTIACH *et al.*, 2010).

Elkington (2012) desenvolveu na década de noventa o conceito do tripé da sustentabilidade, *Triple Bottom Line* (TBL), considerado uma estratégia de ganho para as empresas, os consumidores e o meio ambiente. O tripé do desenvolvimento sustentável, popularmente conhecido como 3Ps – *People, Planet e Profit*, ou lucro, pessoas e planeta, estabelece que as empresas não devem focar somente no valor econômico, mas também nos valores ambiental e social na condução dos seus negócios, conforme apresentado na Figura 1 a seguir.

Figura 1 - Modelo do desenvolvimento sustentável - *Triple Bottom Line*



Fonte: Elaborada pela autora (2021), baseado em Elkington (2012).

A temática responsabilidade social tem sido objeto de inúmeros estudos ao longo de décadas, porém não se encontrou, na literatura, uma exatidão quanto ao início do uso de informações, para fins de evidenciação da RSE, nem tampouco uma definição única para o termo, salienta Carroll (1979, 1999). A falta de uma conceituação única para RSE denota a riqueza de sentidos que o termo pode representar; no entanto, demonstra fragilidades no seu uso, por falta de uma definição mais precisa, levando à utilização errônea, por vezes até de modo intencional.

No debate mais recente, a sustentabilidade é considerada um valor intangível para as empresas. Para Silva, Lima e Costa (2015), a temática é influenciada pelas demandas externas à organização, em que existe uma pressão para que a sociedade contribua para um desenvolvimento sustentável e suas empresas agreguem valor aos seus produtos e serviços de maneira mais sustentável, criando valores financeiro, ambiental e social.

Seguindo a tendência mundial, nas últimas décadas no Brasil, diante do aumento vertiginoso da pobreza e dos impactos negativos de grandes proporções, ocasionados pelas empresas, estas vêm sendo, cada vez mais, cobradas pelos seus atos, pressionadas por leis e acordos mais rigorosos, a informar sobre suas ações e sobre a mitigação dos impactos de sua atividade na sociedade e no meio ambiente (IBASE, 2020; IBGE, 2019; INSTITUTO ETHOS, 2019; OCDE, 2018; ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020).

As tensões frequentes entre as partes interessadas e a empresa, segundo Freeman *et al.* (2020), que partem da diferença nessas duas posições teóricas, devem-se ao fato de buscarem resolver problemas sob pontos de vistas distintos. Para os autores, esse conflito, ao invés de gerar

tensões, pode beneficiar mutualmente ambas, ou seja, criando valor para todos os envolvidos direta ou indiretamente com o negócio.

Há uma tendência crescente à adoção de RSE, em grande parte, influenciada pela repercussão midiática, que ganha proporções mundiais com a comunicação em tempo real. Para Machado, Machado e Santos (2010), a mídia tem dado bastante destaque às questões relacionadas à RSE e com poder de influenciar a opinião pública quanto às atividades consideradas social e ambientalmente responsáveis ou irresponsáveis, e essa notoriedade tem motivado mais discussões sobre a temática. Para os autores, as empresas adotam práticas de RSE não por reconhecer a sua eficiência, mas por imposição social.

Segundo Michelin (2011), a reputação empresarial é um fator determinante da divulgação da sustentabilidade e abarca três dimensões: compromisso com os *stakeholders*, desempenho financeiro e exposição na mídia. Constatou-se que empresas com bom desempenho financeiro, com uma posição estratégica mais ativa junto aos seus *stakeholders* e que estão mais expostas a fortes pressões públicas, têm maior probabilidade de divulgar a sustentabilidade para comunicar a sua legitimidade para operar.

Uma postura responsável diante da sociedade transmite uma imagem positiva da empresa, gera confiança e pode atrair mais investimentos. Segundo Faria (2015), as boas relações com a comunidade dão visibilidade à empresa e a tornam mais atraentes aos seus *stakeholders* externos, promovendo e construindo boas relações com a comunidade, bem como estabelecendo relações com diversos parceiros sociais.

Cada vez mais as empresas exercem um papel social mais abrangente, pois, além de gerar ganhos financeiros, passou a ser vista também como geradora de ganhos sociais, e a visibilidade das suas ações repercute globalmente, impondo grandes desafios ao gestor que precisa equilibrar interesses diversos e frequentemente conflitantes. Entende-se que a amplitude das ações de RSE deve considerar a abrangência geográfica de atuação, o porte da empresa, os impactos por ela causados; na visão de Carroll (1999) e Oliveira (2008), essas empresas deveriam assumir mais responsabilidades.

Segundo Oliveira (2008), aspectos culturais, morais e legais exercem influência direta na RSE, de modo mais destacado em empresas que têm atividades em diversos países. Tais aspectos

podem variar de acordo com o país e a cultura local, portanto, a RSE depende, em grande parte, do ambiente no qual a empresa está estabelecida. Conforme Alves (2001), nos países mais desenvolvidos, a opinião pública tem exigido de suas empresas um comportamento socialmente responsável, exercendo um papel relevante na mudança de leis e comportamentos empresariais, visto como inadequados ou danosos à sociedade e ao meio ambiente; nesse sentido, a empresa exerce uma função social, que pressupõe obrigações para com a sociedade.

2.2.1 Breve evolução histórica da RSE

Os primeiros conceitos de RSE datam do início do século XX, no entanto, a década de 50, conforme Carroll (1999), é considerada a era moderna da responsabilidade social na literatura formal, marcada pelo trabalho seminal de Howard R. Bowen, em 1953, intitulado *Social Responsibilities of the Businessman*, que aborda quais seriam as responsabilidades dos empresários, desejáveis em termos de objetivos e valores sociais. As décadas seguintes foram significativas em publicações, entretanto, na década de 80 houve um aumento significativo de pesquisas empíricas. Os anos 90 foram considerados o auge das pesquisas, ao integrar o conceito de RSE à teoria dos *stakeholders*, relacionando RSE e desempenho social corporativo. O início do século XXI trouxe o desafio de incorporar a sustentabilidade à RSE.

De acordo com Carroll (1979), o conceito de RSE estava em evolução desde 1930, e a literatura revisada apontava para a necessidade de se educar o empresário para um novo senso de responsabilidade que emergia naquela época. Carroll (1999) traçou a evolução do construto RSE, das décadas de 50 a 90, com o objetivo de compreender o significado e mapear os principais colaboradores do período, e constatou que não havia um consenso na definição de RSE, mas que a temática avançou muito ao longo dessas décadas.

A década de 50 foi marcada pela definição de RSE apresentada por Bowen em 1953, que define as obrigações dos empresários em adotarem políticas, tomarem decisões ou realizarem ações compatíveis com os fins e valores da sociedade (CARROLL, 1999). Nesse sentido, as empresas eram centros vitais de poder e de decisão, e, portanto, suas ações afetavam a vida das pessoas em vários aspectos.

Em oposição à ideia de Bowen (1953), Levitt (1958) alertou para os perigos da RSE e defendeu que os negócios terão mais chances de sobreviver se o objetivo dominante for a maximização do lucro no longo prazo, seja na prática ou na teoria. De acordo com o autor, as preocupações sociais não eram responsabilidades da empresa, mas sim do governo, portanto, a adoção da RSE prejudicaria a motivação para o lucro.

Nessa década, as discussões sobre possíveis definições de RSE e as responsabilidades dos empresários, bem como as consequências de suas ações, ganharam importância e deveriam orientar o futuro dos negócios. Apesar de sofrer críticas, o conceito de Bowen marcou as décadas seguintes, desenvolvendo e intensificando o debate sobre a RSE.

A década de 60, para Carroll (1999), foi considerada a era da expansão de publicações, década mais significativa, do ponto de vista da literatura formal, pois moldou a teoria e a prática da RSE, ao longo dos anos, as quais ainda hoje permanecem relevantes.

Em um ambiente de rápidas mudanças no comportamento social, frente a pressões crescentes de grupos sociais, exigindo que as empresas adotassem posturas e práticas responsáveis, segundo Epstein (1989), começa a existir um consenso nos círculos econômicos de que as empresas e os seus líderes deviam ser socialmente responsáveis. Destaca o autor que, apesar dos avanços, ainda não havia na época um consenso sobre o significado da RSE.

A RSE se refere às decisões e ações que os empresários tomam por razões, pelo menos parcialmente, que vão além dos interesses econômicos e técnicos das empresas (DAVIS, 1960). O autor defendeu que a RSE dos homens de negócio deve ser equilibrada com o seu poder social, pois, ao ignorar a responsabilidade social, as empresas estariam ameaçadas.

Nessa época, surgiu também uma definição mais precisa do que seriam as obrigações das empresas com a sociedade; de acordo com McGuire (1963) *apud* Carroll (1999), a ideia de RSE supõe que a empresa não tem apenas obrigações econômicas e legais, mas também certas responsabilidades com a sociedade que vão além dessas obrigações. Nesse sentido, essas responsabilidades devem envolver interesses políticos, de bem-estar dos empregados e da comunidade, interesses educacionais e, de forma geral, em todo o ambiente social.

A década de 70, de acordo com Carroll (1999), foi marcada por tentativas de definições mais específicas do que seria a responsabilidade social nos negócios. Seguindo a ideia da década anterior, temas como capacidades de respostas sociais e performance social corporativa foram recorrentes, centrando as discussões na responsabilidade, na responsividade e no desempenho corporativo. Durante esse período, conforme Carroll (1979) e Wood (1991), foi dada ênfase aos resultados que evidenciassem o impacto das ações sociais executadas pelas empresas.

Em oposição à adoção da RSE, Friedman (1970) defende que a única responsabilidade social da empresa é aumentar o lucro dos seus acionistas. Para o autor, a empresa é socialmente responsável ao ser lucrativa, sendo capaz de gerar empregos, melhorar a qualidade de vida dos seus empregados, arrecadar impostos e contribuir para o bem-estar social de forma geral.

Friedman (1970) considera a responsabilidade social da organização subversiva e controversa. Um executivo não poderia ter outras responsabilidades, que não fosse ganhar o máximo de dinheiro quanto possível, de acordo com as regras básicas da sociedade, tanto legais quanto éticas. Os interesses sociais não poderiam se sobrepor aos interesses dos acionistas. Ao adotar a RSE, haveria custos extras na implantação e manutenção, o que, conseqüentemente, reduziria o retorno dos acionistas. A responsabilidade social deveria ser individual, não dos negócios, e, portanto, não compete à empresa cumprir tais responsabilidades e arcar com os custos.

Carroll (1979) apresentou a primeira visão estruturada da RSE que englobou, simultaneamente, quatro dimensões. A primeira é a econômica, a mais importante, a responsabilidade básica de produzir bens e serviços com lucro aceitável e atender às necessidades sociais. A segunda é a legal, missão econômica dentro das regras contratuais previstas em lei. A terceira é a ética, regras não necessariamente codificadas, mas que representam expectativas sociais. A última é a discricionária, ações voluntárias que beneficiem a sociedade, a critério e escolha da empresa.

A abordagem das quatro dimensões, apresentada por Carroll (1979), não separava aspectos econômicos dos sociais, mas sugeria um movimento entre as dimensões, dependendo do estágio de responsabilidade social em que a empresa se encontrava. A estrutura apresentada pelo autor foi evoluindo ao longo das décadas seguintes e recebeu diversas contribuições que ampliaram e consolidaram a ideia inicial.

A década de 80 foi marcada por menos definições originais de RSE, mas com aumento significativo de pesquisas com abordagens alternativas. Foi um período de refinamento dos principais conceitos apresentados anteriormente. Segundo Carroll (1999), os temas mais recorrentes foram: responsividade social, políticas públicas, ética nos negócios, teoria dos *stakeholders* e performance social corporativa. Essa tendência ganhou força, e na atualidade esses temas ainda são recorrentes.

Naquela época, a ideia de um modelo, que comprovasse os resultados financeiros das ações de RSE, atraiu muitos pesquisadores e empresários. Vários estudos procuraram comprovar empiricamente como era RSE na prática, como empresas socialmente responsáveis também poderiam ser lucrativas, o que representava um argumento adicional para adoção e ampliação das ações de responsabilidade social pelas empresas.

Uma contribuição importante nesse período foi dada por Jones (1980) *apud* Carroll (1999) que deu ênfase no processo, em que a RSE passa a ser vista não como um conjunto de resultados, mas como um processo contínuo. A RSE passa a ser definida como a noção de que as empresas têm obrigações com grupos existentes na sociedade para além dos acionistas.

Druker (1984) retomou a ideia de que a noção de rentabilidade econômica é complementar à RSE e os negócios devem converter as ações sociais em oportunidades. O autor propõe transformar um problema social em uma oportunidade que possa gerar benefício econômico, capacidade produtiva, competência humana, benefícios aos empregados.

O estudo de Aupperle, Carroll e Hatfield (1985) buscou relação entre responsabilidade social e lucratividade, sendo pioneiro ao usar um construto de definição teórica de responsabilidade social, como medida de RSE, operacionalizando o modelo das quatro dimensões de Carroll (1979). Apesar dos resultados inconclusivos, em que não foi possível estabelecer uma relação direta entre as variáveis analisadas, representou um avanço nas pesquisas empíricas abrindo novas perspectivas de investigação.

Wartick e Cochran (1985) *apud* Carroll (1999) reformularam três aspectos importantes introduzidos por Carroll (1979): responsabilidade social da empresa, baseada em princípios éticos; responsividade social, pensada como processos; gerenciamento de questões sociais, pensado como políticas adotadas pela empresa. Epstein (1989) relacionou a responsabilidade

social à capacidade de resposta e ética nos negócios, institucionalizados como parte de um processo de políticas sociais da empresa.

No Brasil, no início dos anos oitenta, as discussões sobre a responsabilidade social das empresas emergiam, e destaca-se a criação do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE), envolvido em grandes movimentos e campanhas cívicas nas últimas décadas, uma entidade da sociedade civil, que trabalha articulando redes, promovendo fóruns coletivos de discussão, nas pautas dos direitos, da cidadania, da democracia e da sustentabilidade socioambiental (IBASE, 2020).

A década de 90, segundo Carroll (1999), foi marcada pela transição de conceitos, absorvendo as temáticas alternativas mais recorrentes da década anterior, relacionando RSE, desempenho social corporativo, teoria da ética nos negócios, cidadania empresarial e teoria dos *stakeholders*. Foi um período de interação entre a gestão estratégica e a teoria dos *stakeholders*, ancoradas na RSE, conforme abordado por Clarkson (1995), Donaldson e Preston (1995) e Mitchell, Agle e Wood (1997).

Nesse período, foram poucas contribuições, no sentido de tentar uma unificação do conceito; pelo contrário, ampliou-se o entendimento do que seria a RSE, a partir da incorporação das novas temáticas, como ética nos negócios, governança corporativa, desenvolvimento econômico e preservação da biodiversidade e uso responsável dos recursos naturais, filantropia empresarial, entre outros.

Cabe destacar a contribuição de Wood (1991), que partiu do modelo tridimensional de Carroll (1979) e reformulou o modelo de princípios, processos e políticas, de Wartick e Cochran (1985). A autora propôs um modelo mais abrangente e incorporou contribuições de outros trabalhos que também delinearão a performance social corporativa, introduziu questões consistentes com os modelos anteriores, mas que não foram abordadas de forma explícita. A contribuição do seu modelo proposto foi a ênfase nos resultados e no desempenho social.

Carroll (1991) partiu da abordagem da *Committee for Economic Development*, de 1971, que usou três círculos concêntricos, para representar a RSE: Interno, com responsabilidades básicas definidas pela execução eficiente da função econômica — produtos, empregos e crescimento econômico; Intermediário, com responsabilidade de exercer a função econômica, sensível às

mudanças de valores e prioridades sociais; e Externo, com responsabilidades emergenciais e urgentes, que empresas deveriam assumir para melhorar o ambiente social.

Carroll (1991) reelaborou seu modelo apresentado em 1979 de quatro dimensões, econômica, legal, ética e discricionária, e propôs substituir discricionária por filantrópica, para que fosse adotada uma cidadania corporativa. A dimensão econômica seria a base para as demais, pois as funções éticas e filantrópicas estavam em destaque nos últimos anos. Na visão do autor, um negócio, para ser lucrativo, deve cumprir as leis, ser ético e socialmente favorável.

O referido autor fez um ajuste entre a ideia de RSE e a teoria dos *stakeholders*, popularizada por Freeman (1984), ao considerar grupos de interesse ou pessoas específicas, para os quais a empresa deveria orientar suas ações no campo social e no processo de decisão. Em sua revisão, além das obrigações econômicas e legais, a empresa possui responsabilidades para com a sociedade.

A OCDE, em 1991, revisou as suas diretrizes propostas em 1976, para empresas multinacionais, e adicionou compromissos com a proteção ao meio ambiente, ao consumidor e às normas trabalhistas, indicando um grande avanço no que se refere à RSE (OCDE, 2018).

Em 1992, no Rio de Janeiro, o Brasil sediou a Eco-92, a Conferência das Nações Unidas para o Meio Ambiente e Desenvolvimento, que reuniu governos, empresas, movimentos e lideranças sociais de diversos países em torno da temática ambiental, com o objetivo de propor um novo modelo de desenvolvimento econômico, que preservasse a biodiversidade e o uso sustentável dos recursos naturais (BRASIL. SENADO FEDERAL, 2019). De acordo com Nossa, Rodrigues e Nossa (2017), a partir da Eco-92, elaboraram-se 27 princípios que deveriam orientar a política em relação ao meio ambiente e ao desenvolvimento, denominada Agenda 21, que apresenta um quadro detalhado para a implementação do desenvolvimento sustentável.

Em 1997, foi assinado o Protocolo de Kyoto, mas que vigorou somente em 2005, e reuniu 55 países desenvolvidos, responsáveis por cerca de 55% das emissões de gases poluentes. Estabeleceram-se novos sistemas e créditos de carbono para países que financiam programas de redução de emissões no mundo em desenvolvimento, com o compromisso de reduzir as emissões entre 2008 a 2012 e entre 2013 a 2020, revisando o acordo vigente desde 1990 (UNFCCC, 2019). O Protocolo de Kyoto foi considerado um marco ao articular ações globais

e com implementação conjunta, colocando a pauta ambiental definitivamente na agenda das responsabilidades assumidas por governos e por empresas, em especial as mais poluidoras.

Após a década de 90, o que se viu no mundo foi uma forte mobilização global, para implementar os acordos já firmados e estabelecer novos compromissos com a sustentabilidade. A temática ganha força, e, nesse ambiente, cada vez mais as empresas buscaram demonstrar, através de relatórios e indicadores, sua performance no campo social e ambiental.

O novo milênio é marcado por intensas transformações sociais, política e econômica, ocasionadas em função das mudanças provocadas pela globalização, pela tecnologia da informação e pelos recentes escândalos relacionados à ética nos negócios. Nesse ambiente, faz-se premente a adoção de uma abordagem das partes interessadas na criação e no comércio de valor, defende Freeman (2004). Diante da repercussão mundial dos impactos negativos dos negócios, as grandes corporações são pressionadas a se posicionarem de maneira ética e transparente, para manterem a boa reputação no mercado.

As pressões crescentes para se obter resultados financeiros de curto prazo passaram a ser o argumento dominante, motivando grandes empresas a assumirem uma influência cada vez maior e a atingirem proporções gigantescas. Para Lopes (2015), o consumidor passou a ser mais informado, consciente e reivindicativo, introduzindo para o debate científico o legado que as comunidades devem deixar para as gerações posteriores.

Destaca-se nesse período a publicação da Comissão das Comunidades Europeias (2001), intitulada Livro Verde, que define RSE como um conceito que as empresas devem adotar de forma voluntária, de modo a integrar suas preocupações sociais e ambientais em suas operações, bem como na interação com os seus *stakeholders*. A orientação é para que as empresas busquem atender às necessidades da sociedade, para além das obrigações legais ou decorrentes de acordos coletivos firmados.

De acordo com a Comissão das Comunidades Europeias (2001), a dimensão social das empresas se divide em interna e externa. A dimensão interna abarca responsabilidades com seus trabalhadores, com investimentos em capital humano, na saúde e na segurança no trabalho e adaptação à mudança, enquanto as práticas ambientais responsáveis se relacionam com a gestão dos impactos ambientais e dos recursos naturais empregados na produção. A dimensão externa

compreende as comunidades locais, para além dos colaboradores e acionistas, os parceiros comerciais, fornecedores e consumidores, direitos humanos e preocupações ambientais globais.

Schwartz e Carroll (2003) reformulam o modelo proposto por Carroll (1979, 1991), alterando a representação piramidal de RSE, que integra as quatro categorias, para utilizar a representação em diagrama de *Venn-Euler*, deixando somente as três dimensões: econômica, ética e legal. Nessa proposta, a noção de importância atribuída ao modelo piramidal é substituída pela sobreposição entre os domínios, reforçando, assim, a ideia de simultaneidade entre as responsabilidades assumidas. Em 2008, os autores reelaboram o seu modelo e propõem uma nova perspectiva denominada *Value, Balance and Accountability* (VBA), ou valor, equilíbrio e responsabilidade ampla por suas ações (SCHWARTZ; CARROLL, 2008).

De acordo com Schwartz e Carroll (2008), a VBA compreende: o valor (*value*), considerado o elemento mais importante e deve estar refletido nas atividades que a organização realiza para satisfazer as necessidades da sociedade; o equilíbrio (*balance*), que engloba a gestão de todos os *stakeholders* que forem identificados, bem como dos *stakeholders* não identificados; e a responsabilidade ampla (*accountability*), que pressupõe a ideia de prestação de contas para com a sociedade e refere-se à responsabilização da empresa pelos impactos de suas práticas, políticas e processos, representando a transparência em todas as ações.

A intensificação das discussões sobre temáticas ambientais tem motivado fortemente o crescente debate sobre as responsabilidades das organizações, na degradação ambiental e nas mudanças climáticas, em especial, atribuídas em grande parte às nações mais desenvolvidas. Destaca-se o fracasso da *Climate Change Conference*, realizada em 2009, em Copenhague, que evidenciou a inabilidade de países desenvolvidos e em desenvolvimento de convergirem para um consenso para avançar nas questões de mudanças climáticas, conforme Nossa, Rodrigues e Nossa (2017).

Em 2010, em Genebra, Suíça, foi publicada a Norma de Orientação em Responsabilidade Social ISO 26000, elaborada pelo *Working Group on Social Responsibility*, com o objetivo de auxiliar as organizações a incorporarem questões socioambientais em seus processos decisórios, assumindo a responsabilidade pelos impactos de suas decisões e de suas atividades. Inovou ao criar um processo colaborativo de múltiplos *stakeholders*, que envolveu cerca de 450 especialistas de 99 países, 40 organizações, durante cinco anos de trabalho (INMETRO, 2019).

A norma ISO 26000:2010 representou um grande avanço, ao propor mudanças práticas, no que se refere à RSE no mundo, ao exigir das empresas uma posição ética, transparente e em conformidade com posturas globais, com definições mais claras quanto a princípios e práticas da RSE, com foco na integração entre empresa e sociedade. A norma não é uma certificação, mas sim uma mudança de postura, frente aos problemas socioambientais, segundo INMETRO (2019), Deus, Sales e Vieira (2014) e Hahn (2012).

Nesse período, no Brasil, destaca-se o trabalho do Instituto Ethos, criado em 1998, que, ao longo das últimas décadas, vem ampliando as suas ações, com o objetivo de auxiliar as empresas a gerirem seus negócios de forma socialmente responsável, atuando em quatro vertentes: meio ambiente, direitos humanos, integridade e gestão sustentável. Em 2000, o instituto cria os indicadores de responsabilidade social para as empresas, com o objetivo de medir os resultados e os impactos das atividades empresariais na sociedade e no meio ambiente, acompanhando as exigências e mudanças da sociedade (INSTITUTO ETHOS, 2019).

Outro marco importante aconteceu em 2012. O Brasil sedia, na cidade do Rio de Janeiro, a Conferência ONU Rio+20 que elaborou o relatório ‘O Futuro que Queremos’, cujas discussões foram acerca dos esforços fracassados de se implementar algum tipo de convergência global para o desenvolvimento sustentável, proposto em 1992, conforme Nossa, Rodrigues e Nossa (2017). Destaca-se que o modelo de desenvolvimento almejado naquela época ainda estava longe de ser alcançado.

Em 2015, a ONU propôs, em um esforço global, a Agenda 2030, com o objetivo de alcançar o desenvolvimento sustentável, visando a uma sociedade menos desigual e que proteja o meio ambiente. A agenda resultou em uma declaração com 17 objetivos para o desenvolvimento sustentável, que se desdobra em 169 metas (ONU, 2020).

Alerta o IBASE (2020) que o Brasil não deve alcançar todos os objetivos e metas da Agenda 2030, pois houve retrocessos a estágios pré-2015, em relação à erradicação da pobreza, redução das desigualdades, democratização da governança, acesso a serviços públicos universalizados, contenção da devastação ambiental e estabelecimento de parcerias para a capacitação humana e o financiamento com foco no desenvolvimento sustentável. Diante desse fato, o país precisa avançar ainda mais para cumprir a agenda firmada.

Em 2020, tem-se um momento crítico global devido à pandemia de Covid-19; foi realizada a *Climate Change News*, organizada pela *United Nations Framework Convention on Climate Change* (UNFCCC), no formato virtual, que propôs diálogos climáticos, com o objetivo de manter o máximo de progresso e garantir o mínimo de atrasos na agenda multilateral de ação climática. Em 2021, o Reino Unido sediará em Glasgow a *Climate Change Conference of the Parties* (COP26), que não ocorreu no ano anterior devido à pandemia (UNFCCC, 2020).

Quadro 2 - Breve evolução da RSE

Autor / Fonte	Evolução
Bowen (1953)	Considerado o precursor do termo RSE, foi o primeiro a teorizar sobre as relações entre a empresa e a sociedade em sua publicação <i>Social Responsibilities of the Businessman</i> .
Davis (1960)	Trouxe responsabilidade social para o contexto gerencial, e as responsabilidades dos homens de negócio devem ser equilibradas com o seu poder social.
Frederick (1960) <i>apud</i> Carroll (1999)	A RSE é um sistema econômico para atender às expectativas do público, visando ao bem-estar socioeconômico, supervisionado pelos empresários.
Mcguire (1963) <i>apud</i> Carroll (1999)	Tratou das obrigações econômicas e legais, sugerindo noções de ética nos negócios e de cidadania corporativa.
Walton (1967) <i>apud</i> Carroll (1999)	Apresentou modelos de RSE, com o foco no relacionamento entre empresas e sociedade, com adesão voluntária e sem expectativas de retornos econômicos.
Heald (1970) <i>apud</i> Carroll (1999)	Definiu a RSE, a partir de pesquisas com os próprios empresários, sugerindo preocupações com a filantropia e relações com a comunidade.
Johnson (1971) <i>apud</i> Carroll (1999)	Apresentou quatro visões: abordagem dos <i>stakeholders</i> , em que RSE, na consecução dos objetivos socioeconômicos, seria estabelecida pelo sistema sociocultural; aumento do lucro através de programas sociais; aumento da utilidade através de múltiplas metas; empresa e consumidores ditam metas e comportamentos socialmente responsáveis.
Steiner (1971) <i>apud</i> Carroll (1999)	Defendeu que os negócios devem ajudar a sociedade a atingir seus objetivos básicos. Abordou as circunstâncias sob as quais a RSE deveria ser interpretada e aplicada. Considera que empresas maiores devem assumir mais responsabilidades.
Eilbert e Parket (1973) <i>apud</i> Carroll (1999)	Destacaram a implementação prática e apresentaram uma das primeiras tentativas de associar a RSE às variáveis organizacionais.
Backman (1975) <i>apud</i> Carroll (1999)	Contribuiu para a evolução definitiva do conceito da RSE e destacou que as empresas deveriam ter objetivos e motivações concretos, além de considerar o contexto, outros atores e aqueles que lidam com o desempenho econômico.
OCDE (1976)	Apresentou as diretrizes para empresas multinacionais, que propõem padrão internacional abrangente sobre a conduta empresarial responsável.
Sethi (1975) <i>apud</i> Carroll (1999)	Abordou três dimensões do desempenho social nas organizações: obrigação social, aspectos econômicos e legais; responsabilidade social, além da obrigação social; responsividade social, adaptação da conduta empresarial às necessidades sociais.
Fitch (1976) <i>apud</i> Carroll (1999)	Definiu a RSE como uma tentativa de se resolver problemas sociais, ocasionados, total ou parcialmente, pelas empresas, orientando distinguir os problemas sociais e estabelecer as prioridades.

Zenisek (1976) <i>apud</i> Carroll (1999)	Destacou que as conceituações de RSE carecem de suporte empírico ou teórico e propôs uma definição baseada na noção de ajustes entre ética nos negócios, expectativas sociais e econômicas.
Carroll (1979)	Apresentou quatro dimensões da RSE, econômica; produzir bens e serviços com lucro aceitável, legal; regras legais, ética; expectativas sociais e, a discricionária; voluntária.
Jones (1980) <i>apud</i> Carroll (1999)	Ênfase no processo, em que a RSE deveria ser vista não como um conjunto de resultados, mas como um processo contínuo.
Strand (1983) <i>apud</i> Carroll (1999)	Apresentou um modelo de organização-ambiente, no qual a RSE seria um fluxo contínuo de esforços, associando responsabilidade social ao ambiente organizacional.
Drucker (1984)	Propôs novo significado para a RSE, em que os negócios deveriam transformar problemas sociais em oportunidades, associando lucratividade à RSE.
Aupperle, Carroll e Hatfield (1985)	Buscaram relação entre responsabilidade social e lucratividade, sendo um estudo pioneiro, ao usar um construto de definição teórica de responsabilidade social, como medida de RSE, confirmando as quatro dimensões de Carroll (1979).
Wartick e Cochran (1985) <i>apud</i> Carroll (1999)	Reformularam três aspectos introduzidos por Carroll (1979): responsabilidade social da empresa, baseada em princípios éticos; responsividade social, pensada como processos; gerenciamento de questões sociais, pensado como políticas adotadas.
Epstein (1989)	Relacionou a responsabilidade social à capacidade de resposta e ética nos negócios, institucionalizados como parte de um processo de políticas sociais da organização.
Wood (1991)	Partiu do modelo tridimensional de Carroll (1979) e reformulou o modelo de Wartick e Cochran (1985); deu ênfase aos resultados e ao desempenho social.
Carroll (1991)	Reelaborou seu modelo de quatro dimensões, econômica, legal, ética e discricionária, e propôs substituir discricionária por filantrópica.
OCDE (1991)	Revisou as suas diretrizes propostas em 1976, adicionando compromissos com a proteção ao meio ambiente, ao consumidor e às normas trabalhistas.
Comissão das Comunidades Europeias (2001)	Definiu RSE como um conceito que as empresas devem adotar de forma voluntária, de modo a integrar suas preocupações sociais e ambientais em suas operações, bem como na interação com os seus diversos <i>stakeholders</i> .
Schwartz e Carroll (2003)	Reformularam o modelo de Carroll (1979, 1991), alterando a representação piramidal de RSE, que integra as quatro categorias, para utilizar a representação em diagrama, deixando somente as três dimensões; econômica, ética e legal.
Schwartz e Carroll (2008)	Reelaboraram o seu modelo e propuseram uma nova perspectiva denominada <i>Value, Balance and Accountability</i> (VBA).
ISO 26000 (2010)	Norma com definições mais claras quanto a princípios e práticas da RSE, pautadas na ética e transparência, com foco na integração entre empresa e sociedade.

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

As últimas décadas foram marcadas por avanços significativos rumo ao desenvolvimento sustentável, com o objetivo de deixar um planeta melhor para as gerações posteriores, visando à melhoria da qualidade de vida das populações mais vulneráveis, à redução da pobreza e dos impactos negativos que os negócios causam na sociedade e no meio ambiente, firmando compromissos mensuráveis, prazos urgentes e metas mais ambiciosas, entretanto, o cenário

atual demonstra que ainda há muito a ser feito e novos desafios a enfrentar (ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020).

2.3 Relação entre RSE e Criação de Valor

Diante da mudança na percepção do papel que as empresas desempenham na sociedade, a RSE passou a ser vista como geradora de valor social e de valor econômico. Na atualidade, o modelo tradicional de negócio, focado somente no retorno para o acionista, defendido por Friedman (1970), vem perdendo espaço frente às pressões sociais crescentes, dando lugar às ações de impacto positivo na economia, na sociedade e no meio ambiente, moralmente aceitas pela sociedade, de acordo com Freeman (1984, 2004).

O conceito de valor, de acordo com Silva, Lima e Costa (2015), tem interpretações distintas e sofre mudanças evolutivas, influenciadas pelo ambiente externo, pela cultura, pelas complexidades e instabilidades da sociedade.

Na presente pesquisa, o conceito de valor adotado é do valor econômico; definiu Martins (2009) como a capacidade de gerar riqueza a partir de um ativo, isto é, representa o benefício econômico que a empresa pode produzir a partir dos recursos nela investidos e que melhor reflete o objetivo dos investidores quando destinam recursos para uma empresa.

Para o mercado de capitais, o valor adicionado para o acionista é obtido quando as receitas da operação superam todos os custos ou despesas; segundo Copeland, Koller e Murrin (2001), os investidores, ao aplicarem recursos em uma empresa, esperam obter retornos futuros, ou seja, o valor criado seria o retorno esperado. Para Martins (2009), os investidores aplicam seus recursos visando aos benefícios econômicos que a empresa pode produzir no futuro, ao considerar o que ela pode adicionar de valor a partir do investimento realizado.

Para a sociedade, o valor adicionado é obtido quando a empresa cria riqueza e a distribui aos agentes econômicos que mais contribuíram para a sua criação, de acordo com Cunha, Ribeiro e Santos, (2005), De Luca *et al.* (2009), Meek e Gray (1988) e Santos (2007).

Os desafios globais para o desenvolvimento sustentável são multifacetados e envolvem questões econômicas, sociais e ambientais. Para Hart e Milstein (2003), a criação de valor sustentável aborda quatro perspectivas: i) a redução do consumo de matéria-prima e descarte de poluentes; ii) as operações com níveis mais amplos de transparência e responsabilidade; iii) o desenvolvimento de tecnologias com potencial para reduzir os danos sobre o planeta; e iv) o atendimento às necessidades da comunidade que está localizada na base da pirâmide de renda, determinando a criação e distribuição de renda inclusiva.

No estudo, entende-se por negócio sustentável e responsável, de acordo com o Instituto Ethos (2019), a atividade econômica orientada para a criação de valor econômico-financeiro, ético, social e ambiental, cujos resultados devem ser compartilhados com os públicos afetados. Nesse sentido, além de governos e dos acionistas, a sociedade civil exerce um papel fundamental, no monitoramento das atividades, portanto, a responsabilidade pela manutenção de negócios sustentáveis passou a ser de todos os interessados.

Segundo Elkington (2012), deslocamentos nos valores estão entre as influências mais poderosas já vistas pelos políticos e líderes de negócios, tais mudanças fazem com que a ordem estabelecida fique abalada e, diante dessa situação, a continuidade da empresa pode ser afetada. Segundo o autor, as exigências internacionais por mais transparência nos negócios vêm crescendo de modo acelerado, pressionando cada vez mais as empresas a ajustarem suas condutas perante a sociedade.

Para Clarkson (1995), a importância da criação de valor deve considerar a sobrevivência da empresa e a sua continuidade. O autor atribui o sucesso do negócio à capacidade de seus gestores de criar valor, riqueza ou satisfação para todos os grupos de interessados, que têm ou reivindicam propriedade, direitos e interesses em uma empresa.

Conforme Hart e Milstein (2003), os desafios globais associados ao desenvolvimento sustentável podem contribuir para identificar estratégias e práticas que resultem em um mundo mais sustentável, gerando simultaneamente valor para os acionistas, mas alertam que uma das grandes dificuldades das empresas ainda é relacionar a sustentabilidade ao objetivo de aumentar o valor para o acionista.

Para Faria (2015), de acordo com a teoria dos *stakeholders*, criar valor para um grupo de interessados, que não seja somente os indivíduos que participam no capital das empresas, apresenta-se como um desafio complexo, devido à multiplicidade de expectativas. Nesse sentido, ampliam-se os desafios do gestor ao adotar uma visão mais abrangente que considera outros interesses, além dos empresariais.

Alguns estudos apontaram que a adoção de comportamento empresarial responsável socialmente pode afetar positivamente o resultado da empresa, criando valor para o mercado, ao transmitir uma imagem positiva da empresa, gerar confiança junto aos *stakeholders* e atrair mais investimentos, conforme apontam os autores Carvalho, Kayo e Martin (2010), Medeiros e Mol (2017), Preston e O'Bannon (1997) e Waddock e Graves (1997).

Diante das mudanças provocadas pela globalização, é urgente a adoção de uma abordagem das partes interessadas na criação e no comércio de valor, defende Freeman (2004), e, nessa conjuntura, as grandes corporações são cada vez mais pressionadas a se posicionarem com ética e transparência, para manterem a boa imagem no mercado visando a sua sobrevivência.

Conforme Carroll (1991), o movimento de ética nos negócios da década anterior estabeleceu a responsabilidade ética como componente legítimo da RSE, acompanhando as mudanças de valores sociais, e as empresas precisaram se adequar para atender às novas demandas. Com a evolução da teoria das partes interessadas, abriu-se caminho para que as boas práticas de gestão fossem adotadas pelas empresas de maneira mais ampla, impondo expectativas cada vez maiores para empresas operarem acima do que é exigido por lei.

Acredita-se que um programa eficaz de ética pode contribuir para elevar o valor da empresa (GITMAN, 2004). De acordo com o autor, tal postura poderia reduzir conflitos de naturezas diversas, ocorrência de litígios, riscos e custos adicionais para monitorar e minimizar os problemas. Para Hart e Milstein (2003), a maioria dos gerentes conceitua o desenvolvimento sustentável não como uma oportunidade multidimensional, mas sim como um incômodo unidimensional, que necessita de regulamentações, custos adicionais e responsabilidade.

Conforme Alves (2001), os fatores que influem na capacidade de as empresas competirem no mercado global tendem a incluir a adesão a padrões de comportamento socialmente aceitos, tanto nas matrizes quanto nas filiais localizadas em países emergentes ou em desenvolvimento,

sendo que esses padrões são determinados pela opinião pública. O autor chama atenção para a ideia de empresa cidadã, que vem ganhando um número de adeptos cada vez maior não apenas em países industrializados, mas também em países emergentes.

A geração de riqueza, no sentido de valor sustentável, fez emergir a ideia de criação de valor partilhado ou compartilhado. Nela o papel do agente seria compreender como o valor é criado, para acionistas e/ou proprietários, para empresa e para a sociedade, pautado na ética, na transparência, na moralidade e na boa reputação da empresa, conforme Hart e Milstein (2003), Parmar *et al.* (2010) e Porter e Kramer (2011).

Porter e Kramer (2011) definiram a criação de valor compartilhado como as políticas e práticas operacionais, que aumentam a competitividade da empresa e ao mesmo tempo melhoram as condições socioeconômicas da comunidade na qual opera. Para os autores, as empresas devem se conscientizar do seu papel e da sua importância social, das suas responsabilidades para alcançar o desenvolvimento sustentável, que esteja alinhado à sua estratégia, mas que também atendam às expectativas dos diversos *stakeholders*.

Conforme sinalizou Freeman (1984), as empresas sobrevivem, em parte, devido ao ajuste entre os valores da empresa e as expectativas das partes interessadas, e as questões sociais podem determinar a capacidade de vender seus produtos ou de prestar serviços, isto é, a aceitação no mercado depende da geração de algum benefício às partes.

De acordo com Parmar *et al.* (2010), os negócios são sobre como os clientes, empregados, fornecedores, financeiros, comunidade e gestores interagem e criam valor, e só é possível perceber este mundo se se percebe como estas relações funcionam. O autor reforça a ideia de que os negócios não operam de forma plena se desconsideram interesses diversos.

Alves (2001) ressalta que as empresas são essencialmente geradoras de riqueza, sem a atribuição de funções sociais alheias ao seu funcionamento e aos seus métodos de gestão, e podem gerar sua riqueza de forma socialmente responsável. Conforme o autor, trata-se de uma concepção mais ampla de riqueza, que incorpora bens materiais tangíveis e valores intangíveis.

No sentido mais amplo de riqueza, as empresas devem adotar posturas coerentes com as expectativas sociais, de acordo com as leis trabalhistas, ambientais, sanitárias, entre outras

normas, visando ao desenvolvimento sustentável. Alerta Alves (2001) que a ideia não se fundamenta somente no que as empresas devem fazer, mas também apontam o que elas devem deixar de fazer, ao propor que as empresas abandonem comportamentos e hábitos contrários aos princípios socialmente aceitos.

Devido as suas particularidades, a responsabilidade social pode ser considerada uma forma de diferenciação das empresas no mercado, portanto, um ativo intangível capaz de gerar valor. Medeiros e Mol (2017) defendem a proposição de que esses ativos intangíveis são os principais *drivers* de aumento de valor de mercado nas empresas. Os autores basearam-se em diversos trabalhos que reforçam essa ideia, mas destacam que os resultados ainda são divergentes.

Em mercados progressivamente mais abertos e competitivos, destacar-se no campo social mostra-se atraente aos investidores, uma alternativa para se atingir melhores resultados. Estudos buscaram comprovações empíricas das relações entre RSE e a criação de valor.

Segundo Carvalho, Kayo e Martin (2010), a carteira de intangíveis mostra-se um importante elemento de diferenciação, contribuindo para o aumento da criação de valor das empresas. Ressaltam os autores que o potencial desses ativos intangíveis em gerar riquezas está diretamente ligado aos seus atributos, características particulares que os diferenciem no mercado e que foram desenvolvidas internamente na empresa.

Medeiros e Mol (2017) atualizaram os estudos de Carvalho, Kayo e Martin (2010), mostrando que investigações acerca da persistência do desempenho superior de empresas brasileiras de capital aberto podem ser atribuídas a ativos tangíveis e intangíveis, aos níveis de governança e ao grau de responsabilidade social. Os resultados se mostraram difusos, em que a intangibilidade reduz a persistência do desempenho na maioria dos setores. A tangibilidade e os níveis de governança apresentaram efeito heterogêneo, enquanto a responsabilidade social impactou de maneira positiva e significativa a persistência do desempenho superior.

Em uma perspectiva de criação de valor mais ampla, a atividade econômica deve gerar lucro, mas também se preocupar em mitigar os riscos e danos causados à sociedade e ao meio ambiente. Ademais, empresas socialmente responsáveis baseiam suas decisões em instrumentos de governanças avançados, visando garantir que suas decisões tragam benefícios para os acionistas e para a sociedade no longo prazo. Alguns estudos buscam demonstrar essa relação.

Silva, Lima e Costa (2015) identificaram a conceituação dos determinantes da criação de valor. Revisitaram o conceito de valor por meio do paradigma econômico-social em uma revisão de literatura em diferentes disciplinas que colabora para definir conceitualmente os determinantes da criação de valor. Constataram que a sustentabilidade é um dos conceitos fortes na agenda estratégica das empresas, de valor intangível e elevado, tanto quanto valores de credibilidade e reputação, orientando a criação e a manutenção de valor no longo prazo.

Preston e O'Bannon (1997) analisaram a relação entre indicadores de desempenho social e financeiro em 67 grandes empresas americanas, entre 1982 a 1992. Calcularam os coeficientes de correlação, no mesmo ano e com defasagem, dos indicadores socioambientais; responsabilidade com a comunidade e meio ambiente, retenção de pessoas, qualidade dos produtos e serviços e dos indicadores financeiros; retorno sobre ativos, sobre o patrimônio e sobre o investimento. Os resultados apontaram correlação positiva e estatisticamente significativa entre os indicadores de desempenho. Os indicadores socioambientais afetaram positivamente os indicadores financeiros, e vice-versa.

Waddock e Graves (1997) mediram a influência do desempenho financeiro e social, e vice-versa, para os indicadores sociais; comunidade, colaboradores, meio ambiente, características do produto e tratamento com as minorias. Os indicadores financeiros foram retorno sobre o ativo, o patrimônio líquido e as vendas, para as variáveis tamanho, tolerância ao risco e setor. Os resultados apontaram que o desempenho financeiro influencia o desempenho socioambiental, e o contrário. A disponibilidade de recursos influencia positivamente o desempenho socioambiental, e o bom desempenho socioambiental influencia positivamente o desempenho financeiro futuro. Concluiu-se que a boa gestão e o desempenho social estão positivamente relacionados.

Conforme Lopes (2015), considerado um dos principais desafios da gestão do futuro, as relações com os *stakeholders* condicionam as decisões dos gestores pressionados para resultados imediatos, enquanto procuram desenvolver práticas socialmente responsáveis. Contrária à visão tradicionalmente focada nos lucros dos acionistas, segundo Friedman (1970), a adoção da RSE seria um caminho para a criação de valor sustentável, ao reduzir as pressões internas e externas, os riscos e os impactos negativos do negócio, conforme apontam Elkington (2012), Freeman *et al.* (2020) e Porter e Kramer (2011).

2.4 Índice de Sustentabilidade Empresarial no Brasil

No Brasil, o mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, popularmente chamado ‘bolsa de valores’, é um ambiente em que os investidores, através de sistemas de negociação, fazem transações de compra e venda de títulos de empresas de capital aberto.

De acordo com a CVM (2019), na relação que se estabelece no mercado de capitais, os investidores, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos, denominados valores mobiliários, que representam as condições estabelecidas no negócio. Nesse ambiente, a relação deve ser pautada na confiança, pois os investidores precisam de informações fidedignas sobre as empresas.

Nos anos sessenta, iniciaram-se, no país, grandes reformas econômicas, entre elas, a reforma do mercado financeiro, com legislação específica voltada para o desenvolvimento desse mercado. Foram promulgadas a Lei n.º 6.404/1976, nova Lei das Sociedades por Ações, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades abertas, e a Lei n.º 6.385/1976, que criou a CVM, uma instituição governamental, destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.

Nesse período, começava a se estabelecer no país, de modo ainda tímido, um mercado de capitais mais profissional, cuja legislação contribuiu, significativamente, para o crescimento do mercado, dando mais segurança jurídica e transparência (CVM, 2019).

Em países em desenvolvimento ou denominados ‘Terceiro Mundo’, como o Brasil, ressaltam Marcondes e Bacarji (2010) que a industrialização iniciada na década de 1960 não trouxe o desenvolvimento esperado, em especial nos aspectos relacionados à saúde e educação. Segundo os autores, a percepção de crescimento econômico como sinônimo de desenvolvimento não se sustentou, abrindo espaço para questionamentos e desconfianças.

Nesse contexto, o caminho da adoção de princípios e práticas sustentáveis apresenta-se como uma alternativa para reduzir os impactos negativos que os negócios causam na sociedade e no meio ambiente. Defende Elkington (2012) a sustentabilidade como um princípio que assegura

que as ações de hoje não limitarão a gama de opções econômicas, sociais e ambientais disponíveis para as gerações futuras.

No início dos anos 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) se consolidou como a principal bolsa do país (CVM, 2019). A reforma trazida pela Lei n.º 10.303/2001 alterou e acrescentou dispositivos importantes à Lei n.º 6.404/1976, fazendo com que o mercado de capitais brasileiro adotasse princípios e práticas de governança mais arrojados, que ao longo dos anos se consolidaram.

Com a evolução dos mercados e inovações financeiras, a bolsa brasileira se diversificou, e foi neste período que a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP), criada em 1984, e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), criada em 1986, destacaram-se como referências e lideraram seus segmentos no país durante muitos anos (CVM, 2019).

A BOVESPA, BM&F e CETIP notabilizaram-se pela adoção das melhores práticas de governança, alinhadas aos padrões internacionais, com profissionalização e crescimento contínuos. No final da década de 2000, essas empresas passaram a ter suas ações negociadas na BOVESPA. Em 2008, a BM&F e a BOVESPA se fundiram, dando origem à BM&FBOVESPA, e, em 2017, em uma fusão entre a BM&FBOVESPA e CETIP, originou-se a B3, única bolsa de valores do país, que figura entre as 20 principais empresas de infraestrutura de mercado no mundo (CVM, 2019).

A criação da B3 foi um marco na consolidação do mercado brasileiro, com um trabalho voltado para desenvolver e viabilizar o mercado financeiro, com valores pautados em atitude correta, abertura e colaboração, proximidade e satisfação do cliente, solidez e credibilidade e ambiente para as pessoas se desenvolverem (B3, 2019).

Conforme a CVM (2019), nos últimos anos surgiram no país várias iniciativas institucionais e governamentais, com o objetivo maior de assegurar melhorias das práticas de governança das empresas; nesse contexto, criou-se no país um ambiente econômico e legal mais confiável e transparente, favorável aos investimentos nacionais e estrangeiros. Nessa época, muitas companhias brasileiras abriram capital no exterior e precisaram se adequar às normas internacionais. Segundo Alves (2001), à proporção que padrões de comportamento socialmente

aceitos se propagaram nos planos interno e internacional, aumentaram as expectativas dos *stakeholders* passando a exigir que esses padrões fossem codificados e colocados em prática.

Nos últimos dez anos, CVM (2019), além do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, implantadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o mercado testemunhou, via diferentes agentes, o lançamento de outros códigos de boas práticas para empresa e investidores. Esses avanços na agenda de governança foram fundamentais para a consolidação do mercado financeiro no país.

Na atualidade, a gestão transparente e os capitais social e ambiental têm sido muito valorizados pela sociedade, despertando, de forma crescente, o interesse dos investidores. Nesse ambiente, o gestor deve zelar para reduzir as externalidades negativas do negócio, buscando equilibrar os interesses da organização, acionistas, governos e sociedade.

Temáticas como sustentabilidade, responsabilidade e ética empresarial, transparência, justiça social, preservação do meio ambiente, mudanças climáticas, entre outras, que visam a um desenvolvimento mais sustentável, consolidaram-se na agenda global nas últimas décadas e passaram a ser demonstradas através de indicadores e padrões de conduta socialmente aceitos (MARCONDES; BACARJI, 2010; ONU, 2020; PODDI; VERGALLI, 2009).

Para Marcondes e Bacarji (2010), o desenvolvimento de indicadores de responsabilidade social no século 20 evoluiu a partir da percepção tanto de grupos sociais e acionistas de que deveria haver princípios e limites éticos para a atividade empresarial. Nesse cenário, aumentaram as pressões por empresas mais comprometidas com os problemas sociais e ambientais, favorecendo a criação e popularização desses indicadores pelo mundo.

Segundo Poddi e Vergalli (2009), o crescente surgimento de certificações e índices demonstra que as empresas estão se certificando como socialmente responsáveis e adotando comportamentos ambientalmente e socialmente aceitos. Os autores destacam os índices internacionais *Dow Jones Sustainability Index*, da Bolsa de Nova York, e *FTSE4Good*, da Bolsa de Londres, considerados de grande confiabilidade no mercado.

Nesse contexto, o mercado financeiro percebeu o movimento de adoção das empresas ao desenvolvimento sustentável, que corresponde ao compromisso permanente com a integridade

ambiental e aos princípios da RSE (NUNES *et al.*, 2010). Os investidores entenderam que não seria uma onda passageira, mas que ações concretas e sustentáveis poderiam gerar resultados financeiros no longo prazo.

Outro fator que favoreceu a evolução dos índices de sustentabilidade, de acordo com Marcondes e Bacarji (2010), foram as crises sucessivas decorrentes do estouro de bolhas acionárias e de colapsos de grupos econômicos. Tais crises para os autores contribuíram para um ambiente de desconfiança sobre a gestão voltada exclusivamente para o lucro, defendida por Friedman (1970), segundo o qual os interesses e a riqueza do acionista seriam prioridades.

Em 2005, a BM&FBOVESPA lançou o ISE, o quarto indicador de sustentabilidade no mundo e o primeiro lançado na América Latina, considerado uma evolução no mercado brasileiro, ao incentivar grandes empresas a adotarem e a divulgarem melhores práticas de sustentabilidade. O projeto ISE foi financiado pelo *International Finance Corporation*, braço financeiro do Banco Mundial, com a missão de apoiar investidores nas decisões sobre investimentos socialmente responsáveis (MARCONDES; BACARJI, 2010).

No conceito TBL ou tripé da sustentabilidade, desenvolvido por Elkington na década de noventa, a empresa que recusa o desafio imposto pelos três pilares corre o risco de ser extinta. Ressalta o autor que a sustentabilidade empresarial é o TBL, em que as atividades empresariais devem ser pautadas na prosperidade econômica, qualidade ambiental e justiça social, para atender às expectativas da sociedade que se reformulam com o passar do tempo, assim, visando garantir a sua continuidade no futuro (ELKINGTON, 2012).

Seguindo esse conceito, o ISE foi uma construção *multistakeholders*, fato que trouxe consistência e credibilidade, devido ao processo participativo e transparente, que envolveu, na construção da metodologia de avaliação, representantes de empresas, governo, academia e sociedade civil (MARCONDES; BACARJI, 2010). O ISE mede o desempenho de empresas quanto as suas estratégias, políticas e práticas sustentáveis. Tem como premissas a produção e o consumo sustentáveis, melhores resultados, menores riscos e maior competitividade. Segundo B3 (2020), o objetivo do ISE é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas com reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial.

O índice auxilia o investidor em sua escolha, pois permite acompanhar e comparar a performance de empresas preocupadas com sustentabilidade, com base na eficiência econômica, no equilíbrio ambiental, na justiça social e na governança corporativa. Segundo Marcondes e Bacarji (2010), o ISE estimula outras companhias a incorporar questões ambientais, sociais e de governança aos processos de decisão sobre investimentos, de modo a tornar o mercado mais atrativo para os investidores.

Em 2010, ocorreu uma mudança significativa na metodologia do ISE de composição da carteira, que reduziu o limite de 25% de participação por empresa, para 15% por setor, levando em conta todos os tipos de ações das empresas, e tal mudança ocasionou maior diversificação da carteira. No mesmo ano, adotaram-se, para o índice, os Princípios para o Investimento Responsável, proposto pela ONU (B3, 2020).

O questionário do ISE não mede o quanto uma empresa é sustentável, mas dá suporte para formar uma expectativa do desempenho sustentável de uma empresa em certos temas, a partir de práticas e políticas que ela declara adotar (B3, 2020). Serve para filtrar as empresas mais comprometidas com a sustentabilidade, que realizam ações concretas e passíveis de comprovação.

O ISE tem quatro fundamentos: i) transparência do processo e dos resultados; ii) diálogo aberto com as partes interessadas com legitimidade, representatividade e atualidade; iii) aperfeiçoamento contínuo do escopo e do processo, baseado em pesquisas acadêmicas e processos participativos, com questionário atualizado anualmente, atendimento de novas demandas e das expectativas sociais; iv) autonomia financeira, metodológica e decisória, com a garantia das condições materiais, técnicas e de gestão, com legitimidade e credibilidade (B3, 2020).

O índice atende três públicos: investidores na decisão e na avaliação do desempenho; empresas que queiram se destacar no mercado e ter melhor acesso a capitais; e, por fim, a sociedade em geral ao estimular o desenvolvimento sustentável. Para atender este público, prioriza empresas que se enquadrem na sua tese de investimento; divulga informações confiáveis e úteis para os investidores; fornece referências para as empresas interessadas em alinhar aos seus critérios; reflete sobre o 'estado da arte' em sustentabilidade empresarial, com base na ciência e nas expectativas sociais (B3, 2020).

O ISE avalia, de modo integrado, elementos ambientais, sociais e econômico-financeiros. A essa base inicial foram adicionadas outras três dimensões, governança corporativa, características gerais e natureza do produto, e, em 2011 foi acrescida a dimensão mudanças climáticas (B3, 2020). Atualmente, a estrutura do índice se mantém, as dimensões se subdividem em temas transversais e se desdobram em perguntas não setorializadas. As empresas selecionadas pela liquidez são avaliadas pelos aspectos de sustentabilidade em sete dimensões: Social, Geral, Natureza do Produto, Governança Corporativa, Mudança do Clima, Ambiental, Econômico-Financeira, conforme apresentado na Figura 2 a seguir.

Figura 2 - Dimensões do Índice de Sustentabilidade Empresarial



Fonte: Elaborada pela autora (2021), a partir de informações da Brasil, Bolsa e Balcão - B3 (2020).

De acordo com as informações da B3 (2020), cada dimensão do ISE tem uma coordenação própria, mas todas são consideradas de modo integradas, subdivididas em um conjunto de critérios; atualmente, cada critério é dividido em 72 indicadores, que dão origem a mais de 300 perguntas.

As formas de participação no ISE são: processo fechado para empresa ‘Elegível’, mediante convite às emissoras das 200 ações mais líquidas; processo aberto a todas as empresas listadas na B3, sendo ‘Treineira’, para preparação e acompanhamento do processo, ou ‘Simulado’, para autoconhecimento e baseado no último processo. Existe também a forma de participação de empresas de capital fechado, através do ‘Diagnóstico Base ISE’; para autoconhecimento e baseado no último processo (B3, 2020).

Para compor a carteira do índice, são selecionadas anualmente até 40 empresas mais comprometidas com a sustentabilidade, conforme critérios de liquidez, governança, ações sociais e ambientais. O questionário avalia aspectos quantitativos e qualitativos, atestados mediante envio de documentos. O ciclo anual para renovação do questionário e da carteira ISE é feito por meio de consulta pública *on-line*, oficinas de revisão com empresas e especialistas, revisão dos coordenadores de dimensão, audiência pública, aprovação do conselho, e, por fim, faz-se o lançamento do questionário (B3, 2020).

Considerado formador de tendências para o mercado, o indicador é útil para os agentes e investidores. Exerce um papel crucial no Brasil de fomentador e disseminador da cultura de sustentabilidade nas empresas. Cabe destacar, também, seu uso como instrumento de comunicação das ações de sustentabilidade em vários campos, dando visibilidade às empresas.

De acordo com a B3 (2020), o ISE estabelece diferenças em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas.

Após 15 anos da criação do ISE, uma nova fase foi iniciada, incorporando à sua metodologia questões da Agenda 2030 e dos ODS, propostas pela ONU, visando aprimorar suas análises e compartilhar conhecimento. Como objetivos estratégicos para anos de 2016 a 2020, foi

proposto aumentar a relevância do índice para os investidores; fortalecer a cultura de sustentabilidade nas empresas; e expandir o reconhecimento junto à sociedade (B3, 2020).

Para se alcançar os objetivos da Agenda de 2030 e da ODS, ajustou-se a metodologia do ISE, conforme a B3 (2020), com práticas de gestão e de monitoramento, avaliação e comunicação dos impactos, tendo como referência o conjunto da ODS priorizados por meio de uma análise de materialidade, a partir de aspectos essenciais da Agenda 2030: urgência, escala, inclusão, integração e indivisibilidade. Essas ações vêm se consolidando, com alto nível de adesão às práticas de gestão, ambicionando o desenvolvimento sustentável.

A consolidação da nova agenda representa um grande desafio para os próximos anos, assim como a redução dos custos de observância para as empresas. Destaca-se que, em contextos muito diversos, adequar a linguagem utilizada é um aspecto essencial para a divulgação dessa agenda, utilizando-se de narrativas e perspectivas que sejam compreensíveis, relevantes e mobilizadoras para diferentes públicos (B3, 2020).

Para o investidor que pretende destinar seus recursos a empresas destacadas como socialmente responsáveis, uma seleção através de um índice com esse propósito facilita a escolha e dá visibilidade a essas empresas no mercado. Alguns estudos apontaram resultados convergentes positivos; empresas consideradas socialmente responsáveis, que compõem o ISE, em comparação com aquelas que não participam do índice, demonstraram ganhos financeiros.

Sousa *et al.* (2011) agrupam as empresas que mais se destacam na área social e ambiental em uma carteira única, capaz de evidenciar o retorno de suas operações financeiras e econômicas, para demonstrar o desempenho e apontar qual o grau de correlação entre suas receitas líquidas e o ISE, entre 2005 a 2009. Em 2007, após um ano de ingresso no ISE, suas receitas líquidas aumentaram 56,46% em relação a 2006, a carteira aumentou no mesmo período 40,35%, e 86,9% das variações do ISE são explicadas pela variação nos resultados da carteira, ou seja, quanto mais varia o ISE, mais as receitas líquidas variarão respectivamente no percentual declarado.

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) investigaram o ISE, como mecanismo de sinalização da responsabilidade social no endividamento e no risco, em experimento natural com 378 empresas, divididas em grupos de tratamento e de controle, entre 2003 a 2008. Os resultados

apontaram que as empresas que sinalizaram RSE tiveram relação negativa com o endividamento e o risco, sugerindo que o ISE possa ser um canal crível para as empresas melhorarem o relacionamento com seus *stakeholders*.

Rossi Júnior (2009) analisou se a RSE teve impacto sobre o valor da empresa, em uma amostra de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, de 2005 a 2007, utilizando Q de Tobin das empresas como *proxy* de seu valor de mercado. Constatou que as empresas que compõem o ISE são mais rentáveis quando comparadas às demais. O resultado foi robusto para a inclusão de um conjunto de variáveis de controle e o método de estimação. Após feito o controle de autoseletividade, os resultados confirmam que as políticas com foco na RSE agregam valor à empresa e superam os custos de adoção.

Em contraponto, outros estudos mostraram aspectos negativos, inconclusivos ou sem efeito algum na relação entre RSE e a criação de valor para o mercado, entre empresas que compõem o ISE e aquelas que estão fora da carteira, indicando aumento de custos, a piora dos resultados financeiros e ausência de ganhos significativos.

Cristóvão *et al.* (2016) verificaram se existia correlação positiva entre a participação no ISE e o desempenho financeiro, comparando com empresas do mesmo segmento ausentes do índice. Observaram se as práticas de sustentabilidade afetam a valorização e a volatilidade dos preços das ações, em 8 empresas de 4 segmentos, entre 2006 a 2014. Constataram que os segmentos bancos e petroquímicos tiveram bom desempenho, enquanto energia elétrica e papel e celulose tiveram desempenho insatisfatório, não sendo possível uma correlação específica entre o ISE e as variáveis analisadas.

Silva *et al.* (2015) compararam indicadores de rentabilidade entre um grupo de empresas do ISE e um grupo de referência, para verificar se a gestão sustentável gerou rentabilidade e se criou valor aos acionistas. Evidências indicaram que, apesar de o ISE possuir uma carteira teórica diferenciada, voltada ao tema social, a rentabilidade foi semelhante ou inferior à do grupo de referência, porém, o grupo ISE apresentou outras formas de criação de valor, como menor volatilidade e menor exposição ao risco.

Freguete, Nossa e Funchal (2015) analisaram a relação entre a prática de responsabilidade social e o desempenho financeiro de empresas brasileiras listadas no ISE durante a crise financeira de

2008. Os resultados apontaram que não foi possível afirmar que as empresas que seguem as práticas de responsabilidade social corporativa tiveram melhor desempenho financeiro durante a crise econômica e não houve benefício no curto prazo.

O estudo de Nunes *et al.* (2010) investigou as variáveis que influenciam a adesão das empresas ao ISE, baseado na teoria das partes interessadas, a partir de uma amostra de 124 empresas. A relação estabelecida foi o tamanho da empresa, setor de atividade, concentração acionária, localização do controle acionário, ser emissora de *American Depositary Receipts* e ser de propriedade estatal. Os resultados indicam que, estatisticamente, apenas o tamanho da empresa e o setor de atividade foram determinantes para a adesão das empresas ao ISE.

O estudo de Macedo *et al.* (2009) analisou o desempenho de empresas socialmente responsáveis, através dos indicadores contábil-financeiros de liquidez, endividamento e lucratividade, para uma amostra de 24 empresas do ISE no ano de 2006 em relação a outras pertencentes aos mesmo setores, listadas entre as Melhores e Maiores da Revista Exame no ano de 2007. Os resultados indicaram a inexistência de diferenças significativas nos índices utilizados entre os dois grupos de empresas nos setores observados.

Destaca-se que o campo para pesquisas a respeito da relação entre a RSE, indicadores de sustentabilidade e criação de valor, apresenta-se vasto, com inúmeras possibilidades de abordagens, tanto pela perspectiva de mercado quanto da sociedade.

2.5 Valor Adicionado

O contexto empresarial mudou drasticamente nas últimas décadas, e, para acompanhar essas mudanças, a gestão direcionada para a criação de valor vem ganhando espaço de maneira progressiva, tanto no meio empresarial quanto na sociedade.

Segundo Bao e Bao (1998), a utilidade da publicação do valor adicionado está em demonstrar às partes interessadas os benefícios que foram gerados a partir dos esforços da empresa e como estes foram compartilhados. Para Meek e Gray (1988), a informação do valor adicionado é útil para diversos *stakeholders*, pois, a partir dela, é possível verificar a capacidade da empresa criar

riqueza para a sociedade e identificar como foi feita a distribuição entre os agentes que mais contribuíram para a sua criação.

Medir o valor adicionado do negócio, a partir da perspectiva financeira, pode contribuir para demonstrar, de forma objetiva, o quanto o negócio adicionou para o mercado, bem como sua contribuição quantificável à sociedade; entretanto, cabe ressaltar que os desdobramentos desses resultados vão além das medidas financeiras.

Entre as medidas de valor adicionado para o mercado, duas bastante presentes na literatura são: EVA, que é o lucro operacional menos o custo de todo o capital utilizado para que esses lucros fossem produzidos; e o MVA, que é a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o capital investido. Para medir a criação de valor para a sociedade, será utilizado como *proxy* o Valor Adicionado a Distribuir (VAD) aos agentes econômicos que contribuíram para criá-lo, extraído do demonstrativo DVA.

2.5.1 Demonstração do Valor Adicionado (DVA)

A credibilidade de empresas junto ao mercado e à sociedade tem exigido cada vez mais transparência das informações divulgadas. Comprovar as ações de responsabilidade social, através de demonstrativos estruturados e confiáveis, é uma forma de se prestar contas aos diversos usuários sobre a atuação da empresa no campo social.

Nesse contexto, a DVA apresenta-se como um demonstrativo útil para evidenciar o valor criado e distribuído, identificando os agentes beneficiados, segundo Assaf Neto (2020), Consenza (2003), Cunha, Ribeiro e Santos (2005), De Luca *et al.* (2009), Matarazzo (2017), Meek e Gray (1988) e Santos (2007).

A informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas escolhas de seus usuários (CPC 00, 2011). São informações fidedignas, úteis para auxiliar no processo de decisão, que contribuem para entender e avaliar o impacto de eventos passados, presentes ou futuros, estruturadas de modo a permitir comparabilidade. Para Barros *et al.* (2013), a

diversidade de informações contábeis, por parte das entidades, mostra-se útil a diversos agentes econômicos que possuem interesse na divulgação dessas informações.

Diversas iniciativas pelo mundo são feitas objetivando estruturar, unificar e simplificar o conteúdo das informações sociais para que atenda o maior número possível de usuários. No que se refere à RSE, as publicações obrigatórias ou voluntárias evoluíram muito ao longo dos anos e foram incrementadas com informações e demonstrativos complementares. Destaca-se que muitas dessas publicações são auditadas, ainda que isso não seja obrigatório, visando dar mais confiabilidade às informações.

A ideia de RSE popularizou-se na Europa na década de setenta. E foi a partir desta ideia que, em 1971, a companhia alemã Steag produziu e divulgou uma espécie de relatório social, um balanço de suas atividades sociais (IBASE, 2008). A ideia se desenvolveu e ganhou adesão em vários países, em destaque nos Estados Unidos da América, que estruturaram e padronizaram as informações em um único relatório, que deu origem ao que hoje conhecemos como Balanço Social (BS).

O BS não seguiu um modelo padrão nos países que o adotaram. Em alguns modelos, foi dado maior destaque tanto aos aspectos positivos das ações de RSE quanto àqueles relacionados à fragilidade da atuação da empresa no campo social, conforme destacou De Luca *et al.* (2009). Nesse sentido, a falta de padronização mostra-se uma fraqueza, pois pode variar conforme os interesses, dificultando a comparabilidade entre empresas e entre países.

Ainda na década de setenta, o BS chega ao Brasil, de forma espontânea, por iniciativa social e religiosa, discutindo mudanças na mentalidade do empresariado e incentivando a publicação de ações voluntárias e filantrópicas. Nessa época, questões relacionadas à responsabilidade empresarial, aos problemas sociais e ambientais não haviam emergido no país, segundo De Luca *et al.* (2009), IBASE (2008), Santos (2007), Silva (2001) e Tinoco (2001).

A definição de BS, conforme Santos (2007), representa um instrumento colocado nas mãos dos empresários para que possa refletir, medir e sentir como vai a sua empresa no campo social. Para Assaf Neto (2020), o BS é um instrumento à disposição da sociedade para demonstrar suas relações com a empresa e descreve de modo amplo a realidade econômica e social da entidade. Segundo Silva (2001), o BS demonstra a responsabilidade social de maneira mais transparente.

Para Tinoco (2001), o BS evidencia a responsabilidade da empresa com seus diversos públicos, prestando contas da sua atuação no campo social e ambiental. De acordo com Kroetz (2000), destaca-se a relevância das informações apresentadas no BS, imprescindíveis, para análise, controle, avaliação e escolhas nas empresas, e tem-se, como consequência e propósito maior, a contribuição efetiva para a prosperidade das entidades.

A partir da década de noventa, as ações sociais tornaram-se mais concretas e passaram a ser vistas como uma parte da estratégia empresarial. Ressalta Santos (2007) que as empresas passaram a divulgar de forma sistemática as ações sociais realizadas em relação à comunidade, ao meio ambiente e aos próprios funcionários, dando maior visibilidade a essas ações.

O demonstrativo BS, conforme Machado, Machado e Santos (2010), possui pelo menos quatro dimensões, a saber: a do valor adicionado, a de recursos humanos, a de recursos ambientais e a das relações com a sociedade. Enfatizam os autores que as informações do BS podem ser apresentadas em conjunto ou separadas, dependendo da necessidade do usuário.

O BS tornou-se mais abrangente, apresentando uma complexidade de informações, e incorporou a DVA, como um de seus componentes fundamentais para demonstrar a geração e a distribuição da riqueza; ressalta-se que a DVA não o substituiu, apenas o complementa. Para Assaf Neto (2020), a DVA surgiu para preencher essa lacuna, no que se refere às informações divulgadas pelo conjunto das demonstrações já existentes.

Segundo Cosenza (2003), as primeiras informações sobre a aplicação do valor adicionado foram identificadas na década de vinte, nos Estados Unidos da América, tendo sido utilizado como base para cálculo dos sistemas de pagamento de incentivos governamentais. Conforme Knell (1986) *apud* Cosenza (2003), a definição de valor adicionado já era secular em sua magnitude macroeconômica, e, portanto, a DVA seria uma nova forma de aplicação do conceito. Destaca-se que a conceituação e a forma de cálculo do valor adicionado podem variar de acordo com a abordagem, o país, a regulamentação, entre outros fatores.

O demonstrativo DVA originou-se na Europa. Conforme Cunha, Ribeiro e Santos (2005), seu desenvolvimento foi impulsionado pela urgência na introdução do imposto sobre valor agregado nos países europeus. Segundo os autores, a popularização ocorreu no fim da década

de setenta, no Reino Unido, com a publicação *Corporate Report*, elaborada pelo *Accounting Standards Steering Committee*, atualmente conhecido como *Accounting Standards Committee*.

A DVA, segundo Scherer (2006), é uma ferramenta mediadora dos conflitos e da redução da assimetria informacional, entretanto, pode desencadear outros conflitos entre os *stakeholders*, por conta da percepção de que o aumento da participação de um grupo decorre da diminuição da participação de outro. Meek e Gray (1988) destacaram a interdependência entre os *stakeholders*, em que a apresentação da DVA pode levar a uma maior coesão, em especial entre empresa e empregados ao demonstrar a sua participação na criação da riqueza.

Matarazzo (2017) ressaltou a importância que os demonstrativos vêm ganhando no Brasil, pois atende às expectativas de usuários interessados em algum aspecto na empresa ou nas informações sociais que ela produz. Segundo o autor, a DVA apresenta-se abrangente, do ponto de vista social, pois demonstra a capacidade que a empresa tem em gerar e distribuir a sua riqueza, bem como apresenta os seus principais beneficiários.

Para De Luca *et al.* (2009), a DVA tem uma relação estreita com o conceito de responsabilidade social, pois atende às necessidades de informações dos usuários sobre o valor da riqueza criada e a sua utilização. Assinalam os autores que o demonstrativo considera as atividades da empresa como um esforço coletivo de vários *stakeholders*, evidenciando a participação de cada um dos agentes que contribuíram para a criação dessa riqueza. Autores como Cunha, Ribeiro e Santos (2005) e Santos (2007) salientaram a DVA como uma importante ferramenta para demonstrar informações relevantes para a sociedade, no que se refere à criação e distribuição da riqueza adicionada, de forma estruturada e padronizada.

Para Assaf Neto (2020), o objetivo principal da DVA é o de demonstrar o quanto a empresa agregou de riqueza e como ela distribuiu esses recursos aos agentes que contribuíram para formar essa riqueza. O autor destaca um benefício notório deste demonstrativo, que pode ser utilizado como forma de avaliar o desempenho e de acompanhar a criação de valor para a sociedade, isto é, permite identificar o quanto a empresa criou de valor efetivamente para a sociedade no exercício.

De acordo com De Luca *et al.* (2009), a DVA contém informações que permitem comparar a riqueza criada pela empresa com a riqueza nacional, pode ser uma forma alternativa de se medir

o PIB nacional, regional ou setorial, desde que estes utilizem as mesmas bases de mensuração. Por isso, mostra-se uma importante ferramenta de avaliação da riqueza adicionada por um país, com linguagem abrangente que atinge diversos públicos de interesse.

A não obrigatoriedade da publicação da DVA e seu potencial de notoriedade junto à sociedade fizeram com que vários países adotassem sua publicação voluntariamente, assim como foi no Brasil, segundo De Luca *et al.* (2009), em poucos países a publicação da DVA é obrigatória por lei, porém o *International Accounting Standards Board* (IASB) incentiva sua divulgação.

No Brasil, o marco legal da DVA foi a Lei n.º 11.638/2007, que modificou a Lei n.º 6.404/1976, ‘Lei das Sociedades por Ações’, ao introduzir a obrigatoriedade da divulgação somente para companhias abertas. A DVA não está prevista nas Normas Internacionais de Contabilidade, emitidas pelo Quadro Internacional de Normas Contábeis, mas as normas referentes à elaboração e apresentação estão especificadas no Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) n.º 09 de 2008, aprovado pela CVM na deliberação n.º 557/2008 (CPC, 2020; CVM, 2019).

Pelo fato de não ser uma publicação obrigatória no Brasil para todas as empresas, limita-se o universo de uso e de pesquisas desse demonstrativo; entretanto, as empresas de capital aberto, obrigadas a publicá-lo, representam uma parcela significativa da riqueza gerada no país e, portanto, são de grande relevância no contexto econômico e social.

Segundo Cunha, Ribeiro e Santos (2005), a partir das discussões sobre qual seria a responsabilidade social da empresa e como ela deveria prestar contas dessa responsabilidade à sociedade, as empresas brasileiras perceberam a importância do cálculo e da divulgação do valor adicionado criado e distribuído. Para os autores, a DVA mostrou-se um importante braço do BS, na complementação das informações sociais. Ressaltam que, apresentada de modo isolado, DVA também é relevante, pois contém informações conclusivas a respeito da riqueza das empresas.

O Pronunciamento Técnico CPC 09 tem como objetivo estabelecer critérios para elaboração e divulgação da DVA, a qual representa um dos elementos componentes do BS e tem por finalidade evidenciar a riqueza criada pela entidade e sua distribuição, durante determinado período, conforme modelo apresentado no Quadro 3 a seguir (CPC, 2020).

Quadro 3 - Modelo da Demonstração do Valor Adicionado para empresas em geral - CPC 09

DESCRIÇÃO
1 - RECEITAS
1.1) Vendas de mercadorias, produtos e serviços 1.2) Outras receitas 1.3) Receitas relativas à construção de ativos próprios 1.4) Provisão para créditos de liquidação duvidosa - Reversão/Constituição
2 - INSUMOS ADQUIRIDOS DE TERCEIROS (Inclui os valores dos impostos - ICMS, IPI, PIS e COFINS)
2.1) Custos dos produtos, das mercadorias e dos serviços vendidos 2.2) Materiais, energia, serviços de terceiros e outros 2.3) Perda/Recuperação de valores ativos 2.4) Outras (especificar)
3 - VALOR ADICIONADO BRUTO (1 – 2)
4 - DEPRECIAÇÃO, AMORTIZAÇÃO E EXAUSTÃO
5 - VALOR ADICIONADO LÍQUIDO PRODUZIDO PELA ENTIDADE (3 – 4)
6 - VALOR ADICIONADO RECEBIDO EM TRANSFERÊNCIA
6.1) Resultado de equivalência patrimonial 6.2) Receitas financeiras 6.3) Outras
7 - VALOR ADICIONADO TOTAL A DISTRIBUIR (5 + 6)
8 - DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO
8.1) Pessoal 8.1.1 - Remuneração direta 8.1.2 - Benefícios 8.1.3 - F.G.T.S 8.2) Impostos, taxas e contribuições 8.2.1 - Federais 8.2.2 - Estaduais 8.2.3 - Municipais 8.3) Remuneração de capitais de terceiros 8.3.1 - Juros 8.3.2 - Aluguéis 8.3.3 - Outras 8.4) Remuneração de capitais próprios 8.4.1 - Juros sobre o capital próprio 8.4.2 - Dividendos 8.4.3 - Lucros retidos/Prejuízo do exercício 8.4.4 - Participação dos não-controladores nos lucros retidos

Fonte: Elaborado pela autora (2021) conforme Pronunciamentos Contábeis - CPC 09, revisão 14.

A DVA apresenta informações referentes à riqueza criada pela entidade em determinado período e a forma como tais riquezas foram distribuídas, que deve ser detalhada, minimamente, da seguinte forma: pessoal e encargos; impostos, taxas e contribuições; juros e aluguéis; juros sobre o capital próprio e dividendos; lucros retidos/prejuízos do exercício (CPC, 2020).

A DVA se estrutura em duas partes. A primeira parte demonstra o valor adicionado total a distribuir, que contempla o valor adicionado líquido produzido pela entidade, acrescido do valor adicionado recebido em transferência. A segunda parte demonstra como o valor adicionado é distribuído entre os agentes que contribuíram para a sua geração.

Segundo Cunha, Ribeiro e Santos (2005), os indicadores extraídos da DVA se constituem um excelente avaliador da distribuição da riqueza, entretanto, destacam os autores, sem nenhuma pretensão de substituir outros indicadores de riqueza já existentes. Desse modo, a DVA amplia as possibilidades de análises, ao ser utilizada em conjunto com outros indicadores.

Para os investidores e outros usuários, a DVA proporciona o conhecimento de informações de natureza econômica e social, bem como possibilita avaliar melhor as atividades da entidade na sociedade na qual está inserida (CPC, 2020).

Alguns estudos apontaram o potencial de uso da DVA para o mercado, disponibilizando, para gestores, acionistas e investidores, uma fonte de informação adicional, portanto, capaz de auxiliar suas decisões racionais, segundo os estudos de Machado, Macedo e Machado (2015), Santos, Botinha e Lemes (2019), Scherer (2006) e Stanzani, Fragonesi e Nakao (2016).

Machado, Macedo e Machado (2015) encontraram evidências empíricas de que a DVA possui conteúdo informacional relevante para o mercado de capitais, pois consegue explicar a variação no preço das ações. Santos, Botinha e Lemes (2019) concluíram que o conteúdo da DVA conduz à maior transparência das entidades e, conseqüentemente, é capaz de influenciar os investidores. O estudo de Stanzani, Fragonesi e Nakao (2016) verificou a importância da DVA em relação ao lucro líquido e confirmou a relevância dessa demonstração para esclarecer a variação no retorno das ações e para o mercado financeiro.

Scherer (2006) associou o valor adicionado líquido e o preço da ação em uma amostra na média de cinco anos com 57 empresas de capital aberto. Utilizaram-se o preço das ações quatro meses após o fechamento do exercício como variável dependente, e, como variáveis independentes, o valor adicionado líquido para distribuição por ação, o lucro líquido por ação e o patrimônio líquido por ação, de 2000 a 2004, com variáveis ajustadas pelo preço da ação no período anterior. Concluiu que o valor adicionado líquido para a distribuição é relevante para os investidores como informação, com grau de significância de 99%.

Em contraponto, alguns estudos não encontraram evidência significativa de que a DVA apresenta um conteúdo informacional relevante para o mercado de capitais ou contribui para resultados financeiros positivos, como evidenciam os trabalhos de Barros *et al.* (2013) e Martins, Machado e Callado (2014).

Barros *et al.* (2013) deram continuidade ao estudo de Scherer (2006), com enfoque na relevância no conteúdo informacional da DVA para os investidores. A amostra foi composta de 627 empresas de capital aberto, entre de 2000 a 2009. Os resultados divergiram dos achados de Scherer (2006) e não se encontrou evidência de relevância do valor adicionado, com exceção para empresas com níveis diferenciados de governança, provavelmente porque estas empresas se comprometem em contrato a implementar medidas de transparência, dispersão do controle e outras boas práticas de gestão.

Martins, Machado e Callado (2014) avaliaram a relevância do valor da Demonstração do Fluxo de Caixa e da DVA em empresas brasileiras de capital aberto não financeiras, entre 2008 a 2010. Analisaram a relação entre o valor de mercado das empresas, patrimônio líquido e lucro líquido, e concluíram que nenhum conteúdo informacional relevante foi encontrado. O resultado pode ser explicado pelo fato de a DVA não acrescentar conteúdo novo, além dos já previstos na demonstração do resultado, que também não se mostraram significativos, ou os investidores ainda desconhecem o potencial da DVA.

Outros estudos ressaltaram a versatilidade e objetividade do demonstrativo DVA, pois atende a diversos interesses, tanto econômica como social, ao demonstrar o valor adicionado criado e distribuído entre os *stakeholders* que mais contribuíram para a sua criação, de acordo com Almeida *et al.* (2009), Consenza (2003), Cunha, Ribeiro e Santos (2005), De Luca *et al.* (2009) e Haller e Stolowy (1998).

A DVA facilita o entendimento da informação socioeconômica sobre a companhia e sua relação com o ambiente onde está localizada, sendo apresentada de forma estruturada e simplificada de modo a atender o maior número possível de interessados, conforme Cosenza (2003) e De Luca *et al.* (2009). No entanto, destaca Cunha, Ribeiro e Santos (2005), é importante considerar que as empresas possuem unidades em outras localidades, gerando e distribuindo riquezas de formas distintas nesses lugares.

O estudo de Haller e Stolowy (1998) investigou as informações do valor adicionado no contexto econômico e social, bem como seu poder explicativo a partir das publicações de relatórios e análises financeiras das 100 maiores empresas da Alemanha e da França. Apesar da existência de numerosas convergências entre os dois países, constataram-se consideráveis diferenças, especialmente na definição do termo valor adicionado e seu uso em diversos contextos, especialmente em relatórios financeiros.

Almeida *et al.* (2009), em estudo de caso da Petrobrás, analisaram a DVA, para verificar a capacidade de produção e distribuição de riqueza entre seus *stakeholders*, com indicadores criados a partir da DVA. Os resultados sugerem que a DVA é relevante para os usuários interessados na origem da riqueza e em como a empresa direciona esta riqueza aos seus *stakeholders*.

Mazzioni *et al.* (2013) analisaram indicadores da DVA de empresas, que compõem a carteira do ISE, verificando igualmente se a participação no índice influenciava positivamente os resultados, compararam o desempenho na geração e distribuição do valor adicionado de empresas do ISE e das demais empresas listadas na BM&FBovespa. Realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, por meio de 11 indicadores relacionados ao valor adicionado, entre 2009 a 2011. Os resultados indicam que as empresas ISE apresentaram números consistentemente superiores, nos três períodos investigados, no montante médio de valor adicionado gerado, e que as empresas não integrantes do ISE remuneraram expressivamente mais os capitais de terceiros, enquanto as empresas ISE remuneraram mais o capital próprio.

De maneira oposta, outros estudos não encontraram evidências significativas, demonstrando que as empresas que participam da carteira do ISE obtiveram resultados financeiros superiores se comparadas com aquelas que não participaram do índice.

O estudo de Alves *et al.* (2019) comparou indicadores da DVA entre empresas da B3, participantes e não participantes do ISE do mesmo setor, de 2012 a 2014. Os resultados indicaram que o grupo do ISE obteve resultados superiores em cinco dos sete indicadores, porém, em comparação com as medianas, somente o indicador governos apresentou diferença significativa, portanto, não se pode atestar influência estatística da participação do ISE na melhoria do desempenho financeiro dessas empresas.

Sousa e Faria (2018) analisaram a DVA das empresas listadas no ISE, como variáveis na análise e utilizaram indicadores de geração e distribuição de riqueza de 30 empresas da carteira ISE e 30 não integrantes do índice, entre 2014 a 2018. Os resultados indicaram que os grupos apresentam evidências estatísticas similares, sem variação significativa, portanto, compor ou não o índice não afetou significativamente essas empresas.

Destaca-se que inúmeros podem ser os usos das informações contidas na DVA, devido a sua capacidade de demonstrar o valor adicionado e distribuído, que podem ser úteis para direcionar ações no campo social seja por parte de investidores, governos, empresas e a própria sociedade.

2.5.2 *Economic Value Added* (EVA)

EVA ou Valor Econômico Adicionado é uma marca registrada pela *Stern Stewart & Company*, um indicador que mede o lucro econômico, apurado em determinado período; trata-se de uma medida adequada para avaliar a criação ou destruição de riqueza. O EVA resulta da diferença entre o lucro operacional e o custo de todo o capital empregado na sua geração, e representa o retorno mínimo esperado pelos acionistas (STEWART, 1991).

Segundo Stewart (1991), o EVA aumentará se o lucro operacional crescer sem necessidade de mais capital, ou então se novo capital for investido em projetos que retornem mais do que o custo do recurso investido, ou ainda se o capital puder ser remanejado ou liquidado das atividades que não alcancem as expectativas de retornos.

O EVA é tanto uma medida de valor como também uma medida de desempenho; conforme Stewart (1991), popularizou-se no mercado, pelo fato de auxiliar os gestores em suas escolhas

de investimento, ao avaliar o desempenho econômico, incorporando todos os custos. Inicialmente, era utilizada no meio acadêmico, mas passou a ser uma medida de gestão empresarial baseada no valor, avaliando o desempenho financeiro com base na riqueza adicionada; trata-se de um cálculo relativo, para um determinado período.

De acordo com Stewart (1991), o motivo para a adoção do EVA como principal objetivo financeiro da empresa é que essa é a única medida de desempenho que se conecta diretamente ao valor intrínseco de mercado de qualquer empresa. Conforme Gitman (2004), o EVA é uma medida popular que é utilizada por muitas empresas para determinar se um investimento — proposto ou existente — contribui para maximizar a riqueza dos acionistas.

O EVA é um importante indicador da criação de valor de uma empresa, pois evidencia o resultado excedente à remuneração mínima esperada pelos detentores do capital. Nesse sentido, o EVA está alinhado aos objetivos de maximização da riqueza do acionista e mostra-se relevante para auxiliar nas escolhas racionais de investimento, de acordo com Copeland, Koller e Murrin (2001), Ehrbar (1999), Stewart (1991) e Rappaport (2001).

Para Basso, Oliveira e Kayo (2008), de modo simplificado, o EVA é o lucro residual, ou seja, a sobra do lucro para a empresa após esta remunerar, pagar, retornar recursos consumidos no seu processo para gerar esse lucro. Conforme Ehrbar (1999), o EVA auxilia gerentes a tomarem melhores decisões de investimento. O EVA diferencia-se das métricas tradicionais de avaliação de valor, ao incorporar o capital investido, próprio ou de terceiros, considerando todos os seus custos financeiros. É o resultado operacional, após a dedução dos tributos e encargos sobre o uso do capital.

A criação de valor para o acionista, segundo Rappaport (2001), resulta do investimento da empresa a taxas acima do custo de capital estabelecido pelo mercado de capitais. Para Aguiar *et al.* (2011), o principal elemento diferenciador do conceito de valor é que a empresa somente obtém retorno após remunerar todos os capitais investidos, inclusive o custo de capital.

Na metodologia de cálculo do EVA, o capital empregado é calculado a partir das informações extraídas do Balanço Patrimonial (BP) da empresa e fontes de indicadores.

O EVA é um importante indicador do desempenho econômico da empresa, pois demonstra a sua capacidade de pagamento de despesas e de remunerar o capital próprio e de terceiros, após deduzidos todos os custos do capital investido, indicando, assim, o valor adicionado ou lucro residual, aquele obtido após se atingir as taxas de retorno mínimo esperadas pelos investidores.

Para o cálculo do EVA, tem-se:

$$EVA = NOPAT - (IC \times WACC) \quad (1)$$

em que *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) é o Lucro Operacional Líquido Após os Impostos, *Invested Capital* (IC) é o Capital Investido, e *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) é o Custo Médio Ponderado de Capital (STEWART, 1991).

Para o melhor entendimento do cálculo do EVA, faz-se necessário um detalhamento dos seus principais componentes.

2.5.2.1 *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT)

NOPAT ou Lucro Operacional Líquido Após os Impostos é o lucro oriundo das operações da empresa, após descontados todos os tributos incidentes na operação, além da depreciação, que impacta, significativamente, a avaliação do valor econômico da empresa (STEWART, 1991).

Para o cálculo do NOPAT, tem-se:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - Tributos) \quad (2)$$

Ou seja, o NOPAT é obtido multiplicando-se o volume de recursos que foram empregados para gerá-lo, isto é, o capital investido, pelo custo de oportunidade destes recursos (STEWART, 1991). O cálculo do NOPAT inclui os custos, despesas operacionais, depreciação e amortização, excluindo-se os tributos, indicando o quanto a empresa pode remunerar seus acionistas e investidores.

No Brasil, país com elevada carga tributária, o NOPAT mostra-se um indicador muito relevante, pois exclui do cálculo os tributos, assim, aponta para o investidor a medida exata da lucratividade no longo prazo.

Em relação aos tributos das empresas de capital abertos no Brasil, apura-se a modalidade de tributação pelo Lucro Real, calculando o Imposto sobre a Renda Pessoa Jurídica (IRPJ), a alíquota de 25% e a Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL), a alíquota de 9% (BRASIL. RECEITA FEDERAL, 2020). Essas empresas são regidas pela Lei das Sociedades por Ação, seguindo as normas gerais de apuração de tributos, previstas no Manual do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas e orientações disponibilizadas na plataforma da Receita Federal do Brasil.

Para se calcular o NOPAT, faz-se necessário detalhar o cálculo do *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT).

2.5.2.1.1 *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT)

EBIT ou Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido é calculado a partir do resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro e das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras. O mercado de capitais brasileiro segue as orientações da CVM n.º 527 de 2012 (CVM, 2019) e do Pronunciamento Técnico CPC 26, que trata da apresentação das demonstrações contábeis (CPC, 2020).

Para o cálculo do EBIT, tem-se:

$$\begin{aligned}
 &EBIT \\
 &= \text{Lucro Operacional} + \text{Tributos sobre o lucro (IRPJ e CSLL)} \\
 &+ \text{Despesas financeiras líquidas das Receitas financeiras}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

Do lucro operacional são excluídos itens não usuais, de operações descontinuadas ou extraordinárias, conforme especificados no Pronunciamento Técnico CPC 31, que trata de

Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada, ajustado por outros itens que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa (CPC, 2020).

2.5.2.2 *Invested Capital (IC)*

IC ou Capital Investido corresponde ao capital total, composto pela soma das dívidas mais o patrimônio líquido, calculado a partir de informações, extraídas do BP, sob duas perspectivas: uma de origem dos recursos, ou seja, o capital de terceiros; e a outra oriunda da aplicação dos recursos, isto é, o capital operacional. Segundo Stewart (1991), o capital investido representa o volume de recursos necessário empregado na empresa para que ela possa gerar o NOPAT.

Para o cálculo do IC, tem-se:

$$IC = \text{Capital Próprio} + \text{Capital Terceiros} \quad (4)$$

Entende-se, por capital próprio, a remuneração mínima exigida pelos acionistas pela aplicação dos seus recursos na empresa. Compreende-se por capital de terceiros o passivo oneroso composto pelas diversas dívidas contraídas pela empresa, de acordo com Assaf Neto (2014), ou seja, são os recursos externos obtidos para financiar suas atividades.

2.5.2.3 *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

WACC ou Custo Médio Ponderado de Capital equivale à média ponderada entre o capital de terceiros e capital próprio investido na empresa, e representa a taxa de retorno mínimo esperado pelos credores e investidores.

O custo de capital investido corresponde ao custo de oportunidade, a remuneração mínima esperada, em relação ao investimento feito; em uma situação ideal, o retorno deve ser superior à remuneração, o que representa a criação de valor. Do contrário, se não atingir a expectativa

de remuneração mínima, o custo de oportunidade é afetado, destruindo o valor, de acordo com Copeland, Koller e Murrin (2001), Copeland, Weston e Shastri (2005) e Stewart (1991).

Os acionistas exigirão que a taxa de retorno dos novos projetos seja maior do que o custo de oportunidade dos fundos fornecidos por eles e pelos detentores de títulos, ou seja, a condição de maximização da riqueza, conforme Copeland, Weston e Shastri (2005).

O WACC é calculado pela média dos custos de oportunidade do capital, próprio e de terceiros, ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital e líquidos dos impostos, segundo Copeland, Weston e Shastri (2005) e Stewart (1991). No contexto brasileiro, quando há o benefício fiscal na utilização do capital de terceiros, este deve ser dedutível na apuração do imposto sobre a renda de acordo com Assaf Neto, Lima e Araújo (2008). Os autores descrevem os diversos ajustes necessários ao cálculo do custo de oportunidade das empresas brasileiras.

O custo do capital próprio, segundo Stewart (1991), não é um retorno monetário de fácil percepção, pois se trata de um custo de oportunidade igual ao retorno total que os investidores almejam auferir em investimentos alternativos de risco comparável.

O custo do capital de terceiros, ou custo da dívida, de acordo com Stewart (1991), é mais facilmente identificado, visto que corresponde à taxa que a empresa teria de pagar atualmente para obter novas dívidas de longo prazo, ou seja, seria o valor do capital na data presente.

No cálculo do WACC, segundo Copeland, Koller e Murrin (2001), a estimativa dos custos de muitas fontes de capital não é muito precisa, e os instrumentos específicos utilizados variam de acordo com a empresa. Alertam os autores que frequentemente são empregadas premissas simplificadoras.

Para o cálculo do WACC, tem-se:

$$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{E + D} \right) + K_d \times \left(\frac{D}{E + D} \right) \times (1 - T) \quad (5)$$

em que K_e é o custo de oportunidade do capital próprio (*cost of the equity*), K_d é o custo de capital de terceiros (*cost of the debt*), E é o montante de capital próprio investido na empresa

(*equity*), D é o montante de capital de terceiros investido na empresa, e T são os impostos sobre a receita (*debt*).

Para o investidor, o custo de oportunidade é representado pelo custo de capital próprio investido (K_e), que representa a melhor opção de investimento desprezada, ao selecionar outra oportunidade de risco semelhante, assim, quanto maior o risco assumido, maior deve ser o retorno para os detentores do capital (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005; STEWART, 1991). Nesse sentido, a correta estimação deste custo é muito importante, pois dá suporte ao investidor para as suas escolhas financeiras racionais.

O WACC é composto de custos explícitos e implícitos. Explícitos são os custos de capitais provenientes de terceiros escolhidos a partir das fontes de financiamento disponíveis. Implícitos são os custos de oportunidade a partir dos usos alternativos dos fundos, segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008).

Para se calcular o WACC, faz-se necessário detalhar o cálculo do *Capital Asset Price Model* (CAPM).

2.5.2.3.1 *Capital Asset Price Model* (CAPM)

CAPM ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros é um modelo de precificação de ativos de capital, baseado no estudo de Markowitz (1952) *Portfolio Selection*, que propõe a diversificação de ativos como uma forma de reduzir a variância da carteira. O modelo CAPM analisa simultaneamente as variáveis de risco e de retorno de um investimento, foi desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), servindo de base para desdobramentos de vários outros modelos que avaliam o custo do capital próprio das empresas.

O modelo CAPM tem sido utilizado como uma forma alternativa do cálculo do custo de capital próprio. Na atualidade, o modelo ainda é amplamente utilizado para estimar o custo do capital das empresas e para avaliar carteiras de ativos, mas sofreu diversas adaptações ao longo dos anos.

Para Fama e French (2007), o apelo popular do CAPM está no fato de que o modelo oferece previsões poderosas e intuitivamente agradáveis sobre a medida do risco e a relação entre retorno e risco. Entretanto, alertam os autores que o histórico empírico do modelo deixa a desejar, apresenta falhas teóricas ou de implementação, resultantes de um grande número de premissas simplificadoras.

No CAPM, o risco é medido como risco diversificável e não diversificável. O risco diversificável está relacionado ao risco individual do ativo que pode ser eliminado com a diversificação da carteira de investimentos em vários ativos; o risco não diversificável é o risco de mercado, não pode ser reduzido com a diversificação da carteira conforme Copeland, Weston, Shastri (2005) e Damodaran (1997). O investidor é remunerado pelo risco diversificável, a taxa livre de risco, e o retorno não diversificável, que é o prêmio de risco da carteira em relação à taxa livre de risco.

Para o cálculo do CAPM, tem-se:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (6)$$

em que K_e é o custo de oportunidade do capital próprio (*cost of the equity*), R_f é o retorno esperado de um ativo livre de risco (*risk free*), β é o coeficiente de sensibilidade de retornos entre a empresa em relação ao mercado, R_m é o retorno esperado pelo investidor ao aplicar seus recursos no mercado acionário (*market risk*).

O CAPM foi inovador ao analisar simultaneamente as variáveis de risco e de retorno de um investimento. Segundo Pereiro (2001), o modelo aplica-se em mercados desenvolvidos e em mercados emergentes com adaptações necessárias. Ressalta o autor que as técnicas de avaliação fundamentais tradicionais não fornecem muita orientação sobre como devem ser aplicadas em mercados emergentes e que, apesar de ser um modelo muito popular na literatura, também é um dos mais criticados devido a limitações em suas premissas para mercados em transição.

Para o presente estudo, foi utilizado o CAPM Local, modelo adaptado para cálculo do custo de capital de empresas localizadas em países com maior risco em relação ao mercado dos Estados Unidos da América (PEREIRO, 2001). Em mercado não integrado, como no caso do Brasil, para se calcular o CAPM Local, conforme recomenda Pereiro (2001), é necessário incluir um

risco adicional, o risco país, que é um conjunto de riscos não sistemáticos, ou seja, sujeitos a flutuações do sistema econômico, sendo um mercado de ações pequeno e concentrado em poucas empresas.

Ainda de acordo com o referido autor, o risco país ou risco doméstico incorpora os riscos inerentes ao mercado em que o ativo está inserido, a saber: riscos decorrentes de conflitos sociais, políticos, que podem afetar negativamente o resultado da empresa; expropriação de bens privados pelo governo; risco cambial; risco de inflação, risco de inadimplência, entre outros.

Para Meldrum (2000), os riscos adicionais decorrem de uma variedade de diferenças nas estruturas econômicas, políticas, de instituições sócio-políticas, geografia e de moedas locais, entre outros riscos que possam diminuir o retorno esperado de um investimento internacional.

Para se calcular o CAPM Local, faz-se necessária uma adaptação no modelo, conforme sugere Pereiro (2001), para incorporar o risco do local onde o ativo está inserido.

Para o cálculo do CAPM Local, tem-se:

$$K_e = R_f + R_c + \beta(R_m - R_f) \quad (7)$$

em que K_e é o custo de oportunidade do capital próprio (*cost of the equity*), R_f é o retorno esperado de um ativo livre de risco (*risk free*), R_c é o *spread* esperado pelo investidor para aplicar em uma empresa que exerce suas atividades em um país (*country risk*), β é o coeficiente de sensibilidade de retornos entre a empresa local em relação ao mercado local, R_m é o retorno esperado pelo investidor ao aplicar seus recursos no mercado acionário (*market risk*).

O *risk free* (R_f), ou retorno esperado de um ativo livre de risco, é uma compensação para o investidor pelo tempo de espera e pelo risco assumido, em que o tempo pela espera pode ser representado por um taxa de juros sem risco, ou seja, o cumprimento da obrigação do pagamento. As taxas livres de riscos, em geral, são representadas por títulos de emissão pública, considerados sem risco, no entanto, no caso de países emergentes que apresentam risco adicional, tal escolha mostra-se um problema, conforme Copeland, Weston e Shastri (2005) e Pereiro (2001).

O *country risk* (R_c), ou risco adicional que um país representa, é o *spread* esperado pelo investidor ao aplicar recursos em uma empresa que exerce suas atividades em um país considerado de risco elevado. Para solucionar este problema, diversos índices foram criados com esse objetivo, segundo Copeland, Weston, Shastri (2005).

No Brasil, um índice muito utilizado entre investidores e pesquisadores para medir o risco adicional no país é *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+) ou Índice dos Títulos dos Mercados Emergentes Mais. Desenvolvido pela consultoria JP Morgan, o índice auxilia os investidores nas suas decisões e mostra a diferença entre a taxa de retorno dos títulos públicos de países emergentes e a oferecida por títulos do Tesouro americano, considerados de baixíssimo risco. Essa diferença é denominada *spread* ou *spread* soberano (IPEA, 2020).

Conforme o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), o EMBI+ é um índice baseado nos bônus (títulos de dívida) emitidos pelos países emergentes, que mostram os retornos financeiros obtidos a cada dia, por uma carteira selecionada de títulos desses países. A unidade de medida é o ponto-base, dez pontos-base equivalem a um décimo de 1%, isto é, a razão entre o EMBI por 10.000 pontos (IPEA, 2020).

O coeficiente beta (β) representa o risco sistemático ou risco não diversificável, ou seja, o risco inerente a todo mercado ou segmento de mercado e mede a sensibilidade de retornos entre a empresa local em relação ao mercado local. São os eventos inesperados, que afetam todos os ativos que estão sujeitos às flutuações do mercado. O beta representa o fator de ponderação do risco de mercado para diversos setores econômicos, segundo Copeland, Weston e Shastri (2005) e Damodaran (1997). Para Copeland, Koller e Murrin (2001) o beta é uma medida de risco difícil de se calcular com exatidão em mercado emergente, muitas vezes, formado por um pequeno número de ações.

O *market risk* (R_m), ou risco de mercado, é o retorno da carteira de mercado, representa o risco de perdas nos investimentos feitos causadas por movimentos adversos do mercado, de acordo com Copeland, Weston e Shastri (2005). O *market risk premium* ($R_m - R_f$), ou prêmio pelo risco de mercado, é dado pela diferença entre o retorno médio de uma carteira de mercado e o ativo livre de risco, conforme Copeland, Weston e Shastri (2005) e Damodaran (1997), representa a remuneração do investidor pela aplicação de recursos em condições de risco.

2.5.3 *Market Value Added* (MVA)

MVA ou Valor de Mercado Adicionado é uma marca registrada pela *Stern Stewart & Company*, um indicador que permite comparar o valor de mercado de uma empresa de capital aberto, demonstrando o quanto ela possui de capital investido no próprio negócio e o quanto ela agregou de riqueza para os seus acionistas.

Para Stewart (1991), o MVA é uma medida de valor que a empresa criou excedendo os recursos já comprometidos com o negócio, representando o valor presente dos benefícios gerados pelo conjunto de projetos implementados e a implementar. Indica o êxito do investimento, é uma medida de performance acumulada, pois se baseia em investimentos passados para projetar expectativas de investimentos futuros.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2001), o MVA é a diferença entre o valor de mercado do endividamento e do capital social de uma empresa e o montante de capital por ela investida.

O MVA, de acordo com Assaf Neto (2014), é uma avaliação do futuro, baseada nas expectativas do mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor. Trata-se de uma medida de avaliação do desempenho econômico e reflete o sucesso da empresa em suas decisões financeiras.

Conforme Brigham (2016), o patrimônio dos acionistas é aumentado quando se maximiza a diferença entre o valor de mercado das ações e o valor acumulado de capital fornecido pelos acionistas. De modo prático, de acordo com o autor, o MVA evidencia o que a empresa retorna de riqueza para ela própria e para os acionistas.

O MVA é automaticamente ajustado para o risco, visto que o valor de mercado da empresa incorpora a percepção de risco do investidor, por isso, pode ser utilizado para comparar diretamente os desempenhos de empresas de diferentes setores e até mesmo de países (EHRBAR, 1999). Mostra-se um indicador bastante útil e popular no mercado, sendo que o EVA indica o comportamento do MVA, pois representa a base para o seu cálculo.

Afirma Stewart (1991) que o MVA caminha junto a EVA, confirmando a utilidade deste como uma medida de desempenho da empresa. Araújo e Assaf Neto (2003), em seus estudos, confirmam que o comportamento do MVA é direcionado pelo EVA. Na metodologia de cálculo do MVA, neste estudo o valor de mercado da empresa é determinado pela razão entre o EVA e o WACC.

Para o cálculo do MVA, tem-se:

$$MVA = \frac{EVA}{WACC} \quad (8)$$

em que EVA é o valor econômico adicionado, e WACC é o custo médio ponderado de capital.

Segundo Ehrbar (1999), se uma empresa aumenta o seu EVA, os investidores têm expectativas de que esse aumento seja permanente, ou seja, o MVA aumentará pelo EVA adicional capitalizado pelo custo de capital.

De acordo com Brigham (2016), o MVA mede os efeitos das ações gerenciais desde a constituição da empresa, enquanto o EVA tem como foco a eficiência gerencial em um determinado exercício. Para Aguiar *et al.* (2011), os indicadores EVA e MVA apresentam limitações, pois pode haver dificuldade quanto à forma de apuração do custo do capital mais adequado à empresa.

Na relação entre o EVA e o MVA, alguns estudos buscaram comprovações sobre a criação de valor para o mercado e se esses indicadores associados aumentavam as expectativas dos investidores.

Pinto e Machado-Santos (2011), em um estudo de caso, avaliaram o conceito de gestão baseada na criação de valor, em contraponto aos modelos tradicionais baseados no valor contábil. Analisaram a relação entre EVA e MVA de um dos maiores grupos empresariais de Portugal, cotado na *NYSE Euronext Lisbon*, entre 2005 a 2009. Os resultados confirmaram a associação entre os indicadores, com relação estatisticamente significativa, validando a estratégia baseada na criação de valor para o acionista.

Aguiar *et al.* (2011) buscaram identificar e analisar os direcionadores de valor para o acionista, mais representativos das empresas brasileiras dos setores de indústria, serviços e comércio, para verificar se havia diferenças estatísticas significativas entre os principais direcionadores, nos anos de 2001 a 2005. Para o setor industrial e de serviços, o direcionador de valor lucro operacional foi significativo. O direcionador de valor investimento em capital de giro foi significativo somente para o setor industrial. Portanto, não foi possível confirmar a hipótese de pesquisa.

O estudo de Cerqueira, Soares e David (2009) verificou a relação entre EVA e MVA, em empresas brasileiras de capital aberto, caso a empresa apresente altos EVAs passados, se tal informação favorável estaria embutida na valorização de suas ações, o que seria verificado através do seu MVA. Os resultados indicaram que, no Brasil, o mercado acionário reage bem à geração de valor das empresas, conforme medido pelo EVA.

Santos e Watanabe (2005) mediram a criação de valor, pelo EVA e pelo MVA, com base no estudo de G. Bennett Stewart III e Joel M. Stern que encontraram forte correlação entre as medidas. A metodologia foi replicada no contexto brasileiro, em empresas da Bovespa, entre 1996 a 2001. Os resultados indicaram que o EVA, com base nos demonstrativos contábeis, não apresenta correlação com a performance da ação medida pelo MVA, entretanto, o resultado não reflete o mercado brasileiro, dada a pequena proporção dessas empresas de capital aberto.

3 METODOLOGIA

O objetivo geral deste estudo consiste em analisar a criação de valor, de empresas brasileiras de capital aberto, integrantes e não integrantes do ISE, verificando se há diferenças significativas na criação de valor para o mercado e para a sociedade, a partir dos dados de 2011 a 2019. Para isso, foram adotados os seguintes procedimentos: i) medir a criação de valor para o mercado, através das medidas de valor adicionado EVA e MVA; ii) medir a criação de valor para a sociedade, a partir do VAD aos agentes econômicos que ajudaram a criá-lo, extraído da DVA; iii) verificar se as empresas participantes do ISE criam mais valor para o mercado e para a sociedade do que as empresas não participantes do ISE; iv) verificar a influência do ISE na criação de valor para o mercado e para sociedade.

Os itens seguintes apresentam a classificação do estudo, as etapas adotadas para construção da amostra, as variáveis analisadas e a metodologia de análise dos dados.

3.1 Classificação do estudo

Para atender aos objetivos propostos, o estudo parte de uma abordagem classificada como quantitativa. Conforme Creswell (2010), os métodos quantitativos abrangem os procedimentos de coleta, análise, interpretação e redação dos resultados obtidos de um estudo. Segundo Martins e Theóphilo (2009), a avaliação quantitativa compreende o processo de organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados, que podem ser tratados mediante a aplicação de métodos e de técnicas estatísticas.

O estudo pode ser classificado como empírico-analítico, por ser uma abordagem que apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas (MARTINS, 2000). Enquadra-se também como uma pesquisa descritiva; segundo Creswell (2010), nesse modelo, o pesquisador especifica questões descritivas para cada variável dependente e independente no estudo.

3.2 População e amostra

O universo dessa pesquisa abrange empresas brasileiras de capital aberto. Dessas empresas foram identificadas aquelas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), classificando-as como “ISE” ou “Não ISE”, conforme informações divulgadas anualmente pelo informativo Evolutivo das Carteiras ISE (Apêndice A).

Considerado confiável e amplamente adotado em outros países, o ISE retrata o comportamento de empresas reconhecidas como socialmente responsáveis, sendo o quarto indicador no mundo e o primeiro da América Latina (MARCONDES; BACARJI, 2010).

Todos os dados necessários foram obtidos em frequência anual, compreendendo o período de 2011 a 2019. O período de análise foi delimitado a partir de 2011, após mudanças significativas na metodologia do ISE e adoção aos princípios para o investimento responsável, proposto pela ONU (B3, 2020).

Para construção da amostra, foram consideradas apenas as empresas com dados completos durante o período de análise. Dessa forma, inicialmente foram identificadas 158 empresas, totalizando 1.422 observações. Destas, foram excluídas aquelas que apresentaram valores negativos no Patrimônio Líquido, na Receita Líquida ou no Valor Adicionado a Distribuir.

Foram excluídas, também, as empresas que passaram por processo de fusão, cisão ou alguma situação especial de negócios, além das empresas do setor financeiro, devido a particularidades do setor e demonstrações diferenciadas.

A composição da amostra final, especificada por setores de atividade, categorizadas como “ISE” e “Não ISE”, encontra-se detalhada na Tabela 1 a seguir, em que se observa o total de 1.026 observações, relativas a dados de 114 empresas (Apêndices B e C).

Tabela 1 - Quantidade de empresas ISE e Não ISE por setor de atividade no período de 2011 a 2019

Setores	Quantidade de empresas		
	ISE	Não ISE	Total
Bens Industriais	6	21	27
Comunicações	2	0	2
Consumo Cíclico	4	15	19
Consumo Não Cíclico	1	6	7
Materiais Básicos	7	11	18
Petróleo, Gás e Biocombustível	1	1	2
Saúde	1	3	4
Utilidade Pública	11	24	35
Total	33	81	114

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

Verifica-se que a quantidade de observações das empresas, quando segregadas por setor, resulta em valores muito baixos, inviabilizando a análise estatística. Por esse motivo, no estudo não foi adotada segregação por setor de atividade.

A partir desses dados, a cada ano foram identificadas 33 empresas integrantes do ISE e 81 empresas não integrantes do índice.

Dessa forma, a amostra do estudo foi elaborada a partir de método não probabilístico, por ser uma amostra intencional. Segundo Martins (2000), uma amostra intencional parte de um universo restrito, por delimitar um grupo de elementos de acordo com um determinado critério. Os dados e informações utilizados no estudo foram secundários, isto é, já publicados e extraídos de demonstrativos contábil-financeiros.

Para análise dos dados, foi utilizado o *software* R, com o auxílio do Excel.

3.3 Análise dos dados

No estudo, a criação de valor é analisada pela perspectiva de mercado, medida através do EVA e MVA; e, pela perspectiva da sociedade, medida através do VAD.

Segundo Ross *et al.* (2015), os indicadores possibilitam comparar e investigar as relações entre as diferentes partes das informações financeiras. A forma como o indicador é calculado pode levar a resultados divergentes, portanto, é fundamental que esteja explícito como foi calculado, para permitir comparabilidade. No presente estudo, os dados financeiros utilizados foram produzidos de forma padronizada e estruturados de modo uniforme, para que pudessem ser analisados em conjunto.

3.3.1 Tratamento de *Outliers*

Os *outliers* evidenciam um comportamento atípico, o que termina por fazer com que, no processo de descrição da amostra, tenha-se a suspeição de que tais observações não sejam provenientes da população na qual os dados amostrados foram obtidos, de acordo com Osborne e Overbay (2004). Nesse contexto, o não tratamento destas observações atípicas evidencia efeitos negativos ou indesejáveis à modelagem estatística, o que determina que sejam utilizados, anteriormente, os procedimentos de modelagem econométrica (MIOT, 2019).

Para que não ocorra penalização da amostra com a exclusão de dados, foi realizado o tratamento dos *outliers* por meio do procedimento chamado de winsorização. Segundo Miot (2019), a winsorização é um método que substitui o valor discrepante por um valor próximo aos demais, evitando a exclusão de observações. Nesse estudo, a winsorização foi realizada de forma que os dados 5% inferiores aos demais e os 5% superiores aos demais fossem considerados *outliers*.

3.3.2 Medindo a criação de valor

Na presente pesquisa, a criação de valor para o mercado foi medida por meio do EVA e do MVA. Para o cálculo do EVA, não foram realizados ajustes contábeis, tendo em vista a diversidade de setores e particularidades das empresas da amostra, cujo foco de análise é o acionista, com base no estudo de Basso, Oliveira e Kayo (2008). Ademais, segundo Ehrbar (1999), determinados ajustes contábeis podem ser necessários em alguns setores e irrelevantes em outros, entretanto, a empresa deve se limitar aos ajustes imprescindíveis. Dados publicamente divulgados não apresentam detalhes suficientes, de modo a permitir a realização

da maioria dos ajustes contábeis. E, ainda, Assaf Neto (2014) ressalta que não existe uma metodologia única aplicada em todas as empresas que seja capaz de produzir resultados inquestionáveis, e, nesse sentido, qualquer ajuste alteraria o EVA.

O EVA foi utilizado no estudo por ser um indicador que mede o lucro econômico, apurado em determinado período; trata-se de uma medida adequada para avaliar a criação ou destruição de riqueza e representa o retorno mínimo esperado pelos acionistas (STEWART, 1991).

O MVA foi adotado neste estudo por permitir comparar os desempenhos de empresas de diferentes setores (EHRBAR, 1999). Além disso, é um indicador bastante popular, muito citado na literatura e utilizado no mercado, portanto, adequado à proposta do estudo.

Para Araújo e Assaf Neto (2003), o EVA é um direcionador de valor, que aponta o comportamento do MVA. Segundo Cerqueira, Soares e David (2009), caso a empresa apresente valores altos de EVA passados, isso seria verificado através do seu MVA. Pinto e Machado-Santos (2011) confirmaram uma forte correlação entre indicadores EVA e MVA na criação de valor para o acionista. Santos e Watanabe (2005) mediram a criação de valor, pelo EVA e pelo MVA, entretanto, não encontraram correlação entre os indicadores.

Para medir o valor adicionado à sociedade, foi utilizada como *proxy* a medida de distribuição da riqueza adicionada, presente no demonstrativo DVA: o Valor Adicionado a Distribuir (VAD). De acordo com o CPC 09, o valor adicionado total a distribuir representa a riqueza que será destinada à sociedade de modo geral, resultante de todas as receitas, deduzidos os insumos adquiridos de terceiros, a depreciação, a amortização e a exaustão, acrescido do valor adicionado recebido em transferência (CPC, 2020).

Esse valor é distribuído aos agentes econômicos que ajudaram a criá-lo, são eles:

a) Pessoal

Na distribuição do valor adicionado, a remuneração pelo trabalho, de acordo com Cosenza (2003) e De Luca *et al.* (2009), representa a retribuição aos empregados, considerada uma das mais importantes entre os diversos grupos que são beneficiados pelo valor adicionado. Corresponde a todos os gastos com pessoal, remuneração direta, benefícios, seguridade social

e quaisquer outras vantagens oferecidas, por conta da participação na geração da riqueza, de acordo com Santos (2007).

b) Tributos

Representa os dispêndios realizados em favor do governo referente aos tributos, que englobam os impostos, taxas e contribuições, nas esferas federais, estaduais e municipais. De acordo com Cosenza (2003) e De Luca *et al.* (2009), esses tributos, pagos ou devidos pela empresa representam a remuneração ao governo por seu apoio, para que a empresa tenha condições de realizar suas atividades em seu ambiente e usufruir de sua infraestrutura, incentivos, subvenções, entre outros. O indicador governo demonstra o percentual da participação da carga tributária no valor adicionado (SANTOS, 2007).

c) Terceiros

Trata-se da remuneração de capitais de terceiros, sob a forma de custo financeiro, em função do fornecimento de capital para aplicação na atividade produtiva da empresa, conforme Cosenza (2003). A remuneração de capitais de terceiros compreende os pagamentos de juros, aluguéis, entre outras formas de remuneração de terceiros similares, segundo CPC (2020), que foram aplicados no processo de geração da riqueza.

d) Próprios

Refere-se à remuneração de capitais próprios que é a parte do valor adicionado que fica retida para a empresa e engloba lucros retidos ou prejuízos do exercício, juros sobre o capital próprio, dividendos, participações dos acionistas não controladores, de acordo com CPC (2020). Trata-se da distribuição do valor adicionado para remunerar os acionistas pela aplicação de seus recursos na empresa (SANTOS, 2007). Segundo Cosenza (2003), tal remuneração seria um ponto de conflito de interesses, visto que a decisão de se repartir entre os investidores a riqueza gerada ou retê-la para futuros investimentos interfere na atratividade do negócio.

e) Outros

Refere-se a outros valores adicionados distribuídos relativos às operações descontinuadas ou extraordinárias, conforme especificados no Pronunciamento Técnico, CPC 31, que trata de Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada. Define-se como uma operação descontinuada aquela que ocorre quando um componente da entidade foi baixado ou está classificado como mantido para venda nas seguintes situações: representa uma importante

linha separada de negócios ou área geográfica de operações; é parte integrante de um único plano coordenado para venda de uma importante linha separada de negócios ou área geográfica de operações; ou é uma empresa controlada adquirida exclusivamente com o objetivo da revenda (CPC, 2020).

Além dessas variáveis, foram consideradas outras como controle, com o objetivo de ter as melhores condições para a relação entre RSE e a criação de valor. Essas variáveis poderiam afetar o valor adicionado, tanto para o mercado quanto para a sociedade, a saber: tamanho da empresa, endividamento e patrimônio líquido, descritas a seguir.

f) Tamanho da empresa

O tamanho da empresa, para Artiach *et al.* (2010), mostra-se um importante determinante de sustentabilidade nas empresas, ao considerar que essas empresas estão mais expostas e, por isso, chamam mais atenção do mercado, de governos e da sociedade em geral.

A amplitude das ações de RSE deve considerar a abrangência geográfica de atuação, o porte da empresa e os impactos por ela causados, portanto, essas empresas deveriam assumir mais responsabilidades. Segundo Carroll (1999) e Oliveira (2008), devido à grande escala das atividades exercidas, estas são mais propensas a ocasionar problemas sociais e ambientais de maiores proporções.

O estudo de Andrade *et al.* (2013) identificou variáveis que se apresentam como determinantes de adesão de empresas brasileiras ao ISE, se tal adesão apresentava relação com o valor de mercado das empresas. Os resultados indicaram que empresas de maior tamanho, maior rentabilidade e que pertencem a setores de alto impacto ambiental apresentam maior probabilidade de aderirem ao ISE.

O estudo de Nunes *et al.* (2010), para as variáveis tamanho da empresa e setor de atividade, encontrou evidências de uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis e a adesão ao ISE, confirmando o resultado positivo esperado.

Na presente pesquisa, o tamanho da empresa foi medido pelo seu Ativo Total e foi utilizado para padronizar as variáveis analisadas.

g) Endividamento

Para Artiach *et al.* (2010), os credores possuem maior poder de reivindicações de suas preocupações em comparação aqueles com menor poder, assim, pressupõe-se que, quando aumenta o endividamento da empresa, as reivindicações dos credores com maior poder se sobrepõem às reivindicações daqueles com menor poder, sugerindo uma relação negativa entre o endividamento e a sustentabilidade empresarial.

Segundo Nakamura, Martin e Kimura (2004), o endividamento é um aspecto importante da análise financeira de empresas não financeiras, em especial em economias como a brasileira, que apresentam particularidades que as tornam menos favoráveis à prática voluntária de políticas de financiamento.

Segundo Teixeira, Nossa e Funchal (2011), as empresas que sinalizaram a RSE tiveram uma relação negativa com o endividamento e o risco, quando comparadas com aquelas que não sinalizam.

Conforme Macedo *et al.* (2009), apesar de se imaginar que existissem diferenças entre empresas listadas no ISE e outras empresas fora dessa listagem, não foram encontradas diferenças significativas entre os dois grupos em relação ao endividamento.

Andrade *et al.* (2013) identificaram, na análise de comparação de médias, que as empresas listadas no ISE apresentaram menor endividamento de curto prazo em relação às empresas não listadas no ISE, entretanto, não foi identificada essa diferença para o endividamento total.

Na presente pesquisa, o endividamento é a razão entre o total das dívidas em relação ao ativo total, e, quanto menor esse índice, melhor é a saúde financeira da empresa e menor é o risco.

Neste estudo, o resultado esperado em empresas integrantes do ISE é um aumento na criação de valor para o mercado no EVA e no MVA, em função do menor endividamento, por representarem menor risco ao mercado. Espera-se também um aumento no VAD, demonstrando que empresas menos endividadas podem adicionar mais valor à sociedade e, portanto, podem distribuir mais valor àqueles que mais contribuíram para a sua criação.

h) Patrimônio Líquido

O patrimônio líquido, conforme Assaf Neto (2020), é representado no balanço da empresa pela diferença entre o total do ativo e o total do passivo em determinado período. Identifica os

recursos próprios da empresa, sendo constituído pelo capital investido pelos acionistas ou sócios, mais os lucros gerados nos exercícios e que ficaram retidos na empresa sob a forma de lucros não distribuídos. De acordo com o autor, na legislação em vigor, o patrimônio líquido é formado pelos subgrupos: Capital Social, Reservas de Capital, Ajustes de Avaliação Patrimonial, Reservas de Lucros, Ações em Tesouraria e Prejuízos Acumulados.

Segundo Sousa e Faria (2018), o patrimônio líquido da empresa contribui para a geração da riqueza. Os resultados indicaram que os grupos apresentam evidências estatísticas similares, portanto, compor ou não o ISE não afetou significativamente essas empresas.

O estudo de Scherer (2006) associou o valor adicionado líquido e o preço da ação em empresas de capital aberto, e utilizou as variáveis independentes, o valor adicionado líquido para distribuição, o lucro líquido e o patrimônio líquido. Concluiu que o valor adicionado líquido para a distribuição é relevante para os investidores como informação.

Waddock e Graves (1997) mediram a influência do desempenho financeiro no desempenho social, e vice-versa. Os indicadores financeiros foram retornos sobre ativos, sobre o patrimônio e sobre as vendas. Os indicadores sociais foram a relação com a comunidade, funcionários, meio ambiente, características do produto e tratamento de minorias. Concluíram que desempenho financeiro influencia o desempenho socioambiental, e o contrário, e que a boa gestão e o desempenho social estão positivamente relacionados.

O aumento do patrimônio líquido pode ser um indicativo de que os investidores têm boas expectativas quanto ao sucesso da empresa, representando uma relação positiva com o mercado. Na presente pesquisa, o resultado esperado é um aumento na criação de valor em empresas integrantes do ISE, com boas expectativas de sucesso futuro, pautado nos princípios da sustentabilidade para a continuidade do negócio, com efeito positivo no EVA e no MVA. Espera-se também efeito positivo, com um aumento no VAD, demonstrando que empresas com maior patrimônio líquido ampliam a sua própria riqueza e podem beneficiar mais aqueles que mais contribuíram para criá-la.

O Quadro 4 a seguir apresenta a forma operacional de apuração dos indicadores e as variáveis analisadas, juntamente à fonte dos dados.

Quadro 4 - Descrição operacional das variáveis

Variável	Fonte de Dados
<i>Economic Value Added (EVA)</i>	
EVA = NOPAT – (IC*WACC)	
NOPAT <i>Net Operating Profit After Taxes</i>	
NOPAT = EBIT *(1-T)	
<ul style="list-style-type: none"> • EBIT 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> • Tributos IR 25% e CSSL 9% (T) 	Receita Federal
IC <i>Invested Capital</i>	
IC = Capital Próprio + Capital Terceiros	
<ul style="list-style-type: none"> • Patrimônio Líquido 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> • Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> • Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo 	Com dinheiro
O capital de terceiros engloba os empréstimos, financiamentos e debêntures.	
WACC <i>Weighted Average Cost of Capital</i>	
$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{E + D} \right) + K_d \times \left(\frac{D}{E + D} \right) \times (1 - T)$ <p> K_e custo do capital próprio (<i>cost of the equity</i>) K_d custo do capital de terceiros (<i>cost of the debt</i>) E montante de capital próprio investido na empresa (<i>equity</i>) D montante de capital de terceiros investido na empresa (<i>debt</i>) T tributos sobre a receita </p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Patrimônio Líquido (E) 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> • Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (D) 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> • Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo (D) 	Com dinheiro
K_e Custo de capital próprio	
CAPM Local $K_e = R_f + R_C + \beta (R_m - R_f)$ R_f é o retorno esperado de um ativo livre de risco (<i>risk free</i>) R_C é <i>spread</i> esperado pelo investidor para aplicar em uma empresa que exerce suas atividades em um país fora dos Estados Unidos (<i>country risk</i>) β é o coeficiente de sensibilidade de retornos entre a empresa local em relação ao mercado local R_m é o retorno esperado pelo investidor ao aplicar no mercado acionário (<i>Market Risk</i>)	
R_f <i>Risk Free</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • T-Bond 10 Years <p><i>Treasury Bonds</i> é um título público emitido pelo tesouro norte-americano com vencimento para dez anos (Apêndice D).</p>	Instituto Assaf
R_C <i>Country Risk</i>	

<ul style="list-style-type: none"> Risco País (EMBI + Risco Brasil) <p>O risco país mostra os retornos financeiros obtidos a cada dia por uma carteira selecionada de títulos desses países (Apêndice D).</p>	Ipeadata
β Systematic Risk	
Calculado pela razão dívida por patrimônio ou D/E, de onde é possível calcular o percentual de dívida (D) e o percentual de capital próprio (E) a partir da igualdade $D + E = 1$.	Damodaran
$(R_m - R_f)$ Market Risk Premium	
Calculado pela média histórica da diferença entre a taxa de retorno mensal esperado pelo mercado, utilizando o retorno da carteira de ações do S&P 500 (R_m), e a taxa de retorno do ativo livre de risco (R_f), assim compreendida a taxa média mensal dos títulos T-Bond 10 Years (Apêndice D).	Instituto Assaf
K_d Custo de capital de terceiros	
$K_d = \frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Emp. Financ.}_{CP} + \text{Emp. Financ.}_{LP}}$	Com dinheiro
Market Value Added (MVA)	
MVA = EVA / WACC	
Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	
VAD (valor adicionado a distribuir) Indica o quanto do valor adicionado total será distribuído.	Com dinheiro
Pessoal (remuneração, benefícios, FGTS, outros) Indica o percentual do valor adicionado a distribuir destinado aos empregados.	Com dinheiro
Tributos (impostos, taxas e contribuições) Indica o percentual do valor adicionado a distribuir destinado ao governo.	Com dinheiro
Terceiros (juros, aluguéis, outras) Indica o percentual do valor adicionado a distribuir destinado à remuneração de capitais de terceiros.	Com dinheiro
Próprios (juros sobre o capital próprio, dividendos, lucros retidos ou prejuízo exercício, participação não controladores) Indica o percentual do valor adicionado a distribuir destinado à remuneração de capitais próprios.	Com dinheiro
Outros (operações descontinuadas ou extraordinárias) Indica o percentual do valor adicionado a distribuir destinado a operações descontinuadas.	Com dinheiro
Variáveis de Controle	
Tamanho: Ativo Total	Com dinheiro
Patrimônio Líquido	Com dinheiro
Endividamento = Total das Dívidas/Ativo Total	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> Empréstimos e Financiamentos Curto Prazo 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> Empréstimos e Financiamentos Longo Prazo 	Com dinheiro
<ul style="list-style-type: none"> Ativo Total 	Com dinheiro

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

3.3.3 Comparação da criação de valor entre as empresas ISE e Não ISE

Uma vez que o presente estudo tem por objetivo comparar o EVA e o MVA das empresas participantes do ISE e não participantes; e, também, verificar a existência de diferença significativa no VAD de ambos os tipos de empresa, faz-se necessária a utilização de testes estatísticos de diferença de médias.

Os testes de hipóteses são métodos que permitem avaliar afirmativas sobre parâmetros populacionais através de dados amostrais. Segundo Morettin (2010), o teste de hipótese é um processo de decisão estatística entre duas hipóteses: nula (H_0) e alternativa (H_1). O teste pode ser realizado por meio da construção de intervalos de confiança ou de testes de significância (GUJARATI; PORTER, 2011).

A definição do teste estatístico a ser utilizado depende do atendimento às suposições de normalidade e independência dos dados analisados (SIEGEL; CASTELLAN, 2008), que devem ser verificadas a priori. Nesse sentido, o teste t-Student permite comparar as médias de determinada característica de duas amostras, sem que seja necessário saber as características populacionais a priori. No entanto, no caso de não ser verificada a normalidade dos dados, é recomendada a utilização de teste não paramétrico (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2005), neste caso, o teste de Mann Whitney.

Registra-se que ambos os testes citados são adequados para a verificação de diferenças estatisticamente significativas entre apenas dois grupos (empresas integrantes e não integrantes do ISE) (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2005).

O teste t-Student evidencia como hipótese nula a pressuposição de que não há diferença estatisticamente significativa entre os grupos analisados, em relação aos seus valores médios. A rejeição ou não da hipótese nula do teste é verificada a partir da estatística “ $t_{\text{observado}}$ ” que conduzirá a conclusão do teste.

Por outro lado, o teste de Mann Whitney assume como hipótese nula a igualdade entre os valores medianos dos grupos analisados. A rejeição ou não da hipótese nula do teste de Mann Whitney é feita a partir da estatística “ $z_{\text{observado}}$ ” (SIEGEL; CASTELLAN, 2008).

A verificação da normalidade foi realizada por meio do teste de Shapiro-Wilk (1965), que tem como hipótese nula a normalidade dos dados. O resultado do teste de normalidade determinará o teste de diferenças de médias que é mais adequado.

Definido o teste, a conclusão sobre a rejeição ou não de diferenças das médias/medianas dar-se-á a partir da comparação da estatística obtida com o valor crítico tabelado para cada um dos testes. Caso o valor calculado seja superior ao valor crítico, a hipótese de igualdade de médias/medianas é rejeitada. Outra forma de verificar as hipóteses é por meio do P-valor, que é a probabilidade de se obter um valor mais extremo do que foi efetivamente observado (DOANE; SEWARD, 2014). Dessa forma, se o P-valor é inferior ao nível de significância adotado, a hipótese nula deve ser rejeitada.

3.3.4 Verificando a influência do ISE na criação de valor

Objetivando verificar a influência de características atreladas às empresas ISE e Não ISE em relação à criação de valor por elas evidenciado, utiliza-se a abordagem econométrica de dados em painel, considerando o período de 2011 a 2019.

A abordagem de dados em painel permite avaliar um conjunto de variáveis com observações que variam ao longo do tempo. Segundo Greene (2003), a principal vantagem dessa estrutura de dados é a maior flexibilidade na modelagem das diferenças de comportamento entre os indivíduos analisados.

Para este estudo, foram analisados os modelos do tipo *Pooled* e de Efeitos Aleatórios. Como este estudo tem por objetivo verificar diferenças entre as empresas que integram ou não o ISE, variável medida de forma binária (ISE = 1, Não ISE = 0), entende-se que modelos de efeitos fixos não permitiriam essa análise.

A escolha pelo modelo adequado foi realizada utilizando-se do teste do Multiplicador de Lagrange, de Breush-Pagan (H_0 : modelo *Pooled*, H_1 : modelo de Efeitos Aleatórios). Caso o P-valor do teste seja inferior ao nível de significância adotado, a hipótese nula é rejeitada.

A adequabilidade do modelo está vinculada à verificação da presença de heterocedasticidade e/ou autocorrelação serial dos resíduos do modelo proposto. Para isso, foram adotados os seguintes procedimentos:

- i) Teste de Breush-Pagan para verificar a homocedasticidade dos resíduos, ou seja, a hipótese de que as variâncias dos resíduos do modelo são iguais ($E(e_i^2)=0$). Segundo Heij *et al.* (2004), a hipótese nula é de que a variância é constante e, caso seja rejeitada, indicará a presença de heterocedasticidade nos resíduos;
- ii) Teste de Wooldridge para verificar a independência serial dos resíduos, ou seja, a hipótese de que não há correlação serial nos resíduos. Segundo Wooldridge (2010), esse teste tem como hipótese nula a ausência de autocorrelação serial.

Para correção desses problemas, os testes de significância dos coeficientes dos modelos foram realizados considerando erros padrão robustos.

Os modelos de regressão para dados em painel propostos para responder aos objetivos do trabalho seguem a seguinte estrutura:

$$y_{it} = \beta_1 ENDV_{it} + \beta_2 PATRLIQ_{it} + \beta_3 ISE_{it} + \beta_4 ISEEND_{it} + \beta_5 ISEPATRLIQ_{it} + v_{it} + u_i \quad (9)$$

em que y_{it} são *proxies* de criação de valor EVA, MVA e VAD, ENDV é o endividamento, PATRLIQ é o patrimônio líquido, ISE é uma variável *dummy* que recebe 1 (um) se a empresa possui índice de sustentabilidade empresarial e 0 (zero) caso contrário, ISEENDV é a interação entre o índice de sustentabilidade empresarial e o endividamento das empresas, ISEPATRLIQ é a interação entre o índice de sustentabilidade empresarial e o patrimônio líquido das empresas, v_{it} é o termo de erro do modelo, e u_i é a heterogeneidade não observada.

Registra-se que as variáveis EVA, MVA, VAD e endividamento foram padronizadas pelo ativo total da empresa. Dessa forma, todas elas são tratadas em relação ao quanto representam do ativo total. O patrimônio líquido, por sua vez, foi tratado pelo seu logaritmo natural, de forma a não inflacionar a variância e gerar viés aos testes e modelos estatísticos.

4 RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os resultados obtidos com as análises realizadas para medir e avaliar a criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade através do valor adicionado a distribuir (VAD) das empresas participantes e não participantes do ISE.

Inicialmente, foram calculadas as medidas de EVA e MVA, e analisadas ao longo do tempo, juntamente à variável que mede o valor adicionado a distribuir para a sociedade, extraída do demonstrativo DVA. A análise é realizada para o período de 2011 a 2019, considerando, ainda, a segregação por classificação em empresa ISE e Não ISE.

Em seguida, são realizados testes estatísticos, de forma a verificar se existem diferenças significativas na geração de valor para o mercado e para a sociedade, das empresas ISE e Não ISE. Por último, são apresentados os resultados do modelo de regressão para dados em painel, para evidenciar a influência da participação no ISE na geração de valor para o mercado e para a sociedade.

O presente tópico se subdivide em: “Descritiva dos dados amostrados”, “Teste de diferença de médias” e “Modelos de dados em painel”.

4.1 Descritiva dos dados amostrados

A Tabela 2 a seguir apresenta algumas estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo como *proxies* para medir a criação de valor para o mercado e para a sociedade, durante o período de análise (2011 a 2019). Em relação às variáveis de criação de valor para o mercado (EVA e MVA), observam-se valores predominantemente negativos, indicando que, em grande parte do período analisado, as empresas que compõem a amostra destruíram valor para o mercado. Na mediana, o EVA foi positivo apenas nos anos de 2011 e 2018, e o MVA, no ano de 2018. O ano de 2013 foi quando o EVA apresentou maior variabilidade das medidas, e, para o MVA, as maiores variabilidades são observadas nos anos de 2011 e 2018.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas como *proxies* de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) entre 2011 e 2019

EVA							
Ano	Mínimo	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil	Máximo	Desvio- Padrão
2011	-6.065	-45	11	366	152	26.597	3.105
2012	- 47.957	- 352	- 113	-1.263	-14	218	5.553
2013	- 135.119	-1.006	- 366	-3.115	- 135	622	14.783
2014	- 72.246	- 574	- 184	-1.458	-63	798	7.304
2015	- 68.272	- 433	-86	-1.657	-5	1.797	8.047
2016	- 58.462	- 654	- 173	-1.285	-38	3.602	5.837
2017	- 70.063	- 875	- 266	-1.621	-64	1.990	7.024
2018	-2.834	-34	24	510	288	25.282	2.999
2019	- 71.098	-1.075	- 439	-2.382	-83	327	8.878
Total	- 135.119	- 562	- 132	-1.323	-5	26.597	7.852
MVA							
Ano	Mínimo	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil	Máximo	Desvio- Padrão
2011	- 84.472	-1.981	-48	33.231	1.875	1.094.545	170.574
2012	- 351.221	-2.663	- 793	-8.915	-93	2.498	39.338
2013	- 530.900	-4.163	-1.830	- 11.787	- 677	9.617	53.409
2014	- 831.702	-4.135	-1.365	- 13.315	- 483	7.201	79.591
2015	- 909.094	-4.279	- 909	- 15.870	-72	43.596	92.001
2016	- 535.151	-4.896	-1.481	-9.576	- 274	77.947	52.860
2017	- 472.522	-6.000	-1.940	- 10.552	- 432	14.029	46.237
2018	- 117.444	-1.849	232	35.288	7.230	1.474.064	182.503
2019	- 370.888	-6.565	-2.466	- 12.107	- 407	4.218	41.228
Total	- 909.094	-4.107	-1.038	-1.512	-83	1.474.064	100.484
VAD							
Ano	Mínimo	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil	Máximo	Desvio- Padrão
2011	-	270	1.104	4.483	2.193	181.081	18.180
2012	-	307	1.170	4.541	2.411	182.626	18.191
2013	-	330	1.158	4.580	2.418	193.121	18.888
2014	-	376	1.324	4.392	2.946	146.440	14.650
2015	-	432	1.428	5.192	4.709	169.931	16.919
2016	-	372	1.547	5.496	4.005	193.445	19.043
2017	-	344	1.506	5.859	5.146	216.014	21.175
2018	-	475	1.891	7.366	5.358	281.097	27.537
2019	-	454	1.841	6.761	5.956	270.887	25.885
Total	-	351	1.376	5.408	3.755	281.097	20.380

*Valores apresentados por milhões de reais.

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

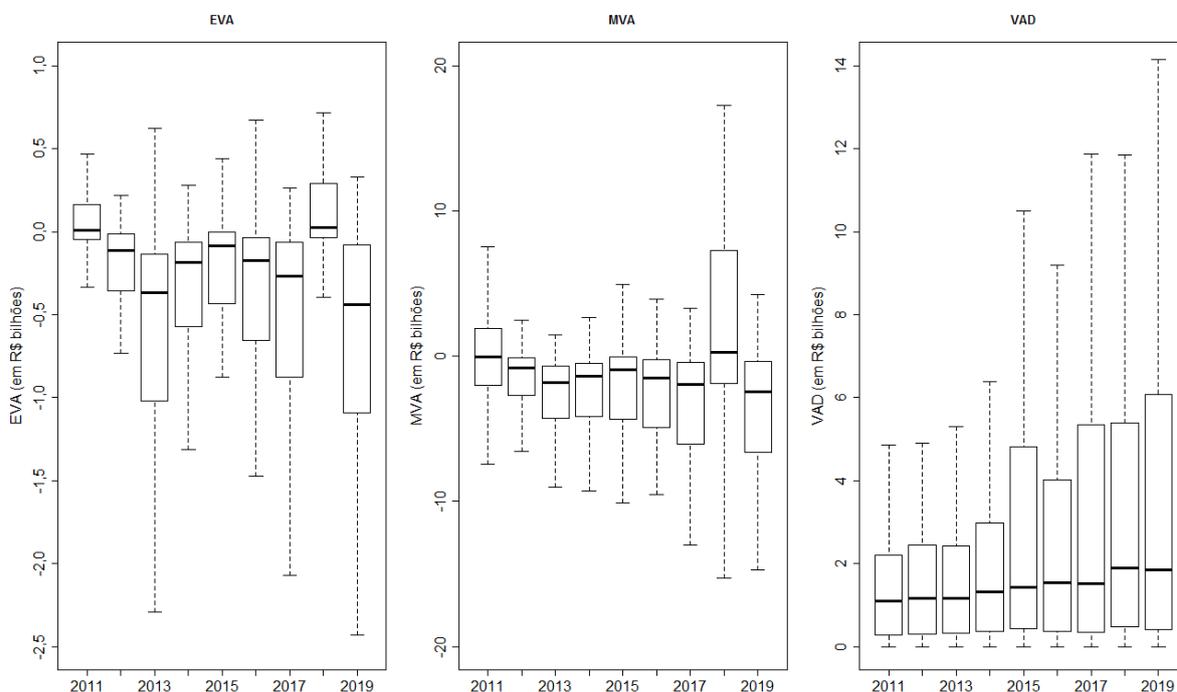
O VAD, por outro lado, apresenta valores crescentes no tempo, passando de um valor aproximado de R\$ 1,1 bilhão em 2011, para R\$ 1,8 bilhão em 2019, na mediana. Da mesma forma, essa medida apresenta variabilidade crescente ao longo dos anos.

Considerando o período completo de análise, é evidenciada a destruição de valor para o mercado (medidas negativas) e a criação de valor para a sociedade (medida positiva).

O Gráfico 1 a seguir apresenta a distribuição dos valores apurados para a EVA e MVA das empresas que compõem a análise, juntamente ao VAD dessas empresas para cada ano. Para melhor visualização, os dados são apresentados na escala de bilhões de reais, e os dados considerados *outliers* foram ocultados.

Estatísticas descritivas dessas variáveis considerando os diferentes setores das empresas que compõem a análise são apresentadas no Apêndice E.

Gráfico 1 - Boxplot das variáveis de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) no período de 2011 a 2019*



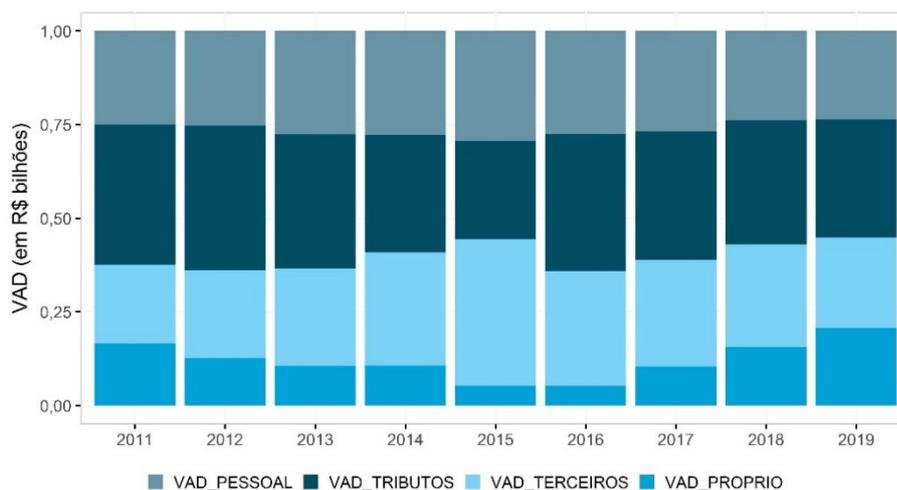
* Valores apresentados por bilhões de reais.

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Verifica-se que o EVA apurado apresenta períodos de grande variabilidade, registrando valores entre R\$ 2,5 bilhões negativos e R\$ 0,8 bilhão positivo, como nos anos de 2013 e 2019. Mas também apresentou alguns períodos de menor variabilidade, como em 2011, 2012 e 2018. O MVA apresenta medidas que variam entre R\$ 10 bilhões negativos e positivos, em geral. Sua variabilidade aumenta com o tempo, sendo o ano de 2018 o que apresenta maior variabilidade, com medidas que vão de aproximadamente R\$ 15 bilhões negativos até quase R\$ 20 bilhões positivos.

O VAD, assim como evidenciado na Tabela 2, apresenta maior variabilidade de suas medidas com o passar do tempo. Em 2011, registrava valores até aproximadamente R\$ 5 bilhões. Em 2019, por outro lado, suas medidas chegam a R\$ 14 bilhões. O gráfico 2 a seguir apresenta as partes beneficiadas pelo VAD, aquelas que mais contribuíram para criá-lo, considerando os valores medianos de cada rubrica.

Gráfico 2 - Distribuição do Valor Adicionado



Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Observa-se que, entre 2011 e 2015, a remuneração de capitais de terceiros foi ganhando maior representatividade na distribuição dos valores adicionados, ao mesmo tempo que a remuneração de capitais próprios e os dispêndios realizados em favor do governo, através de tributos (impostos, taxas e contribuições), reduzem sua representatividade. Em 2016, a situação se reverte, com o aumento da representatividade dos dispêndios realizados em tributos e a redução da remuneração dos recursos de terceiros.

A remuneração de capitais próprios tem representatividade crescente a partir de 2016. Em relação à remuneração pelo trabalho (Pessoal), sua representatividade praticamente se manteve constante, entre as demais rubricas para distribuição do valor adicionado. Na mediana, a rubrica Outros equivale a zero e, portanto, não é demonstrada no gráfico anterior.

A Tabela 3, apresentada a seguir, mostra a descrição das variáveis estudadas segregadas em relação à integração ou não ao ISE.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas como *proxies* de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) segregadas entre empresas ISE e Não ISE

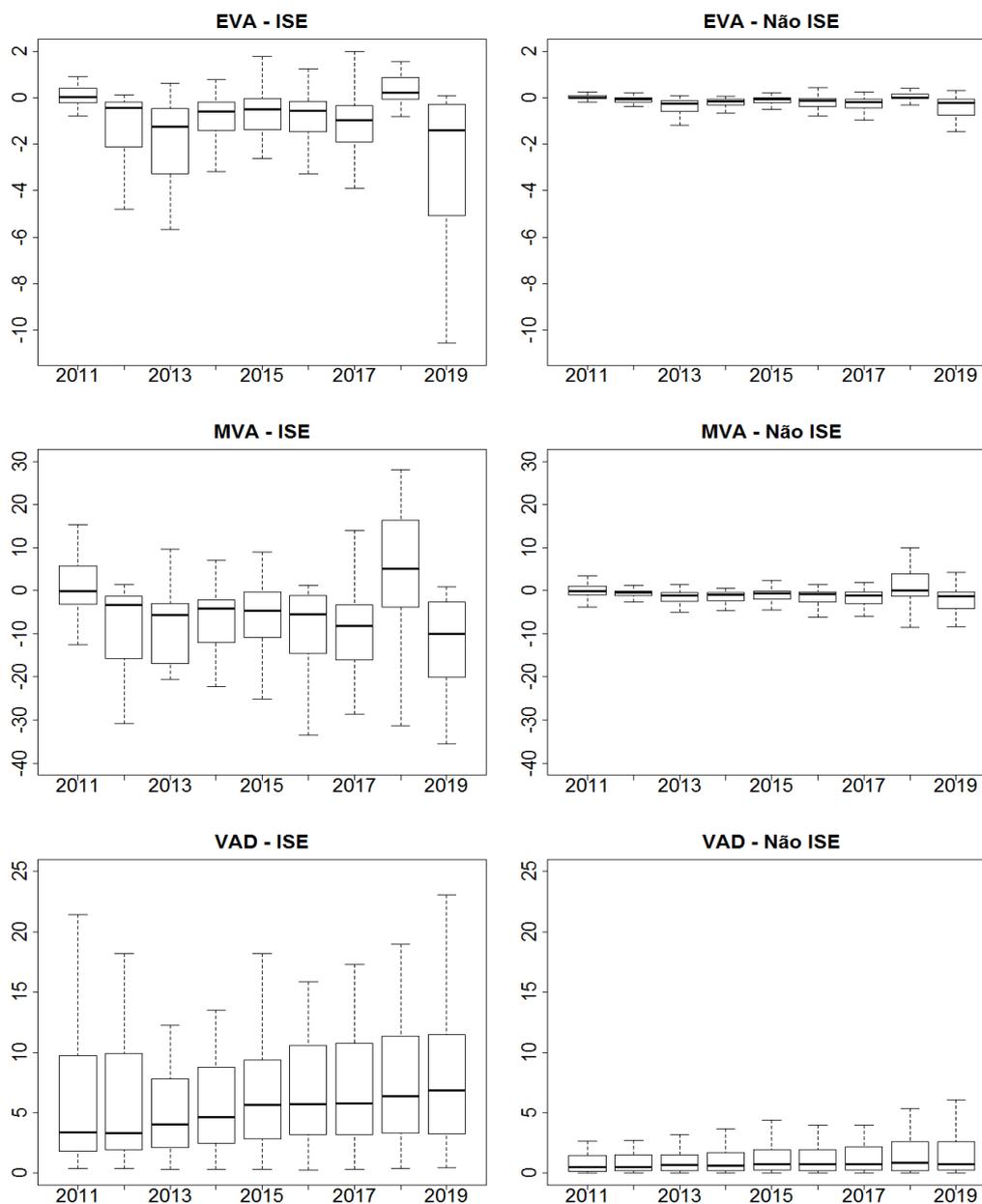
Empresas ISE							
Medida	Mínimo	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil	Máximo	Desvio-Padrão
EVA	-80.788	- 1.616	-484	- 2.334	- 40	26.597	8.326
MVA	-340.372	-12.632	- 4.032	- 94	-579	1.474.064	115.281
VAD	239	2.140	5.313	8.267	10.496	70.124	10.199
Empresas Não ISE							
Medida	Mínimo	1º quartil	Mediana	Média	3º quartil	Máximo	Desvio-Padrão
EVA	-135.119	-324	- 89	-911	- 4	25.282	7.618
MVA	-909.094	- 2.324	-720	- 2.089	- 74	1.094.545	93.871
VAD	-	193	678	4.243	1.825	281.097	23.191

Valores apresentados por milhões de reais

Fonte: Elaborada pela autora (2021)

A observação da Tabela 3 permite verificar que as empresas participantes do ISE evidenciam maiores valores em relação às medidas apresentadas, se comparadas às empresas não participantes do ISE. O Gráfico 3, apresentado a seguir, permite visualizar melhor as diferenças.

Gráfico 3 - Boxplot das variáveis de criação de valor para o mercado e para a sociedade, no período de 2011 a 2019, segregado entre empresas ISE e Não ISE



Valores apresentados em bilhões de reais.
Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Graficamente, verifica-se que as empresas que integram o ISE apresentam medidas de EVA, MVA e VAD com maior variabilidade, demonstrando sua heterogeneidade. No EVA, seus valores estão em média entre R\$ 6 milhões negativos e R\$ 2 milhões positivos, exceto no exercício de 2019, quando são observados valores até R\$ 10 milhões negativos. Enquanto isso, as empresas que não integram o ISE apresentaram medidas entre R\$ 2 milhões positivos e negativos.

Esse resultado indica que empresas do grupo ISE adicionam menos valor para o mercado, medido pelo EVA, que vai ao encontro dos resultados dos estudos de Freguete, Nossa e Funchal (2015) e Macedo *et al.* (2009).

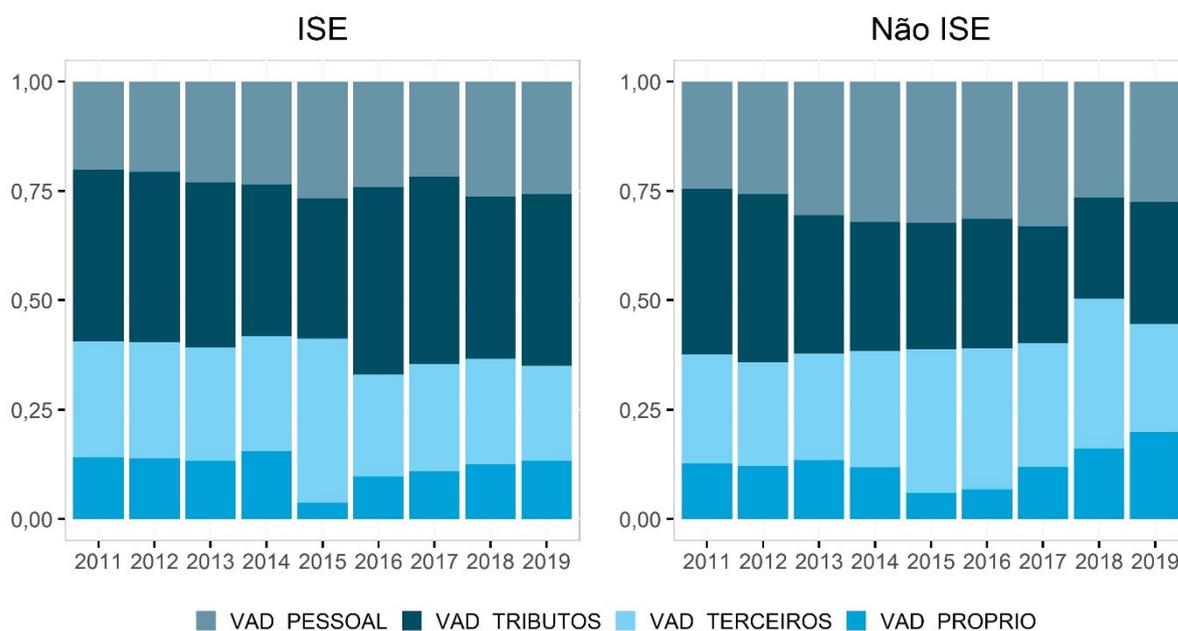
No MVA, as empresas que integram o ISE apresentam medidas que variam entre R\$ 40 milhões negativos e R\$ 30 milhões positivos. E nas empresas que não integram o ISE, por sua vez, as medidas variam entre R\$ 10 milhões positivos e negativos. Em ambos os tipos de empresas, o ano de 2018 apresentou maior variabilidade no MVA. No entanto, em relação aos valores medianos, não é possível visualizar se há diferença entre as empresas que integram o ISE ou não, sendo que o resultado vai ao encontro dos achados de Cristófaló *et al.* (2016) e Silva *et al.* (2015).

Por fim, o VAD apresenta medidas até R\$ 25 bilhões nas empresas ISE e de até R\$ 7 milhões nas empresas não integrantes do ISE. Dessa forma, visualmente, observa-se que as empresas que integram o ISE tendem a ter maiores medidas de VAD e também maior variabilidade, de acordo com o resultado obtido por Mazzioni *et al.* (2013).

Por conseguinte, verificam-se indícios de que há diferenças importantes na criação de valor tanto para o mercado quanto para a sociedade, entre as empresas que integram ou não o ISE.

Em relação à distribuição do valor adicionado aos agentes que mais contribuíram para a sua criação, o Gráfico 4 a seguir apresenta a comparação da distribuição da riqueza na mediana, para as empresas ISE e Não ISE. Visualmente, não são observadas variações significativas entre a distribuição dos valores entre Pessoal, Tributos, Terceiros, Próprio e Outros, entre as empresas ISE e não integrantes do ISE. A rubrica Outros também tem valor zero, quando segregados os grupos ISE e Não ISE, portanto, não é demonstrada no gráfico seguinte.

Gráfico 4 - Distribuição do Valor Adicionado (ISE x Não ISE)



Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Sutilmente, observa-se uma maior representatividade da remuneração pelo trabalho na rubrica Pessoal e na rubrica Terceiros, e uma menor representatividade dos dispêndios realizados em favor do governo em Tributos nas empresas que não integram o ISE, comparativamente àquelas que integram o índice. No entanto, para fazer qualquer inferência sobre isso, seria necessário avaliar estatisticamente, se há alguma diferença. Os itens seguintes apresentam os testes estatísticos.

4.2 Teste de diferença de médias

No intuito de confirmar os resultados evidenciados pela estatística descritiva realizada para as empresas integrantes e não integrantes do ISE em relação às variáveis *proxies* de valor de mercado (EVA e MVA) e da sociedade (VAD), faz-se necessária a realização do teste de diferenças de médias.

Registra-se que, para realização dos testes estatísticos apresentados adiante, as variáveis de criação de valor foram padronizadas, mediante divisão pelo ativo total da empresa analisada a cada ano. Além disso, foram considerados os dados após a aplicação da técnica de

winsorização, que realizou o tratamento dos *outliers*. Os resultados da winsorização são apresentados no Apêndice F.

O teste de normalidade de Shapiro-Wilk para as variáveis, anteriormente citadas, é apresentado na Tabela 4 e evidencia a rejeição da hipótese nula de normalidade dos dados para todas as variáveis, o que determina a utilização do teste não paramétrico de Mann-Whitney para a verificação de existência de diferenças estatisticamente significativas entre as empresas que integram ou não o ISE. Os resultados do teste de Mann-Whitney são apresentados na Tabela 5 a seguir.

Tabela 4 - Testes de Shapiro-Wilk para normalidade

Variável	Estatística de Teste	P-valor
EVA	0,982	6,011e-10***
MVA	0,665	< 2,2e-16***
VAD	0,961	7,452e-16***

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia:

*10%; **5%; ***1%.

Tabela 5 - Testes de Mann-Whitney para diferenças entre ISE e Não ISE

Variável	Estatística de Teste	P-valor
EVA	118.843	0,01392**
MVA	120.391	0,00482***
VAD	104.263	0,3536

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia:

*10%; **5%; ***1%.

Conforme resultados da tabela anterior, verificam-se diferenças estatisticamente significativas entre as empresas integrantes e não integrantes do ISE em relação ao EVA e ao MVA (P-valor < nível de significância de 5%).

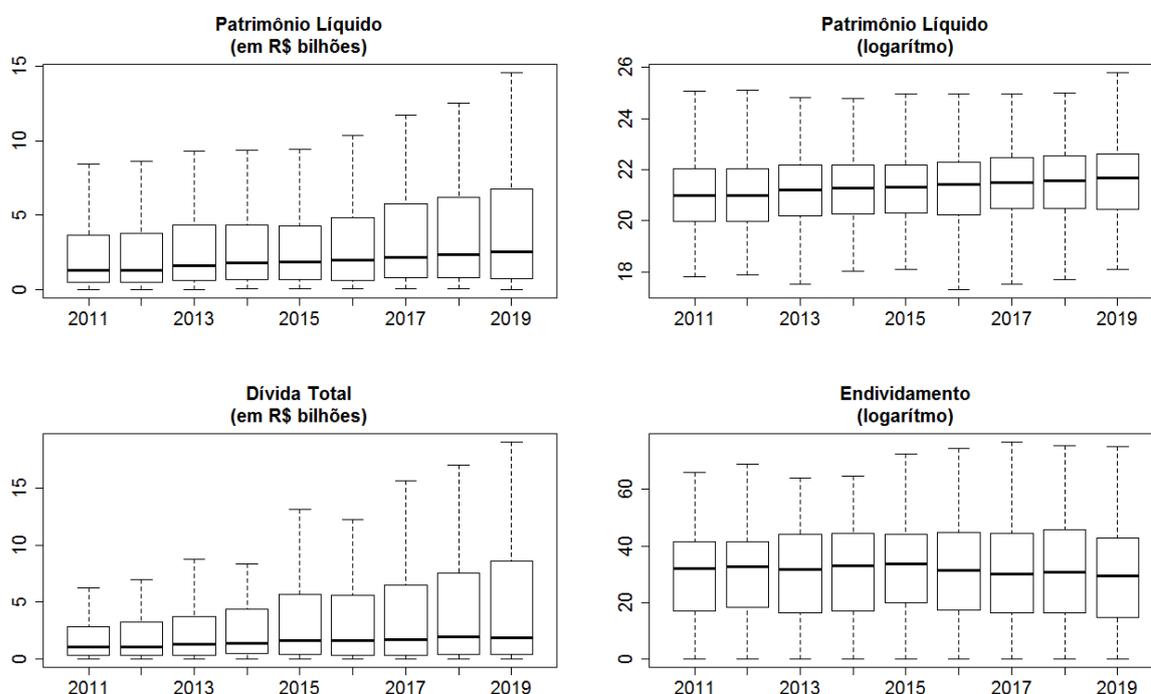
Contudo, não foram encontradas evidências estatísticas de que as empresas que integram o ISE distribuem mais valor para a sociedade do que as empresas que não integram o índice.

Para uma melhor análise, foram elaborados modelos de dados em painel, com a incorporação de variáveis de controle.

4.3 Modelos de dados em painel

Foram adotadas como variáveis de controle o patrimônio líquido e o endividamento das empresas que compõem essa análise. Na regressão, foi considerado o logaritmo do patrimônio líquido, e o endividamento foi dividido pelo ativo total. O Gráfico 5, apresentado a seguir, mostra o comportamento dessas variáveis antes e após a sua padronização para a regressão.

Gráfico 5 - Boxplot das variáveis de controle por ano

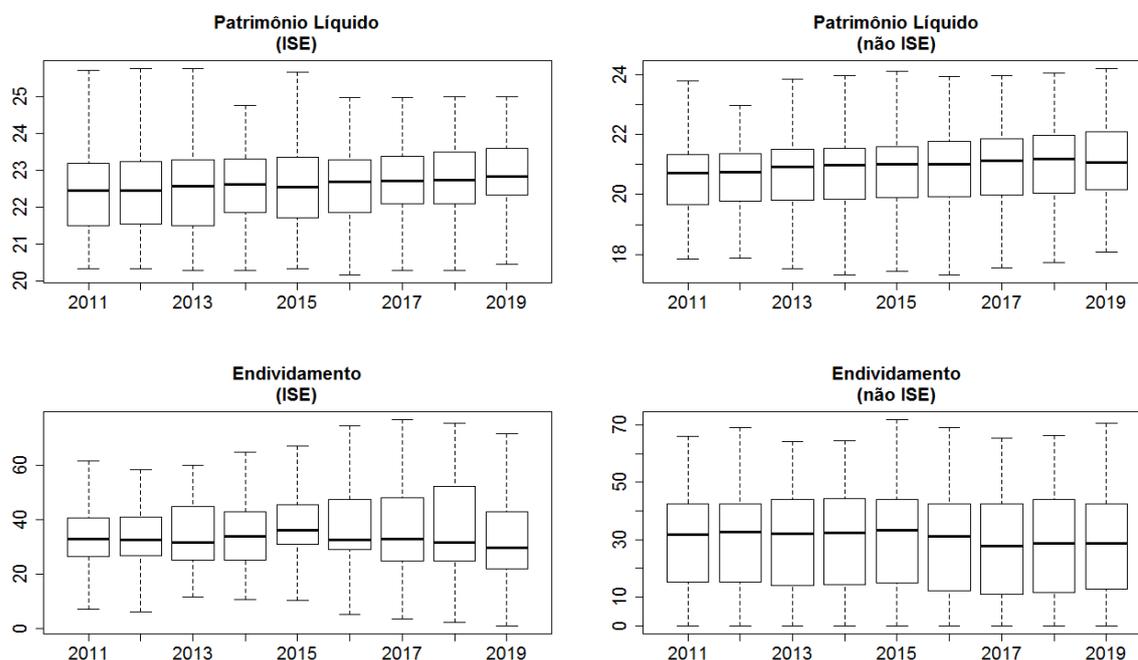


Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Verifica-se que as variáveis de controles apresentam maior variabilidade com o passar do tempo. Com a adoção do logaritmo do patrimônio líquido e da representatividade da dívida em relação ao ativo total, isso não é mais observado.

O Gráfico 6, apresentado a seguir, mostra as variáveis finais da regressão, considerando a segregação entre empresas que integram o ISE ou não. Verifica-se mais estabilidade da variância de ambas as variáveis nas empresas que não integram o ISE.

Gráfico 6 - Boxplot das variáveis de controle por ano (ISE e Não ISE)*



* Valores apresentados por bilhões de reais.

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

A Tabela 6, apresentada a seguir, mostra os modelos econométricos obtidos para os dados do presente estudo. Na referida tabela, são apresentados os modelos construídos para as variáveis respostas EVA, MVA e VAD. Para cada modelo estimado, são evidenciadas as suas estatísticas de validação.

Tabela 6 - Modelos de efeitos aleatórios estimados para as variáveis de criação de valor

Variáveis	EVA		MVA		VAD	
	Estimativa	P-valor	Estimativa	P-valor	Estimativa	P-valor
Constante	-7,729	0,209	-67,692	0,299	61,630	0,004***
Endividamento	0,020	0,252	0,038	0,879	-0,015	0,733
Patr. Líquido	0,088	0,719	1,779	0,532	-1,517	0,136
ISE	27,769	0,010**	61,954	0,739	49,541	0,136
Endividamento x ISE	-0,020	0,432	-0,337	0,493	-0,137	0,099*
Patr. Líquido x ISE	-1,161	0,013**	-1,804	0,813	-1,897	0,201
Teste LM	131,3	< 2,2e-16 ***	52,655	3,976e-13 ***	2615,6	< 2,2e-16 ***
Wooldridge	66,338	7,918e-11 ***	30,776	0,0003233***	163,28	< 2,2e-16 ***
Breusch-Pagan	83,51	< 2,2e-16 ***	11,982	0,03503	61,808	5,14e-12

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

O teste do Multiplicador de Lagrange (Teste LM) evidencia a rejeição da hipótese nula de ausência de variação entre as unidades, indicando melhor ajuste por meio da abordagem de dados em painel. A autocorrelação serial foi verificada nos três modelos, e a heterocedasticidade, apenas no modelo criado para o EVA. Para correção, os coeficientes foram estimados considerando erros-padrão robustos.

Verifica-se que, para o EVA, foi encontrada evidência estatística de que as empresas que integram o ISE criam mais valor para o mercado do que as empresas que não compõem o índice, demonstrando resultado financeiro positivo, de acordo com por Rossi Júnior (2009), Sousa *et al.* (2011) e Teixeira, Nossa e Funchal (2011). Além disso, verificou-se que o EVA das empresas ISE é influenciado negativamente pelo seu patrimônio, de forma que, quanto maior o patrimônio líquido, menor a criação de valor para o mercado.

Para o MVA, apesar de o teste de diferenças das medianas ter apontado diferença significativa entre empresas que integram e não integram o ISE, após a inclusão das variáveis de controle não é possível confirmar esse resultado, assim como observado por Cristóvão *et al.* (2016) e Silva *et al.* (2015).

E, por fim, para o VAD, o resultado vai ao encontro do que foi observado no teste de diferença de medianas, que apontou não haver diferença na distribuição de valor para a sociedade, entre as empresas que integram e não integram o ISE. O resultado vai ao encontro dos estudos de Alves *et al.* (2019) e Sousa e Faria (2018).

No entanto, quando avaliadas apenas as empresas que integram o ISE, verifica-se que, ao nível de 10% de significância, o endividamento tem impacto negativo na criação de valor para a sociedade. Esse resultado está em linha com os achados Teixeira, Nossa e Funchal (2011), em que empresas que se utilizam de menos recursos de terceiros criam mais valor. Não foi verificado impacto significativo do patrimônio líquido na distribuição de valor para a sociedade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo principal analisar a criação de valor, de empresas brasileiras de capital aberto, participantes e não participantes do ISE, para verificar se existem diferenças significativas na criação de valor para o mercado e para a sociedade, a partir dos dados de 2011 a 2019. Para atingir este objetivo principal, propôs-se a: i) medir a criação de valor para o mercado, através das medidas de valor adicionado EVA e MVA; ii) medir a criação de valor para a sociedade, a partir do demonstrativo DVA, através da medida VAD, valor adicionado a distribuir aos agentes econômicos que ajudaram a criá-lo; iii) verificar se as empresas participantes do ISE criam mais valor para o mercado e para a sociedade do que as empresas não participantes do ISE; iv) verificar a influência do ISE na criação de valor das empresas que integram a amostra.

A justificativa para o estudo decorre do contexto atual de grandes desigualdades econômicas e sociais, de intensos conflitos de interesses, agravados por crescentes pressões sociais pela adoção de posturas empresariais mais responsáveis, capazes de reduzir os impactos negativos ocasionados pelos negócios, que afetam a imagem e o valor dessas empresas e, também, a sociedade como um todo (OCDE, 2019; ONU, 2020; OXFAM INTERNATIONAL, 2020; PNUD, 2020).

Diante da alarmante concentração de riqueza, a adoção a princípios e práticas de RSE apresenta-se como uma alternativa para minimizar conflitos e reduzir desigualdades, visando ao desenvolvimento sustentável no longo prazo, de acordo com Clarkson (1995), Elkington (2012), Freeman (1984, 2004), Freeman *et al.* (2020), Hart e Milstein (2003), Instituto Ethos (2019), Parmar *et al.* (2010) e Porter e Kramer (2011).

O estudo baseia-se na *stakeholder theory* que, em uma visão mais ampla, considera outros interesses econômicos, sociais e ambientais, além dos interesses dos acionistas, defendida por Clarkson (1995), Donaldson e Preston (1995), Freeman (1984) e Parmar *et al.* (2010).

Os resultados encontrados indicaram que, para o EVA, existe evidência estatística de que as empresas do ISE criam mais valor para o mercado em comparação às empresas não integrantes do índice, o que está coerente com os resultados encontrados por Rossi Júnior (2009), Sousa *et*

al. (2011) e Teixeira, Nossa e Funchal (2011). Ademais, verificou-se que o EVA das empresas que integram o ISE é influenciado negativamente pelo seu patrimônio líquido, de modo que, quanto maior o patrimônio, menor a criação de valor para o mercado. Em relação ao MVA, ainda que o teste de diferenças das medianas tenha indicado diferença estatística significativa entre as empresas ISE e não integrantes do ISE, após a inclusão das variáveis de controle não é possível ratificar esse resultado, assim como observado nos estudos de Cristófaló *et al.* (2016) e Silva *et al.* (2015).

O resultado encontrado para o VAD confirma o que foi observado no teste de diferença de medianas, demonstrando não haver diferença significativa na distribuição de valor adicionado para a sociedade, entre as empresas integrantes e não integrantes do ISE, resultado também não confirmado pelos estudos de Alves *et al.* (2019) e Sousa e Faria (2018).

Entretanto, ao se avaliar somente as empresas que integram o grupo ISE, verifica-se que, ao nível de 10% de significância, o endividamento tem impacto negativo na criação de valor. O resultado encontrado corrobora os achados de Teixeira, Nossa e Funchal (2011), em que empresas que se utilizam de menos capitais de terceiros adicionam mais valor.

Estes resultados obtidos para o EVA e para o VAD estão coerentes com a *stakeholder theory*; de acordo com Freeman (1984), ao integrar uma carteira de empresas destacadas como socialmente responsáveis, a empresa cria valor.

A contribuição principal deste estudo acrescenta às pesquisas acadêmicas um estudo empírico com abordagem simultânea de criação de valor para o mercado e para a sociedade, comparando em um grupo empresas reconhecidas como socialmente responsáveis, em relação a um grupo ausente dessa classificação. Na prática empresarial, o estudo amplia as possibilidades de análises, que possam auxiliar na escolha racional do investidor, ao considerar destinar seus recursos para empresas destacadas como socialmente responsáveis, que criam valor tanto para o mercado quanto para a sociedade.

Adicionalmente, o estudo fomenta as discussões acerca da temática RSE e criação de valor que possa beneficiar um maior número de interessados ou impactados pelos negócios, visto que, na conjuntura atual, faz-se premente pesquisar soluções que possam contribuir, ainda que minimamente, para uma sociedade menos desigual.

A limitação principal do estudo diz respeito ao universo da amostra, restrito a empresas brasileiras de capital aberto, obrigadas legalmente a publicarem o demonstrativo DVA, sendo um número ainda pequeno, em relação ao mercado brasileiro como um todo. O estudo limita-se também pelo número de empresas da amostra, composta somente por empresas com os dados completos durante todo o período analisado. Outro fator limitador deve-se à falta de padronização da DVA em outros países, que utilizam o ISE como indicador de sustentabilidade no mercado de ações, fato que dificulta replicar a pesquisa em outros contextos. E, por fim, limita-se ao número pequeno de estudos que abordam a RSE pela perspectiva quantitativa do valor adicionado.

Para estudos futuros, sugere-se:

- Replicar o estudo entre empresas integrantes do ISE e não integrantes, listadas também no indicador de sustentabilidade da B3, Índice de Carbono Eficiente;
- Replicar o estudo entre empresas participantes não participantes do ISE, listadas também em índices de governança da B3;
- Reproduzir o estudo entre empresas integrantes e não integrantes do ISE, segregadas por setor de atividade, em função das especificidades e regulação de cada setor;
- Replicar o estudo para o setor financeiro, cujas demonstrações contábil-financeiras são diferenciadas, devido às particularidades do setor;
- Reproduzir o estudo entre empresas participantes do ISE e não participantes, analisando também o passivo ambiental e possíveis relações com a criação de valor;
- Propor estudos comparando empresas que integram ou não o ISE, pela abordagem ESG – *Environmental, Social and Governance* (Ambiental, Social e Governança);
- Propor a construção de um índice, capaz de medir o valor criado para o mercado e para a sociedade, com o objetivo de simplificar a aplicação prática do estudo e ampliar as possibilidades de usos e análises;
- Realizar mais estudos envolvendo a temática RSE, abordando, simultaneamente, perspectiva de valor econômico e social, que possam contribuir para reduzir desigualdades, em contextos de extrema pobreza;
- E, por fim, replicar o estudo para o período antes e pós-pandemia de Covid-19, para verificar o comportamento de empresas destacadas como socialmente responsáveis durante esse período.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C.; REZENDE, A. J.; CORRAR, L. J. Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 12, n. 2, p. 90-112, 2011.
- ALMEIDA, N. S.; MARTINS, V. F.; ALMEIDA, L. S.; SOARES, M. J. F. A utilização da Demonstração do Valor Adicionado na análise da produção e distribuição de riqueza entre os *stakeholders*: um estudo de caso da Petrobras. **Revista da Informação Contábil**, v. 3, n. 1, p. 134-148, 2009.
- ALVES, J. A.; GHILARDI, W. J.; MADRUGA, S. R.; ALVARENGA, S. M. Avaliação de desempenho entre as empresas da B3 S.A.: uma análise comparativa para Índice de Sustentabilidade Empresarial. **FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão**, v. 22, n. 1, p. 39-55, 2019.
- ALVES, L. E. S. Governança e cidadania empresarial. **Revista de Administração de Empresas**, v. 41, n. 4, p. 78-86, 2001.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; OQUIAPAZA, R. A.; MOREIRA, B. C. M. Determinantes de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 181-213, 2013.
- ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 33, p. 16-32, 2003.
- ARTIACH, T.; LEE, D.; NELSON, D.; WALKER, J. The determinants of corporate sustainability performance. **Accounting & Finance**, v. 50, n. 1, p. 31-51, 2010.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12 ed. São Paulo: Atlas, 2020.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.
- AUPPERLE, K. E.; CARROL, A. B.; HATFIELD, J. D. An empirical investigation of the relationship between corporate social responsibility and profitability. **Academy of Management Journal**, v. 28, n. 2, p. 446-463, 1985.
- B3 S.A. BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Índice de Sustentabilidade Empresarial**. São Paulo: B3, 2020. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 10 fev. 2020.

B3 S.A. BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo**. São Paulo: B3, 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em: 30 maio 2019.

BAO, B. H.; BAO, D. H. Usefulness of value added and abnormal economic earnings: an empirical examination. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 25, n. 1-2, p. 251-264, 1998.

BARROS, C. M. E.; CATAPAN, A.; SCHERER, L. M.; ISIDORO, C. Relevância do valor adicionado: um estudo empírico em sociedades anônimas abertas brasileiras. **Registro Contábil**, v. 4, n. 3, p. 147-162, 2013.

BASSO, L. F. C.; OLIVEIRA, S. F.; KAYO, E. K. Ajustes contábeis para o cálculo do EVA: Estudo sobre os procedimentos adotados em empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2008.

BM&FBOVESPA. **Metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**. São Paulo: BM&FBOVESPA. 2015. Disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/B2/F2/C9/24/98E615107623A41592D828A8/ISE-Metodologia-pt-br.pdf>. Acesso em: 11 set. 2019.

BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de Outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos da Lei nº 6.404. **Diário Oficial da União**, seção 1, p. 84, 01 nov. 2001(Veto). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm. Acesso em: 02 maio 2019.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de Dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404. **Diário Oficial da União**, seção 1, edição extra, p. 2, 28 dez. 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm. Acesso em: 02 maio 2019.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**, seção 1, supl. p. 1, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 02 maio 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Receita Federal. **Normas gerais (IRPJ - imposto sobre a renda das pessoas jurídicas)**. Brasília: Ministério da Economia, 2020. Disponível em: <https://receita.economia.gov.br/aceso-rapido/legislacao/legislacao-por-assunto/imposto-de-renda-pj>. Acesso em: 07 ago. 2020.

BRASIL. Senado Federal. **Conferencia Rio - 92 sobre o meio ambiente do planeta: Desenvolvimento sustentável dos países**. Brasília: Senado Federal, 2019. Disponível em: <https://www.senado.gov.br/noticias/Jornal/emdiscussao/rio20/a-rio20/conferencia-rio-92-sobre-o-meio-ambiente-do-planeta-desenvolvimento-sustentavel-dos-paises.aspx>. Acesso em: 07 dez. 2019.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2016.

BRUNDTLAND, G. H. Our common future: Call for action. **Environmental Conservation**, v. 14, n. 4, p. 291-294, 1987.

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

CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.

CARROLL, A. B. The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders. **Business Horizons**, v. 34, n. 4, p. 39-48, 1991.

CARVALHO, F. M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 871-889, 2010.

CERQUEIRA, J. E. A.; SOARES, T. M.; DAVID, M. V. Novas evidências sobre a relação entre a geração de valor ao acionista e o valor de mercado das ações: uma análise em painel comparando o EVA® e o MVA® no mercado brasileiro. **Pesquisa Operacional para o Desenvolvimento**, v. 1, n. 2, p. 178-196, 2009.

CLARKSON, M. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, 1995.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Livro verde: promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas**. Bruxelas: Comissão das Comunidades Europeias, 2001. Disponível em: https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416/doc05a_pt.pdf. Acesso em: 29 jun. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>. Acesso em: 5 jun. 2019

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamentos**. Brasília: CPC, 2020. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/>. Acesso em: 26 fev. 2020.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas *Valuation*: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3 ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2001.

COPELAND, T. E.; WESTON J. F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4. ed. Boston: Pearson Addison Wesley, 2005.

COSENZA, J. P. A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. spe, p. 7-29, 2003.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Porto Alegre: Artmed, 2010.

CRISTÓFALO, R. G.; AKAKI, A. S.; ABE, T. C.; MORANO, R. S.; MIRAGLIA, S. G. E. K. Sustentabilidade e o mercado financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). **REGE-Revista de Gestão**, v. 23, n. 4, p. 286-297, 2016.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S.; SANTOS, A. A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 7-23, 2005.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, A. **Consulta a cotações, índices financeiros: blog**. New York: Damodaran *on-line*, 2020. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 20 ago. 2020.

DAVIS, K. Can business afford to ignore social responsibility? **California Management Review**, v. 2, n. 3, p. 70-76, 1960.

DE LUCA, M. M. M.; CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S.; OLIVEIRA, M. C. **Demonstração do valor adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

DEUS, R.; SELES, B. M. R. P.; VIEIRA, K. R. O. As organizações e a ISO 26000: revisão dos conceitos, dos motivadores e das barreiras de implementação. **Gestão & Produção**, v. 21, n. 4, p. 793-809, 2014.

DOANE, D. P.; SEWARD, L. E. **Estatística aplicada à administração e economia**. 4. ed. Porto Alegre: AMGH, 2014.

DONALDSON, T. The stakeholder revolution and the Clarkson principles. **Business Ethics Quarterly**, v. 12, n. 2, p. 107-111, 2002.

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

DRUCKER, P. The new meaning of corporate social responsibility. **California Management Review**, v. 26, n. 2, p. 53-63, 1984.

EHRBAR, A. **EVA: Valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação da riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ELKINGTON, J. **Sustentabilidade: canibais com garfo e faca**. São Paulo: M. Books, 2012.

- EPSTEIN, E. Business ethics, corporate good citizenship and the corporate social policy process: A view from the United States. **Journal of Business Ethics**, v. 8, n. 8, p. 583-595, 1989.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. O modelo de precificação de ativos de capital: teoria e evidências. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 2, p. 103-118, 2007.
- FARIA, M. J. S. **Responsabilidade social empresarial: relato e análise econômica e financeira**. Porto: Vida Econômica, 2015.
- FREEMAN, R. E. **Strategic Management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.
- FREEMAN, R. E. The stakeholder approach revisited. **Zeitschrift für Wirtschafts-und Unternehmensethik**, v. 5, n. 3, p. 228-254, 2004.
- FREEMAN, R. E.; PHILLIPS, R.; SISODIA, R. Tensions in stakeholder theory. **Business & Society**, v. 59, n. 2, p. 213-231, 2020.
- FREGUETE, L. M; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 2, p. 232-248, 2015.
- FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. **The New York Times Magazine**, 13 sep. section SM, p. 17, 1970.
- GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.
- GREENE, W. H. **Econometric analysis**. Delhi: Pearson Education India, 2003.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HAHN, R. ISO 26000 and the standardization of strategic management processes for sustainability and corporate social responsibility. **Business Strategy and the Environment**, v. 22, n. 7, p. 442-455, 2012.
- HALLER, A.; ESTOLOWY, H. Valor adicionado em contabilidade financeira: um estudo comparativo entre Alemanha e França. **Avanços na Contabilidade Internacional**, v. 11, n. 1, p. 23-51, 1998.
- HART, S.; MILSTEIN, M. Creating sustainable value. **Academy of Management Executive**, v. 17, p. 56-67, 2003.
- HEIJ, C.; BOER, P.; FRANCES, P. H.; KLOEK, T.; DIJK, H. K. V. **Métodos econométricos com aplicações em negócios e economia**. Oxford: Oxford University Press, 2004.
- INSTITUTO ASSAF NETO. **Indicadores da economia**. São Paulo: Instituto Assaf Neto, 2021. Disponível em: <https://institutoassaf.com.br/indicadores-da-economia/>. Acesso em: 11 set. 2020.

INSTITUTO ASSAF NETO. **Metodologia de análise das companhias**. São Paulo: Instituto Assaf Neto, 2019. Disponível em: <https://institutoassaf.com.br/wp-content/uploads/2019/05/metodologia-2bpc-30-05-2019.pdf>. Acesso em: 02 ago. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ANÁLISES SOCIAIS E ECONÔMICAS (IBASE). **Balço social, dez anos: o desafio da transparência**. Rio de Janeiro: IBASE, 2008. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/102804/BS_completo.pdf?sequence=7&isAllowed=y. Acesso em: 20 abr. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ANÁLISES SOCIAIS E ECONÔMICAS (IBASE). **IV Relatório luz da sociedade civil da Agenda 2030 de Desenvolvimento Sustentável Brasil**. Rio de Janeiro: IBASE, 2020. Disponível em: https://brasilnaagenda2030.files.wordpress.com/2020/07/por_rl_2020_vs_4_mari_singlepage.pdf. Acesso em: 15 nov. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Condições de vida, desigualdade e pobreza**. Brasília: IBGE, 2019. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/multidominio/condicoes-de-vida-desigualdade-e-pobreza.html>. Acesso em: 20 abr. 2020.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **EMBI+ Risco-Brasil**. Brasília: IPEA, 2020. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 10 out. 2020.

INSTITUTO ETHOS. **Indicadores Ethos para Negócios Sustentáveis e Responsáveis**. São Paulo: Instituto Ethos, 2019. Disponível em: <https://www.ethos.org.br/cedoc/indicadores-ethos-guia-tematico-integridade/>. Acesso em: 10 ago. 2020.

INSTITUTO NACIONAL DE METROLOGIA, QUALIDADE E TECNOLOGIA (INMETRO). **ISO 26000 - Diretrizes sobre Responsabilidade Social**. Brasília: INMETRO, 2019. Disponível em: http://www.inmetro.gov.br/qualidade/responsabilidade_social/iso26000.asp. Acesso em: 20 ago. 2019.

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

KROETZ, C. E. S. **Balço social: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2000.

LÉLÉ, S. M. Sustainable development: a critical review. **World Development**, v. 19, n. 6, p. 607-621, 1991.

LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. **Estatística: teoria e aplicações-usando Microsoft Excel português**. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

LEVITT, T. The dangers of social-responsibility. **Harvard business review**, v. 36, n. 5, p. 41-50, 1958.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.

LOPES, M. M. C. **A influência dos stakeholders na responsabilidade social empresarial estratégica**. 2015. 355 f. Tese (Doutorado em Marketing) - Instituto Universitário de Lisboa, 2015.

MACEDO, M. A. S.; SOUZA, A. C.; SOUZA, A. C. C.; CÍPOLA, F. C. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socialmente responsáveis. **Pensar Contábil**, v. 11, n. 43, p. 15-23, 2009.

MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A.S. MACHADO, M. R; Análise da Relevância do Conteúdo Informacional da DVA no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças USP**, v. 26, n. 67, p. 57-69, 2015.

MACHADO, M.R.; MACHADO, M. A. V.; SANTOS, A. A relação entre setor econômico e investimentos sociais e ambientais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 3, p. 102-115, 2010.

MARCONDES, A. W.; BACARJI, C. D. **ISE Sustentabilidade no Mercado de Capitais**. São Paulo: Report Editora, 2010. Disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/D9/56/06/13/8E532510773C9C1592D828A8/Livro-ISE.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2020.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas: Da mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, V. G.; MACHADO, M. A. V.; CALLADO, A. L. C. Análise da aditividade de Value Relevance da DDF e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis: evidências de empresas do mercado de capitais brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 1, p. 75-94, 2014.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MAZZIONI, S.; DIEHL, F. J.; DIEHL, E. H.; KRUGER, S. D.; KLANN, R.C. Análise dos Indicadores de valor adicionado das empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e das demais empresas listadas na BM& F Bovespa. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 11, n. 2, p. 159-180, 2013.

MEDEIROS, A. W.; MOL, A. L. R. Tangibilidade e intangibilidade na identificação do desempenho persistente: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 2, p. 184-202, 2017.

MEEK, G. K.; GREY, S. J. The value added statement: an innovation for US companies. **Horizontes de Contabilidade**, v. 2, n. 2, p. 73, 1988.

MELDRUM, D. Country risk and foreign direct investment. **Business economics**, v. 35, n. 1, p. 33-40, 2000.

MELO NETO, F. P. FROES, C. **O bem-feito**: os novos desafios da gestão da responsabilidade socioambiental sustentável corporativa. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

MICHELON, G. Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. **Corporate Reputation Review**, v. 14, n. 2, p. 79-96, 2011.

MIOT, H. A. Valores anômalos e dados faltantes em estudos clínicos e experimentais. **Jornal Vascular Brasileiro**, v. 18, e20190004, 2019.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **The Academy of Management Review**, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.

MORETTIN, L. G. **Estatística básica**: probabilidade e inferência. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MOSSIN, J. Equilibrium in a capital asset market. **Econometrica: Journal of the econometric society**, v. 34, n. 4, p. 768-783, 1966.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. Indicadores Contábeis como Determinantes do Endividamento das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004. Curitiba. **Anais [...]**. Curitiba: ANPAD, 2004.

NOSSA, V.; RODRIGUES, V. R. S.; NOSSA, S. N. O que se tem pesquisado sobre Sustentabilidade Empresarial e sua Evidenciação? **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, p. 87-105, 2017.

NUNES, J. G.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V.; GALDI, F. C. Análise das variáveis que influenciam à Adesão das Empresas ao índice BM&FBovespa de Sustentabilidade Empresarial. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328-340, 2010.

OLIVEIRA, J. A. P. **Empresas na sociedade**: sustentabilidade e responsabilidade social. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OCDE). **Annual Report on the OECD Guidelines for Multinational Enterprises 2019**. Paris:

OCDE, 2019. Disponível em: <http://mneguidelines.oecd.org/2019-Annual-Report-MNE-Guidelines-EN.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2020.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Home Page**. Brasília: ONU, 2020. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/>. Acesso em: 20 maio 2020.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Relatórios econômicos OCDE Brasil**. Brasília: OCDE, 2018. Disponível em: <http://www.oecd.org/economy/surveys/Brazil-2018-OECD-economic-survey-overview-Portuguese.pdf>. Acesso em: 20 maio 2020.

OSBORNE, J. W.; OVERBAY, A. The power of outliers (and why researchers should always check for them). **Practical Assessment, Research, and Evaluation**, v. 9, n. 6, p. 1-8, 2004.

OXFAM INTERNATIONAL. **Extreme inequality and essential services**. Nairobi: OXFAM, 2020. Disponível em: <https://www.oxfam.org/en/what-we-do/issues/extreme-inequality-and-essential-services>. Acesso em: 30 nov. 2020.

PARMAR, B. L.; FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; WICKS, A. C.; PURNELL, L.; COLLE, S. A. Stakeholder theory: The state of the art. **Academy of Management Annals**, v. 4, n. 1, p. 403-445, 2010.

PEREIRO, L. E. The valuation of closely-held companies in Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 2, n. 4, p. 330-370, 2001.

PINTO, T. C.; MACHADO-SANTOS, C. Análise e aferição da correlação entre Valor Económico Acrescentado e o Valor de Mercado Adicionado num grupo empresarial cotado na NYSE Euronext. **Cuadernos de Contabilidad**, v. 12, n. 31, p. 455-468, 2011.

PODDI, L.; VERGALLI, S. Does corporate social responsibility affect the performance of firms? **FEEM Working Paper**, n. 52, p. 1-47, 2009.

PORTER, M.E.; KRAMER, M. The Big Idea: Creating Shared Value. **Harvard Business Review**, v. 89, n. 1-2, p. 1-17, 2011.

PRESTON, L. E.; O'BANNON, D. P. The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. **Business & Society**, v. 36, n. 4, p. 419-429, 1997.

PROGRAMA DAS NAÇÕES UNIDAS PARA O Desenvolvimento (PNUD). **Relatório de Desenvolvimento Humano 2020**. Brasília: PNUD, 2020. Disponível em: <https://www.br.undp.org/content/brazil/pt/home/presscenter/articles/2020/pnud-faz-lancamento-nacional-do-relatorio-de-desenvolvimento-hum.html>. Acesso em: 20 dez. 2020.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.; LAMB, R. **Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

ROSSI JÚNIOR, L. What is the value of corporate social responsibility? An answer from the Brazilian sustainability index: an answer from the Brazilian Sustainability Index. **Social Science Research Network**, 5 fev. p. 1-17, 2009.

SANTOS, A. A.; BOTINHA, R. A.; LEMES, S. Análise da *value relevance* da demonstração do valor adicionado nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, p. 1-16, 2019.

SANTOS, A. **Demonstração do Valor Adicionado**: como elaborar e analisar a DVA. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SANTOS, J. O; WATANABE, R. Uma análise da correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 1, p. 19-32, 2005.

SCHERER, L. M. **Valor adicionado**: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado. 2006. 139 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

SCHWARTZ, M.; CARROLL, A. Corporate social responsibility: A three-domain approach. **Business Ethics Quarterly**, v. 13, n. 4, p. 503-530, 2003.

SCHWARTZ, M.; CARROLL, A. Integrating and unifying competing and complementary frameworks: The search for a common core in the business and society field. **Business and Society**, v. 47, n. 2, p. 148-186, 2008.

SHAPIRO, S. S.; WILK, M. B. An analysis of variance test for normality (complete samples). **Biometrika**, v. 52, n. 3/4, p. 591-611, 1965.

SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JR., N. J. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. Porto Alegre: Artmed, 2008.

SILVA, C. A. T; FREIRE, F. S. **Balanco Social**: Teoria e Prática. São Paulo: Atlas, 2001.

SILVA, E. H. D. R.; LIMA, E. P.; COSTA, S. E. G. Qual o significado de valor? Uma abordagem baseada em diferentes perspectivas. **Revista Produção Online**, v. 15, n. 4, p. 1326-1350, 2015.

SILVA, E. H. D. R.; LIMA, E. P.; COSTA, S. E. G.; SANT'ANNA, A. M. O. Análise comparativa de rentabilidade: um estudo sobre o Índice de Sustentabilidade Empresarial. **Gestão & Produção**, v. 22, n. 4, p. 743-754, 2015.

SOUSA, F. A.; ALBUQUERQUE, L. S.; RÊGO, T. F.; RODRIGUES, M. A. Responsabilidade Social Empresarial: Uma Análise sobre a Correlação entre a Variação do

Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o Lucro das Empresas Socialmente Responsáveis que compõem esse Índice. **Reunir Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 1, n. 1, p. 52-68, 2011.

SOUSA, T. S.; FARIA, J. A. Demonstração do Valor Adicionado (DVA): uma análise da geração e distribuição de riquezas das empresas listada no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) - B3. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 8, n. 2, p. 137-154, 2018.

STANZANI, L. M. L.; FREGONESI, M. S. F. A.; NAKAO, S. H. Estudo da relevância do valor adicionado contábil. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS. 10., 2016. Ribeirão Preto. **Anais [...]**. Ribeirão Preto: ANPCONT, 2016.

STEWART, G. B. **Em busca do valor**: o guia de Eva para estrategistas. Porto Alegre: Bookman, 1991.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.

TINOCO, J. E. P. **Balanco Social**: uma abordagem da transparência e da responsabilidade pública das organizações. São Paulo: Atlas, 2001.

UNITED NATIONS FRAMEWORK CONVENTION ON CLIMATE CHANGE (UNFCCC). Annual Report. Germany: UNFCCC, 2019. Disponível em: <https://unfccc.int/annualreport>. Acesso em: 02 set. 2020.

UNITED NATIONS FRAMEWORK CONVENTION ON CLIMATE CHANGE (UNFCCC). Operation of the registry of nationally appropriate mitigation actions. Germany: UNFCCC, 2020. Disponível em: <https://unfccc.int/documents/266596>. Acesso em: 22 dez. 2020.

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B. The corporate social performance–financial performance link. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 4, p. 303-319, 1997.

WOOD, D. J. Corporate social performance revisited. **Academy of Management Review**, v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Massachusetts: MIT Press, 2010.

APÊNDICE A: Evolutivo do Índice de Sustentabilidade Empresarial

Evolutivo do Índice de Sustentabilidade Empresarial

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
38 Empresas	37 Empresas	37 Empresas	40 Empresas	39 Empresas	34 Empresas	34 Empresas	30 Empresas	29 Empresas
47 Ações	50 Ações	51 Ações	51 Ações	50 Ações	38 Ações	38 Ações	33 Ações	34 Ações
AES ELETROPAULO	AES ELETROPAULO	AES ELETROPAULO	ELETROPAULO					
AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE	AES TIETE					
ANHANGUERA	ANHANGUERA	BCO BRASIL	BCO BRASIL	B2W DIGITAL	B2W DIGITAL	B2W DIGITAL	B2W DIGITAL	B2W DIGITAL
BCO BRASIL	BCO BRASIL	BICBANCO	BIC BANCO	BCO BRASIL	BCO BRASIL	BCO BRASIL	BCO BRASIL	BCO BRASIL
BIC BANCO	BIC BANCO	BRADERCO	BRADERCO	BRADERCO	BRADERCO	BRADERCO	BRADERCO	BRADERCO
BRADERCO	BRADERCO	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM	BRASKEM
BRASKEM	BRASKEM	BRF SA	BRF SA	BRF SA	BRF SA	BRF SA	CCR SA	CCR SA
BRF SA	BRF SA	CCR SA	CCR SA	CCR SA	CCR SA	CCR SA	CELESC	CEMIG
CEMIG	CCR SA	CEMIG	CEMIG	CEMIG	CEMIG	CEMIG	CIELO	COPEL
CESP	CEMIG	CESP	CESP	CIELO	CESP	CELESC	CEMIG	CIELO
COELCE	CESP	COELCE	CIELO	COELCE	CIELO	CIELO	COPEL	DURATEX
COPASA	COELCE	COPASA	COELCE	COPEL	COPEL	COPEL	CPFL ENERGIA	ECORODOVIAS
COPEL	COPASA	COPEL	COPASA	CPFL ENERGIA	CPFL ENERGIA	CPFL ENERGIA	DURATEX	EDP
CPFL ENERGIA	COPEL	CPFL ENERGIA	COPEL	DURATEX	DURATEX	DURATEX	ECORODOVIAS	ELETROBRAS
DURATEX	CPFL ENERGIA	DURATEX	CPFL ENERGIA	ECORODOVIAS	ECORODOVIAS	ECORODOVIAS	EDP	ENGIE
ELETROBRAS	DURATEX	ECORODOVIAS	DURATEX	ELETROBRAS	ELETROBRAS	ELETROBRAS	ENGIE	FLEURY
EMBRAER	ECORODOVIAS	ELETROBRAS	ECORODOVIAS	EMBRAER	EMBRAER	EMBRAER	FIBRIA	ITAUSA
ENERGIAS BR (EDP)	ELETROBRAS	ENERGIAS BR (EDP)	ELETROBRAS	ENERGIAS BR (EDP)	ENERGIAS BR (EDP)	ENERGIAS BR (EDP)	FLEURY	ITAÚ UNIBANCO
EVEN	EMBRAER	EVEN	EMBRAER	EVEN	ENGIE BRASIL ENERGIA	ENGIE BRASIL ENERGIA	ITAUSA	KLABIN
FIBRIA	ENERGIAS BR (EDP)	FIBRIA	ENERGIAS BR (EDP)	FIBRIA	EVEN	MRV	TELEFONICA BRASIL	WEG

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GERDAU	EVEN	GERDAU	EVEN	FLEURY	FIBRIA	FIBRIA	ITAÚ UNIBANCO	LIGHT SA
GERDAU MET	FIBRIA	GERDAU MET	FIBRIA	GERDAU	FLEURY	FLEURY	KLABIN AS	LOJAS AMERICANAS
INDS ROMI	GERDAU	ITAUSA	FLEURY	GERDAU MET	ITAUSA	ITAUSA	LIGHT SA	LOJAS RENNER
ITAUSA	GERDAU MET	ITAÚ UNIBANCO	GERDAU	ITAUSA	UNIBANCO	ITAÚ UNIBANCO	LOJAS AMERICANAS	MRV*
ITAÚ UNIBANCO	ITAUSA	LIGHT S/A	GERDAU MET	ITAÚ UNIBANCO	KLABIN SA	KLABIN SA	LOJAS RENNER	NATURA
LIGHT S/A	ITAÚ UNIBANCO	NATURA	ITAUSA	JSL	LIGHT SA	LIGHT SA	MRV	SANTANDER BR
NATURA	LIGHT S/A	SABESP	ITAÚ UNIBANCO	KLABIN SA	LOJAS AMERICANAS	LOJAS AMERICANAS	NATURA	TELEFONICA BRASIL
REDECARD	NATURA	SANTANDER BR	KLABIN SA	LIGHT SA	LOJAS RENNER	LOJAS RENNER	SANTANDER BR	TIM PART S/A
SABESP	SABESP	SUL AMERICA	LIGHT SA	LOJAS AMERICANAS	NATURA	NATURA	TIM PART S/A	FIBRIA
SANTANDER BR	SANTANDER BR	SUZANO PAPEL	NATURA	LOJAS RENNER	SANTANDER BR	SANTANDER BR	WEG	VALE
SUL AMERICA	SUL AMERICA	TELEFONICA BRASIL	OI	NATURA	SUL AMERICA	SUL AMERICA		
SUZANO PAPEL	SUZANO PAPEL	TELEMAR	SABESP	SABESP	TELEFONICA BRASIL	TELEFONICA BRASIL		
TELEMAR	TELEMAR	TIM PART S/A	SANTANDER BR	SANTANDER BR	TIM PART S/A	TIM PART S/A		
TIM PART S/A	TIM PART S/A	TRACTEBEL	SUL AMERICA	SUL AMERICA	WEG	WEG		
TRACTEBEL	TRACTEBEL	ULTRAPAR	SUZANO PAPEL	TELEFONICA BRASIL				
ULTRAPAR	ULTRAPAR	VALE	TELEFONICA BRASIL	TIM PART S/A				
VALE	VALE	WEG	TIM PART S/A	TRACTEBEL				
VIVO			TRACTEBEL	VALE				
			VALE	WEG				
			WEG					

Fonte: Brasil, Bolsa e Balcão - B3 (2020).

APÊNDICE B: Classificação setorial de empresas integrantes do ISE por ano

Classificação setorial de empresas integrantes do ISE por ano

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2011
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2012
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2013
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2014
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2015
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2016
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2017
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2018
Consumo Cíclico	Comércio	B2W DIGITAL	2019
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2011
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2012
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2013
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2014
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2015
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2016
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2017
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2018
Materiais Básicos	Químicos	BRASKEM	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2013
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2017
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2018
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	BRF SA	2019
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2011
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2012
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2013
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2014
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2015
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2016
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2017
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2018

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	CCR SA	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELESC	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEMIG	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELCE	2019
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2011

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2012
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2013
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2014
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2015
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2016
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2017
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2018
Utilidade Pública	Água e Saneamento	COPASA	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COPEL	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL ENERGIA	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	DURATEX	2019
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2011
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2012
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2013

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2014
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2015
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2016
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2017
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2018
Bens Industriais	Transporte	ECORODOVIAS	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROBRAS	2019
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2011
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2012
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2013
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2014
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2015
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2016
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2017
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2018
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGIAS BR	2019
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2011
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2012
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2013
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2014

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2015
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2016
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2017
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2018
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	FLEURY	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2011
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2012
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2011
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2012
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	GERDAU MET	2019
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	INDS ROMI	2019
Bens Industriais	Transporte	JSL	2011
Bens Industriais	Transporte	JSL	2012
Bens Industriais	Transporte	JSL	2013
Bens Industriais	Transporte	JSL	2014
Bens Industriais	Transporte	JSL	2015

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	JSL	2016
Bens Industriais	Transporte	JSL	2017
Bens Industriais	Transporte	JSL	2018
Bens Industriais	Transporte	JSL	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	KLABIN S/A	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	LIGHT S/A	2019
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2011
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2012
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2013
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2014
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2015
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2016
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2017
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2018
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS AMERIC	2019
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2011
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2012
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2013
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2014
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2015
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2016
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2017

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2018
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS RENNER	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2015
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2016
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	MRV	2019
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2011
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2012
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2013
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2014
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2015
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2016
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2017
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2018
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO S.A.	2019
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2011
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2012
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2013
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2014
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2015
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2016
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2017
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2018
Comunicações	Telecomunicações	TELEF BRASIL	2019

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2011
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2012
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2013
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2014
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2015
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2016
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2017
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2018
Comunicações	Telecomunicações	TIM	2019
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2011
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2012
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2013
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2014
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2015
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2016
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2017
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2018
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	ULTRAPAR	2019
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2011
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2012
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2013
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2014
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2015
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2016
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2017
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2018
Materiais Básicos	Mineração	VALE	2019
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	WEG	2019

Fonte: Elaborado pela autora (2021), a partir de dados disponíveis na plataforma Comdinheiro.

APÊNDICE C: Classificação setorial de empresas não integrantes do ISE por ano

Classificação setorial de empresas não integrantes do ISE por ano

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	ACO ALTONA	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AFLUENTE T	2019
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2011
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2012
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2013
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2014
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2015
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2016
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2017
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2018
Bens Industriais	Transporte	ALL NORTE	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2018

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ALUPAR	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	AMPLA ENERG	2019
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2011
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2012
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2013
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2014
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2015
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2016
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2017
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2018
Consumo Cíclico	Comércio	AREZZO CO	2019
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2011
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2012
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2013
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2014
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2015
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2016
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2017
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2018
Consumo Cíclico	Diversos	BAHEMA	2019
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2011
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2012
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2013
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2014
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2015
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2016
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2017
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2018
Utilidade Pública	Água e Saneamento	CASAN	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2011

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEB	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CEEE-GT	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CELPE	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COELBA	2019
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2011
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2012
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2013

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2014
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2015
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2016
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2017
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2018
Bens Industriais	Transporte	CONC RIO TER	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	COSERN	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CPFL RENOVAV	2019
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2011
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2012
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2013
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2014
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2015
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2016
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2017
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2018
Materiais Básicos	Químicos	CRISTAL	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2015

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2016
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	CYRELA REALT	2019
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2011
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2012
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2013
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2014
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2015
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2016
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2017
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2018
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	DASA	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2015
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2016
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	DIRECIONAL	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELEKTRO	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2014

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELETROPAR	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EMAE	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENERGISA MT	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2016

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL PARA	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTLMARANHAO	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQUATORIAL	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	EUCATEX	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2013
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2017
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2018

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	EXCELSIOR	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2015
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2016
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	EZTEC	2019
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2011
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2012
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2013
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2014
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2015
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2016
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2017
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2018
Bens Industriais	Transporte	FER C ATLANT	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2011
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2012
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	FERBASA	2019
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2011
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2012
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2013
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2014
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2015
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2016
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2017
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2018
Bens Industriais	Material de Transporte	FRAS-LE	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2011

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	GER PARANAP	2019
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2011
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2012
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2013
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2014
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2015
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2016
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2017
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2018
Consumo Cíclico	Comércio	GRAZZIOTIN	2019
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2011
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2012
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2013
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2014
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2015
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2016
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2017
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2018
Consumo Cíclico	Comércio	GUARARAPES	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	IRANI	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2013

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2017
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2018
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JBS	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2015
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2016
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	JHSF PART	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2013
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2017
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2018
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	JOSAPAR	2019
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	KEPLER WEBER	2019
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2011
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2012
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2013
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2014
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2015

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2016
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2017
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2018
Consumo Cíclico	Comércio	LE LIS BLANC	2019
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2011
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2012
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2013
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2014
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2015
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2016
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2017
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2018
Consumo Cíclico	Diversos	LOCALIZA	2019
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2011
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2012
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2013
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2014
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2015
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2016
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2017
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2018
Consumo Cíclico	Diversos	LOCAMERICA	2019
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2011
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2012
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2013
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2014
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2015
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2016
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2017
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2018
Consumo Cíclico	Comércio	LOJAS MARISA	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2013
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2017

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2018
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	M.DIASBRANCO	2019
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2011
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2012
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2013
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2014
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2015
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2016
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2017
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2018
Consumo Cíclico	Comércio	MAGAZ LUIZA	2019
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2011
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2012
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2013
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2014
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2015
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2016
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2017
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2018
Bens Industriais	Material de Transporte	MARCOPOLO	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2013
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2017
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2018
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	MARFRIG	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	MELHOR SP	2019

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METALFRIO	2019
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	METISA	2019
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2011
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2012
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2013
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2014
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2015
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2016
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2017
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2018
Bens Industriais	Comércio	MINASMAQUINA	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2015
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2016
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	MOURA DUBEUX	2019
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2011
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2012

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2013
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2014
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2015
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2016
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2017
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2018
Bens Industriais	Transporte	MRS LOGIST	2019
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2011
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2012
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2013
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2014
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2015
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2016
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2017
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2018
Consumo não Cíclico	Alimentos Processados	ODERICH	2019
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2011
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2012
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2013
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2014
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2015
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2016
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2017
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2018
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ODONTOPREV	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2011
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2012
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PANATLANTICA	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2011

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2012
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	PARANAPANEMA	2019
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2011
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2012
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2013
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2014
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2015
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2016
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2017
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2018
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	PETROBRAS	2019
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2011
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2012
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2013
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2014
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2015
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2016
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2017
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2018
Saúde	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	QUALICORP	2019
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2011
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2012
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2013
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2014
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2015
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2016
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2017
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2018
Bens Industriais	Material de Transporte	RANDON PART	2019

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2011
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2012
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2013
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2014
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2015
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2016
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2017
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2018
Bens Industriais	Transporte	RUMO S.A.	2019
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2011
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2012
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2013
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2014
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2015
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2016
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2017
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2018
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SANEPAR	2019
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2011
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2012
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2013
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2014
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2015
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2016
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2017
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2018
Bens Industriais	Transporte	SANTOS BRP	2019
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2011
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2012
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2013
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2014
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2015
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2016
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2017
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2018
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	SCHULZ	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2011
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2012

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	SID NACIONAL	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	STATKRAFT	2019
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2011
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2012
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2013
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2014
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2015
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2016
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2017
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2018
Materiais Básicos	Madeira e Papel	SUZANO HOLD	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TAESA	2019
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2011
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2012
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2013
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2014

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2015
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2016
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2017
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2018
Bens Industriais	Transporte	TEGMA	2019
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2011
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2012
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2013
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2014
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2015
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2016
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2017
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2018
Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia	TEKNO	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2018
Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRAN PAULIST	2019
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2011
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2012
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2013
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2014
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2015
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2016
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2017
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2018
Bens Industriais	Transporte	TREVISA	2019
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2011
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2012
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2013
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2014
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2015
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2016

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2017
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2018
Consumo Cíclico	Construção Civil	TRISUL	2019
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2011
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2012
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2013
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2014
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2015
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2016
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2017
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2018
Bens Industriais	Transporte	TRIUNFO PART	2019
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2011
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2012
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2013
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2014
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2015
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2016
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2017
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2018
Bens Industriais	Material de Transporte	TUPY	2019
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2011
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2012
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2013
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2014
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2015
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2016
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2017
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2018
Materiais Básicos	Químicos	UNIPAR	2019
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2011
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2012
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2013
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2014
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2015
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2016
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2017
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2018

Setor	Subsetor	Nome	Ano
Utilidade Pública	Energia Elétrica	UPTICK	2019
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2011
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2012
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2013
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2014
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2015
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2016
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2017
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2018
Bens Industriais	Transporte	WILSON SONS	2019
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2011
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2012
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2013
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2014
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2015
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2016
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2017
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2018
Bens Industriais	Comércio	WLM IND COM	2019

Fonte: Elaborada pela autora (2021), a partir de dados disponíveis na plataforma Comdinheiro.

APÊNDICE D: Indicadores para cálculo do EVA

Indicadores para cálculo do EVA

INDICADOR	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
T-Bond 10 Year	0,0192	0,0268	0,0241	0,0069	0,0128	0,1075	- 0,0910	0,0297	0,1604
Risco Brasil	0,0242	0,0272	0,0268	0,0382	0,0338	0,0228	0,0200	0,0180	0,0189
EMBI+Risco /10.000	0,0214	0,0276	0,0240	0,0328	0,0523	0,0259	0,0224	0,0142	0,0223
S&P 500	0,2888	- 0,0423	0,2164	0,1174	0,0136	0,1348	0,3215	0,1589	0,0210
S&P 500 (-) T-Bond 10	0,2696	- 0,0691	0,1923	0,1105	0,0008	0,0273	0,4125	0,1292	- 0,1394

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

APÊNDICE E: Estatísticas Descritivas das variáveis de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) no período de 2011 a 2019 por setor

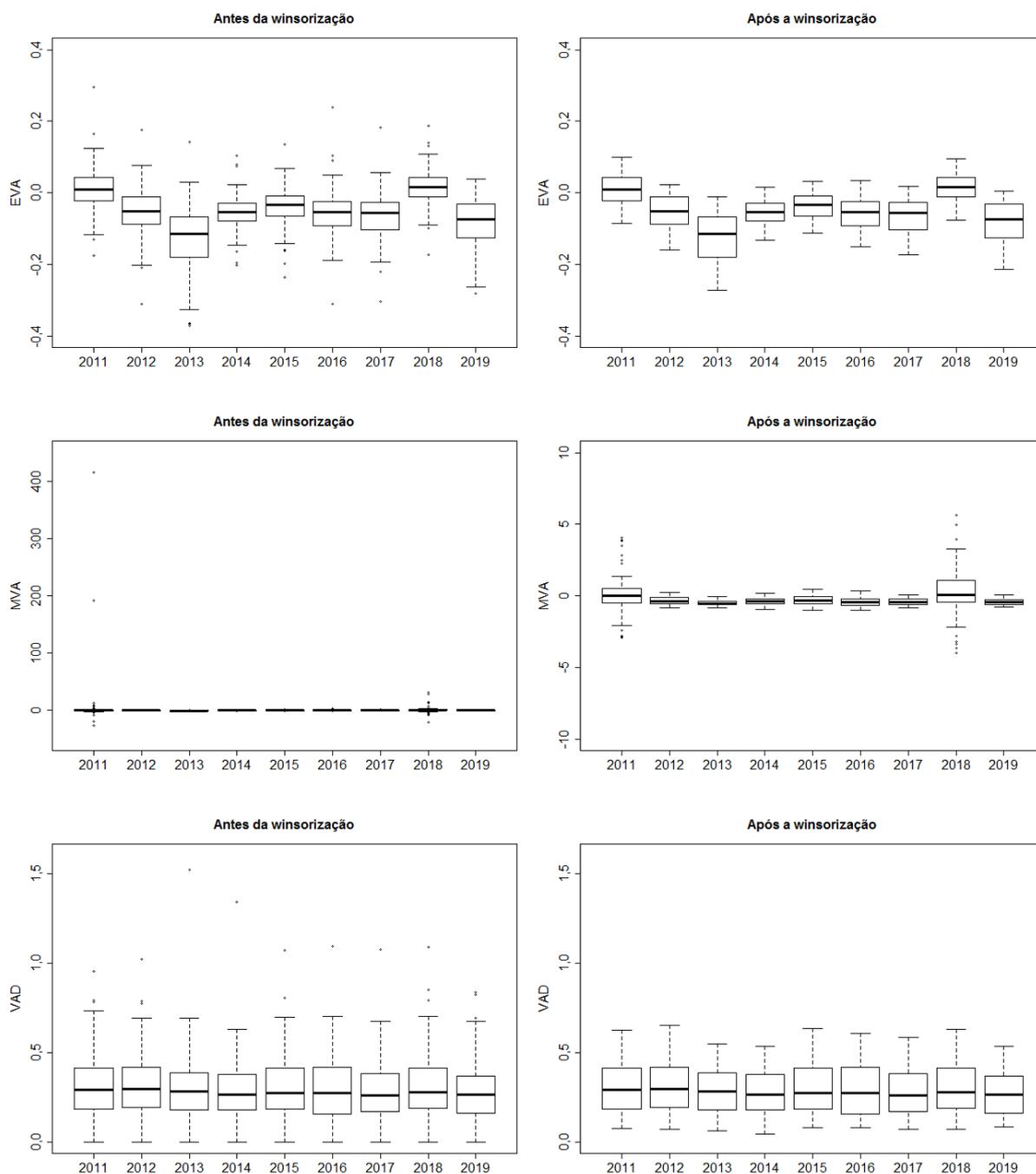
Estatísticas Descritivas das variáveis de criação de valor para o mercado (EVA e MVA) e para a sociedade (VAD) no período de 2011 a 2019 por setor

	Bens Industriais			Comunicações		
	EVA	MVA	VAD	EVA	MVA	VAD
Mínimo	-5.308	- 117.444	-	- 13.444	-62.239	10.593
1º quartil	-356	-2.633	147	- 5.651	-38.719	12.328
Mediana	-76	-656	547	- 3.941	-23.468	17.861
Média	-267	6.948	1.264	- 4.480	-16.865	20.449
3º quartil	-4	-71	1.780	- 2.681	-19.096	27.685
Máximo	1.219	1.094.545	7.919	9 4.400	185.782	36.689
	Consumo Cíclico			Consumo não Cíclico		
	EVA	MVA	VAD	EVA	MVA	VAD
Mínimo	-2.669	-90.454	1	- 7.410	-45.639	36
1º quartil	-421	-3.451	328	- 2.139	-12.997	181
Mediana	-116	-1.065	748	- 132	-1.097	1.992
Média	-264	-2.149	1.353	- 1.235	-8.771	7.723
3º quartil	-6	-174	1.838	- 24	-126	11.138
Máximo	894	116.235	676	286	9.240	5.471
	Materiais Básicos			Petróleo, Gás e Biocombustíveis		
	EVA	MVA	VAD	EVA	MVA	VAD
Mínimo	-80.788	- 340.372	10	- 135.119	- 909.094	3.338
1º quartil	-1.644	-15.826	378	- 55.836	- 447.114	6.104
Mediana	-245	-1.324	1.754	- 1.567	-8.622	76.699
Média	-2.813	8.514	5.718	- 25.762	- 121.587	104.603
3º quartil	-38	-311	6.477	254	6.132	190.497
Máximo	26.597	1.474.064	70.124	25.282	948.578	281.097
	Saúde			Utilidade Pública		
	EVA	MVA	VAD	EVA	MVA	VAD
Mínimo	-584	4.199	348	- 24.335	- 178.374	0
1º quartil	-224	1.946	685	- 468	-3.810	922
Mediana	-36	-346	108	- 135	-1.089	2.028
Média	-82	70	1.058	- 528	-3.837	4.152
3º quartil	45	479	14	-1	-5	5.208
Máximo	328	11.962	2.069	3.602	36.997	43.633

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

APÊNDICE F: Resultados da Winsorização

Resultados da Winsorização



Fonte: Elaborada pela autora (2021).