



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

(FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Alberto Schiffler Guedes

Diferenças na relação retorno e risco entre diferentes grupos de empresas, com ou sem
práticas ASG

Brasília – DF

2022

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio de Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professora Doutora Fernanda Fernandes Rodrigues
Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Alberto Schiffler Guedes

Diferenças na relação retorno e risco entre diferentes grupos de empresas, com ou sem práticas ASG

Trabalho de Conclusão de Curso Artigo apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Finanças

Área: Mercado Financeiro

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Brasília - DF

2022

Ficha catalográfica
Schiffler Guedes, Alberto.
Diferenças na relação retorno e risco entre diferentes grupos de empresas, com ou sem práticas ASG /
Alberto Schiffler Guedes, 2022.
Total de folhas. 37
Orientador: Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Artigo (Mercado Financeiro) - Universidade de Brasília. Faculdade de Administração, Contabilidade e
Economia - FACE, Brasília, 2022.

1. ASG. 2. Sustentabilidade Empresarial. 3. Retorno e Risco. I. Universidade de Brasília. Faculdade de
Administração, Contabilidade e Economia – FACE. II. Diferenças na relação retorno e risco entre
diferentes grupos de empresas, com ou sem práticas ASG.

Alberto Schiffler Guedes

Diferenças na relação retorno e risco entre diferentes grupos de empresas, com ou sem práticas
ASG

Trabalho de Conclusão de Curso Artigo
apresentado ao Departamento de Ciências
Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia,
Administração, Contabilidade e Gestão de
Políticas Públicas como requisito parcial à
obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Contábeis, sob a orientação da Prof. Dr. Sérgio
Ricardo Miranda Nazaré.

Aprovado em 27 de abril de 2022.

Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Orientador

Prof. Dr. Alex Laquis Resende
Professor - Examinador

Brasília - DF, 20 abril de 2022.

“O valor fundamental da vida depende da percepção e do poder de contemplação ao invés da mera sobrevivência.”

(Aristóteles)

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, a Deus, pela minha vida e por me permitir passar pelos obstáculos encontrados ao longo do período da conclusão deste trabalho. Aos meus pais, Paula Lúcia Alves Schiffler e José Alberto Araujo Guedes, por todo apoio, carinho, dedicação, por nunca terem medido esforços para me proporcionar um ensino de qualidade durante meu período escolar, e por nunca me deixar desviar do caminho correto, me dando educação e amor. Aos meus professores que me incentivaram, orientaram e desempenharam sua função com dedicação e amizade, por todo período em que eu frequentei a universidade de Brasília. Especialmente ao meu orientador Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré, ao Prof. Dr. José Lúcio Tozetti Fernandes, e a Prof^ª. Dr^ª. Ducineli Régis Botelho. Aos meus amigos e colegas universitários, que sempre estiveram ao meu lado, pela amizade incondicional e pelo apoio demonstrado ao longo de todos os períodos em que estivemos juntos. A universidade de Brasília, essencial no meu processo de formação pessoal e profissional, por tudo o que aprendi ao longo dos anos do curso.

RESUMO

O objetivo deste artigo foi verificar a existência de diferenças nas relações retorno e risco, em relação as empresas que compõem os diferentes grupos, com ou sem práticas Ambiental, Sociedade e Governança Corporativa - ASG, dentro ou fora do índice ISE B3, respondendo assim a pergunta: A expectativa por parte dos investidores interessados em sustentabilidade se reflete na relação retorno e risco de um grupo de ações, e entre suas oscilações, quando comparado a outro grupo fora dos índices de sustentabilidade?. Buscou-se averiguar se existe diferença estatística no retorno do valor da ação de empresas brasileiras que não fazem parte do índice ISE B3 em comparação as ações das empresas de mesmo setor presentes no ISE B3, excluindo-se empresas com *missing data* e empresas do setor financeiro. Foi definido o setor de Indústrias Manufatureiras, classificadas no *North American Industry Classification System (NAICS)* nível 1. O período definido para o estudo foi o espaço amostral entre 2017 e 2021, referente aos últimos 5 anos. A pesquisa foi desenvolvida a partir de uma revisão de literatura sobre os princípios ASG, seu desenvolvimento histórico, sua relação com o mercado, sobre o *Triple Bottom Line* que compõe a filosofia ASG, os agentes do mercado e seu interesse em práticas sustentáveis, o agrupamento de empresas com práticas sustentáveis por meio de índices, e o índice ETF como produto de mercado para a disseminação de empresas com práticas sustentáveis, verificadas por terceiros. Foram realizados testes estatísticos, como média, desvio padrão, variância e coeficiente de variação, para comparar os valores de retorno dos valores das ações de 7 (sete) empresas durante o período selecionado de 5 (cinco) anos, entre 2017 e 2021. Os resultados encontrados, por meio dos testes estatísticos, apresentaram comportamento diferente do esperado. Assim a perspectiva de estar envolto em práticas ASG estimular, no período estudado, o interesse do mercado para com a empresa, se tornou infundando. Por consequência, os efeitos esperados de reduzir o risco e oscilações no retorno não foi visualizado nas ações empresas analisadas. Todos os dados foram coletados no banco de dados do Economatica® para o período de 2017 a 2021.

Palavras-chave: ASG. Ambiental. Social. Governança Corporativa. Valor de Ação. Retorno. Risco.

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 - Dados Estatísticos das Empresas do setor de Indústrias Manufatureiras analisadas.....	23
--	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1. A filosofia administrativa de Peter Drucker e o Ambiental, Social e Governança (ASG).13	
2.2. O desenvolvimento histórico do termo ASG.....	15
2.3. O tripé do Ambiental, Social e Governança (ASG).....	17
2.3.1. ASG: O Ambiental e a Entidade.....	17
2.3.2. ASG: O Social e a Entidade.....	18
2.3.3. ASG: A Governança e a Entidade.....	19
2.4. Os Agentes do Mercado.....	21
2.5. Os índices e as Entidades ASG.....	23
2.6. Os Exchange Traded Funds (ETF) como ferramenta de expansão do ASG.....	25
3. METODOLOGIA.....	26
4. RESULTADOS.....	29
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	30
REFERÊNCIAS.....	31

1. INTRODUÇÃO

Os investimentos sociais e ambientalmente responsáveis conjunto a uma boa prática de governança corporativa já são discutidos a meia década no cenário global e, cada vez mais, se tornam um assunto bastante comentado entre profissionais brasileiros relacionados ao mercado financeiro, sendo ativamente ou passivamente influentes (Queiroz & Watanabe, 2021).

A sustentabilidade, como visto por Dalf (2010), é um termo utilizado para nomear ações humanas, dentro da sociedade, que se relacionam ao desenvolvimento econômico-financeiro, mas sem agredir o meio ambiente. E cada vez mais se torna uma bandeira de atratividade para as empresas que estão presentes em todos os setores.

Mediante essa atratividade o objetivo do trabalho foi verificar a existência de diferenças nas relações retorno e risco entre empresas que possuem ou não práticas sustentáveis e que são presentes nos índices ASG. Buscando responder ao questionamento sobre a relação do interesse dos investidores, interessados em práticas sustentáveis, e o retorno e risco apresentado por empresas presentes em índices com práticas ASG em comparação com empresas que não estão presentes nesses índices. Assim se formou um estudo descritivo, explorando o termo ASG por diversas frentes, e após essa aclaração iniciou-se um teste quantitativo para verificar o comportamento da relação entre o retorno e risco, de empresas pertencentes a índices sustentáveis e não pertencentes.

Assim para verificar a autenticidade dessas práticas sustentáveis ambientais, sociais e em governança (ASG), o investidor pode apoiar-se índices de mercado para avaliar seus futuros investimentos sustentáveis. Os índices funcionam como uma carteira que visam demonstrar determinado resultado com foco específico, sendo um índice das 500 melhores ações da B3 ou um índice de ações com práticas ASG, e podem ser comercializados por meio de um produto econômico denominado fundo de índice (em inglês, *Exchange Traded Funds - ETF*). Sendo os índices com foco em práticas sustentáveis, espera-se a obtenção de uma maior estabilidade na relação retorno e risco, pois se trata de ativos ajustados às políticas de preservação do meio ambiente, melhores condutas sociais e práticas mais modernas de governança corporativa. Então, propõe-se debater a possibilidade de existir diferenças entre o comportamento da relação retorno e risco, ao longo do tempo, entre empresas que adotam tais práticas e aquelas que não compõe estes índices, ou mesmo, se adequam a tais práticas. A partir dessa dúvida, os índices determinam uma pontuação para que seja definido uma linha de corte

entre as empresas com práticas sustentáveis e as que não possuem estas práticas. O índice base escolhido foi o índice de sustentabilidade da B3 (ISE B3).

Com base nas informações disponibilizadas sobre as carteiras desse índice, foram selecionadas empresas que formaram a base para comparação. Para tanto, foram efetuadas métricas de seleção relacionadas ao volume médio de ações transacionadas no espaço amostral de 2017 a 2021, referente aos últimos 5 anos, comprimento temporal também utilizado por Lopo Martinez e Silva (2020). Foi utilizado empresas do mesmo setor, pois essas empresas tendem a estar sujeitas a condições econômicas, fiscais e legais, semelhantes, como observado no estudo de Florêncio, Batista, e Reis (2020).

Para a metodologia foi adotada a verificação quantitativa do efeito presente no valor das ações de empresas que aderem as práticas sustentáveis sobre o ambiente, o social e a governança, e que estão presentes no índice de sustentabilidade e no ETF que o comercializa. Demonstrando assim o resultado obtido no período selecionado, para verificar se houve o impacto provindo da expectativa dos investidores sobre o valor das ações.

Essa verificação iniciou-se com a escolha das empresas presentes ou não em índices de sustentabilidade. As empresas com maior média de volume transacionado na bolsa foram separadas, por critérios definidos. Entretanto foi necessário escolher o setor de 'Indústrias Manufatureiras' para aplicar o teste, pois dentre as empresas que passaram nos critérios existia muita diversidade que poderia contar variáveis significativas. Foi então que a amostra se tornou uma amostra não probabilística direcionada, pois foi definido um setor em específico que contabilizava a maior parte das amostras de ambos os grupos.

Após a definição da amostra, foi necessário a busca dos dados na base Economatica® e a aplicação de testes estatísticos sobre os valores. Foi utilizado o desvio padrão amostral, variância amostral e coeficiente de variação, para poder comparar os resultados encontrados.

O estudo foi realizado com base no índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), código de negociação do ETF ISUS11 no Brasil, administrado e gerido pelo banco Itaú Unibanco S.A., que tem como objetivo refletir a performance do índice de ISE, calculado pela B3. E do índice Ibovespa como grupo oposto.

Após os testes realizados e analisados, foi observado o resultado homogêneo entre as empresas da amostra. Não existindo diferenças relativas a práticas sustentáveis ou a presença no índice de sustentabilidade entre as empresas que compõem o ISE e as que não, na relação retorno e risco. Respondendo assim o questionamento se o interesse dos investidores sobre ações sustentáveis está influenciando o mercado. Inicialmente era acreditado que esse interesse poderia influenciar de maneira tangível, porém com o decorrer do estudo e dos testes percebeu-

se que no Brasil, para as empresas da amostra, não foi observado essa influência. Entretanto a busca por essa temática aumenta com o passar do tempo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A filosofia administrativa de Peter Drucker e o Ambiental, Social e Governança (ASG)

Drucker (1954) escreveu em seu livro, *Prática de Administração de Empresas*, que “a gerência deve considerar o impacto que cada política e ação comercial tem na sociedade”. Este pensamento conversa de igual importância à forma da divulgação desta informação. Forma esta que segundo Zaro (2021), utilizando o *Triple Bottom Line* e a sua relação com o relato integrado (RI), deve usufruir da ferramenta do Relato Integrado e de sua finalidade que é “de auxiliar as empresas a realizar as divulgações de responsabilidade corporativa de maneira mais adequada”, para poder explicar a forma em que as empresas lidam com suas políticas sustentáveis e seus impactos nos meios sociais e ambientais.

Assim a discussão sobre o interesse dos investimentos com base em fatores Ambientais, Sociais e de Governança – ASG, ESG em inglês, decorre da pressão exercidas pelas principais figuras interessadas no mercado financeiro, nas empresas e nos impactos sociais e ambientais. Alargando assim o escopo que a responsabilidade administrativa citada por Drucker (1954) mencionava.

Esta responsabilidade administrativa, pela própria empresa e pelos impactos, evolui para uma responsabilidade social empresarial (RSE), entendida como uma visão em que a empresa decide qual será sua face frente a sociedade, e como a responsabilidade perante os direitos, deveres e obrigações da empresa, acrescido à moralidade frente ao mercado (Drucker, 2002). Pensamento esse que difere de Serpa e Fourneau (2007), que definiu que responsabilidade social evoluiu de uma atitude altruísta e caridosa, focada somente na promoção do bem-estar social, para uma estratégia empresarial, buscando adquirir vantagem competitiva com base na percepção dos consumidores a respeito das empresas e de suas ofertas.

Drucker (1954) tinha como entendimento que a responsabilidade social começava com o relacionamento das empresas com suas partes relacionadas. Partes essas que são definidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2010), no pronunciamento técnico 05 (R1) como “[...] a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis”. Assim, percebe-se que necessita manter um bom, e transparente,

relacionamento com seus *stakeholders*, termo este que engloba os acionistas, empregados, administradores, clientes, governo, entidades reguladoras, bancos, investidores e a própria comunidade.

Drucker (1954), grafou em seu livro que "é para abastecer o consumidor que a sociedade confia às empresas recursos que produzem riqueza". E afirmou que uma empresa deve cuidar de seus colaboradores, argumentando que "se o trabalhador e o trabalho são mal administrados" isso é "realmente prejudicial para o capital". Mostrando assim que o mercado financeiro econômico é uma grande rede onde todos devem se ajudar para alcançar benefícios maiores. Concluindo assim que seja distante ou próximo a finalidade, a economia deve-se mover em conjunto.

"Se quisermos saber o que é uma empresa, devemos partir da sua finalidade. E esta finalidade deve estar fora da empresa em si; deve estar na sociedade.", Drucker (1954) compreendeu que a responsabilidade social seria o propósito de uma organização, o que seria um princípio do conceito atual de 'valor compartilhado'. Este conceito de valor também é reconhecido por Bittencourt e Figueiró (2019), "Considera-se a importância que as empresas praticam no ambiente onde estão operando, como também a sua capacidade de gerar valor compartilhado para uma rede que vai além dos seus próprios acionistas." (tradução nossa).

Como citador anteriormente, Drucker (1954) já demonstrava a importância destes intangíveis, não registrados no balanço, para o valor da empresa. Semelhante ao estudado por Magro, Silva, Padilha, e Klann (2017), que diz que "[...] o valor contábil do patrimônio líquido ajustado, os ativos intangíveis e o *goodwill* são relevantes para explicar o preço das ações (três meses e seis meses após o final do trimestre) em empresas brasileiras [...]".

Mostrando assim que *goodwill*, citado por Martins, E., Almeida, Martins, E. A., e Costa, (2010), como um montante de lucros futuros esperados acima da rentabilidade base de uma empresa, pode ser visto também com a expectativa perante a responsabilidade social empresarial (RSE), com citado por Bittencourt e Figueiró (2019). Assim percebe-se uma possível relação entre o *goodwill*, o valor da empresa e as estratégias ASG, foco deste estudo. Levantando o questionamento onde deseja-se verificar se as atitudes da empresa frente as suas partes relacionadas podem aumentar o seu valor.

Dentro do tema valor, Drucker (1954) narrou que após a responsabilidade social, "a responsabilidade principal" de um empreendimento é "ser rentável", pois "a empresa é um órgão da sociedade". Porém a visão monetária não deve ser exclusivamente o foco, e sim um meio para atingir a real finalidade da Entidade.

E isso tudo deve ser iniciativa da administração, ou gerência, da Entidade, como citado por Drucker (1954) em seu livro, “[...] o administrador é alguém que assume a responsabilidade pelos resultados do empreendimento e que presta sua contribuição visando a consecução destes, [...]”.

Com isto, pode-se ligar a responsabilidade principal, a social e os conceitos ASG, tendo em vista que é uma relação de influência mutualística. A empresa é influenciada e influencia as partes relacionadas, que mediante isso, cobram as empresas atitudes, valores e transparência. Nesta correlação de influência, Drucker (1977) em seu livro *A Revolução Invisível*, demonstrou que os fundos de pensão haviam se tornado proprietários das maiores corporações americanas. Assim, percebe-se que as empresas já se relacionavam indiretamente com o cidadão por meio dos fundos, entretanto com o passar do tempo essa relação se torna mais individualista.

Atualmente, com o aumento dos investidores, principalmente do sexo feminino e de fora das grandes cidades traz novas realidades para serem discutidas e relacionadas com os valores das empresas.

Segundo a B3, em seu texto disponibilizado no site sobre *Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão [B3], 2021)*,

“Desde 2019, quando o número de pessoas físicas na renda variável atingiu a marca de 1 milhão, [...] bolsa brasileira mostra crescimento de mais de 43% no número de investidores no primeiro semestre de 2021, [...] fechando o mês de junho com 3,8 milhões de contas.”

2.2. O desenvolvimento histórico do termo ASG

Neste século, a humanidade concluiu que o desenvolvimento socioeconômico e o meio ambiente poderiam ser geridos de forma a gerar benefícios mútuos. Esta conclusão, que influência de maneira sólida a agenda ASG, deu-se em 1972 na Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, realizada em Estocolmo, na Suécia. Em 1983, a Organização das Nações Unidas estabeleceu a Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento com o objetivo de discutir os impactos das atividades humanas sobre o planeta e os riscos inerentes ao desrespeito dos limites naturais, culminando em 1987 na publicação do *Relatório Brundtland – Nosso Futuro Comum* (Barchet, Frota, Marchezine, & Law, 2021). Riscos estes relacionados a responsabilidade social, citada por Drucker (1954) anos antes, para com o planeta e com o futuro.

Assim, o foco no desenvolvimento sustentável fundamentou a Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (ECO-92), realizada no Rio de Janeiro em 1992. O coordenador do Programa de Mudanças Climáticas da WWF-Brasil, afirmou que foi um marco divisor que atraiu atenção dos quatro cantos do mundo, onde o planeta passou a ter uma dimensão mais clara do problema e foi reconhecido que somente haveria avanços se houvesse compromisso e cooperação (Barreto – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2009).

A sigla ASG, uma das bases deste estudo, surgiu por volta de 2004 a partir de uma carta das Nações Unidas remetida as instituições financeiras do mundo convidando-as a integrar tais princípios ao mercado financeiro. Junto a isto, o Pacto Global publicou no mesmo ano um relatório *Quem se importa, ganha (Who cares wins, em inglês)*, como exposto pelo *International Finance Corporation (IFC - Investing for Long-Term Value, 2005)*,

“Reuniu pela primeira vez investidores institucionais, gestores de ativos, analistas de pesquisa *buy-side* e *sell-side*, consultores globais e órgãos governamentais e reguladores para examinar o papel dos impulsionadores de valor ambiental, social e de governança (ESG) na gestão de ativos, administrativo e financeiro.” (tradução nossa).

Nesse mesmo período, o Fórum Econômico Mundial de Davos explicou para os grandes empresários a importância, a relevância e urgência das questões ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG). A partir desta situação, empresas e investidores discutiram mais sobre suas ações, como exposto no texto *Sobre ESG e ETF – O que é ESG* feito pelo *Banking and Trading Group Pactual (BTG Pactual, 2020)*.

Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da Organização das Nações Unidas (ONU) para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU engendrou em 2005 a criação dos *Princípios para o Investimento Responsável (PRI, na sigla em inglês: Principles for Responsible Investments)*, com o objetivo de compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança, além de oferecer suporte na integração desses temas com suas decisões de investimento e propriedade de ativos (Princípios para o investimento responsável - UNPRI, 2019).

E no início de 2020, o Fórum Econômico Mundial de Davos indicou aos líderes empresariais a preocupação e importância das questões do ASG, como citado inicialmente por Drucker (1954) que dizia da correlação entre a administração e a sociedade. A partir desse período, as companhias e os grandes investidores passaram a falar mais sobre suas ações e intenções relacionadas a sustentabilidade.

2.3. O tripé do Ambiental, Social e Governança (ASG)

2.3.1. ASG: O Ambiental e a Entidade

De acordo com o *Report of the United Nations Conference on the Human Environment* (1972):

“O homem é ao mesmo tempo criatura e modelador de seu ambiente, que lhe dá sustento físico e lhe dá a oportunidade de crescimento intelectual, moral, social e espiritual.[...] Ambos os aspectos do meio ambiente do homem, o natural e o criado pelo homem, são essenciais para o seu bem-estar e para o gozo dos direitos humanos básicos - até mesmo o direito à própria vida” (tradução nossa).

Assim foi citado como a primeira proclamação da declaração da conferência das nações unidas sobre o ambiente humano, que colocou o assunto em pauta e na agenda pública. Causando assim grande influência posteriormente, como na ‘Cúpula da Terra’, realizada no Rio de Janeiro. Tal cúpula criou a *Agenda21*, um plano de ação para ser utilizado globalmente em todas as áreas em que o ser humano impacte o meio ambiente (ONU e o meio ambiente - Organização das Nações Unidas Brasil, 2020; *Conference on the Human Environment - United Nations Department of Economic and Social Affairs*, 2005).

Porém o tema ‘Desenvolvimento Sustentável’ saiu de moda e retornou após uma temporada. Próximo ao início da segunda década dos anos 2000, Souza e Ribeiro (2013) concluíram que o assunto teria retornado ao meio acadêmico,

“A evolução da temática, de 2005 a 2011, pode ter sido influenciada pelos seguintes marcos internacionais e nacionais: a ratificação do Protocolo de Quioto e criação pela BM&F Bovespa do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), em 2005, o que justifica também o surgimento do tema Mecanismo de Desenvolvimento Limpo [...]”

Souza e Ribeiro (2013) consideram que “[...] revelam o amadurecimento da área com o crescimento do número de artigos e o surgimento de novas temáticas investigadas.”

Essa corrente de pensamento que está em voga nas áreas acadêmicas, econômicas e financeiras é paralelo ao que já era estudado por Shrivastava (1995), onde ele explica que

“A gestão Ecocêntrica é o contraponto teórico à gestão antropocêntrica que permeia as corporações hoje. Baseia-se em uma visão holística da comunidade humana como parte integrante da natureza. Os humanos pertencem a essa comunidade maior e estão relacionados a ela por meio de interdependências complexas. Os humanos não são separados e superiores à natureza; eles fazem parte disso.”

Dentro dessa visão “Ecocêntrica”, onde o ser humano deixa de ser a métrica primordial, percebe-se que sem a natureza a vida deixaria de existir e sem o ser humano o ciclo continuaria. Assim, o ASG, a responsabilidade com o ambiental se torna uma visão não egoística de mundo e um dos pilares das finanças. A alocação eficiente dos recursos ambientais deixa de ser o problema e se torna secundário quando o problema se torna a extinção destes recursos.

Deixando a visão interna, estimula-se uma visão ao exterior e ao próximo. Sendo assim o segundo ponto do ASG. A relação que da entidade com seus colaboradores, fornecedores, stakeholders, e toda sociedade que é afetada por suas ações.

2.3.2. ASG: O Social e a Entidade

Se espera que as entidades estabeleçam relações prósperas com o social e a sociedade. Segundo Marx (1985, Capítulo VII – Seção 1), “[...] o trabalho é um processo de que participam o homem e a natureza [...]”. Logo, além da importância dada a natureza no tópico anterior, o colaborador que trabalha na empresa, e ou na cadeia econômica, também necessita de devida atenção.

Tanto as comunidades internas quanto externas à empresa demonstram um peso relativo ao comprometimento e a sustentabilidade social. Os padrões culturais de uma sociedade têm uma relação de dupla via com sua cultura e economia, pessoas que fogem ao padrão acabam sendo excluídas antes mesmo de tentarem ingressar ao mercado de trabalho (Almeida & Vasconcellos, 2018). Desta forma, o foco sobre os direitos humanos e a dignidade das pessoas deve ser um dos valores da empresa. Esse foco deve cobrir tanto os colaboradores, fornecedores e administradores, quanto as comunidades próximas as sedes empresariais ou industriais que podem ser afetadas por desequilíbrios ambientais e sociais.

Para avaliar a relação da empresa com seus colaboradores, existe um dado ASG não financeiros, entretanto, quantitativo, de uma empresa que é a taxa de *turnover*. Para Chiavenato (2010), *turnover* ou rotatividade de pessoas é a relação entre as contratações e demissões, voluntárias ou não, de colaboradores, em um determinado período. Mostrando assim se existe uma boa relação do corpo diretório administrativo ao ‘chão de fábrica’. No caso deste evento se demonstrar negativo, em alguns casos, gera um custo para a empresa. Como também atrai a atenção de possíveis investidores, em casos positivos, onde a entidade trata bem seus colaboradores.

No caso positivo da relação colaborador, entidade e sociedade, esta relação pode-se gerar efeitos positivos para a empresa e para o valor da empresa, por diversos meios. Hammes

e Nuernberg (2015) citam que, para a imagem da empresa, por meio do departamento de *marketing*, a presença de pessoas com deficiência agrega grandemente ao perfil da empresa e como ela é vista pela sociedade. Para a sociedade e o mercado econômico, estas informações qualitativas disponíveis na mídia são avaliadas por meio de empresas especializadas em *marketing*, mídia e sustentabilidade, por exemplo da *RobecoSAM* (SAM), gestora internacional de ativos que oferece pesquisas sobre investimentos em sustentabilidade (*About US* - Robeco, 1929).

Esse pensamento estende-se para a contratação de mulheres ao *board* (conselho de administração), como para qualquer outra parte da empresa. Para o caso específico do *board*, os benefícios da diversificação de administradores e a presença de mulher traz benefícios além do *marketing*, como benefícios gerenciais e financeiros.

Segundo Gonçalves, Gaio e Santos (2019),

“A análise adicional da influência das mulheres no gerenciamento de resultados sugere que as empresas com *CFOs* do sexo feminino tendem a realizar um gerenciamento de resultados menor, o que é consistente com a ideia de que as mulheres são mais conservadoras do que os homens nas decisões que afetam os relatórios financeiros.”

Acrescentando o que foi citado anteriormente, Taylor (1995) cita que companhias canadenses estão a contratar indivíduos de várias origens e gêneros para assim conseguir ter sucesso tanto no mercado interno quanto na entrada em mercados estrangeiros. Pois foi verificado que tendo um corpo diversificado traz vantagens para a entidade, como a expertise de como lidar com uma cultura diferente da do país sede e a identificação da sociedade deste país com a empresa.

2.3.3. ASG: A Governança e a Entidade

A Governança Corporativa (GC) é o método de direção, monitoramento e incentivo, que envolve a empresa com suas partes relacionadas, sendo administração, governo, acionistas e sociedade (Governança Corporativa - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2015). Partes relacionadas, como definido pelo pronunciamento técnico 05 do CPC (2010), são pessoas físicas ou jurídicas que têm alto grau de importância na governança de uma companhia de capital aberto.

Define o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), no site sobre *Governança Corporativa* (2015):

“As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.”

A Governança Corporativa procura minimizar o conflito de agência que segundo Nassif e Souza (2013) “é a possibilidade de divergência de interesses entre acionistas e gestores, onde um tenta tirar vantagens do outro de uma mesma situação” e prestar informações transparentes aos investidores.

As Entidades que adotam estas práticas de GC, tendem a alinhar os interesses dos acionistas, gestores e a sociedade, com o objetivo, ou filosofia, pré-definido da organização. Assim minimizando os prejuízos no curto e longo prazo, causados pelos conflitos de agência. Conflito esse que é causado pela divergência de interesses entre acionistas e gestores, como também o conflito entre a empresa e o consumidor (Nassif & Souza, 2013). Junto a isso a Governança Corporativa, categorizada em níveis, garante também maior segurança sobre o investimento dos *stakeholders* (Segmentos de listagem – Brasil, Bolsa, Balcão [B3], 2017).

A Brasil, bolsa, balcão (B3) viu necessidade de desenvolver segmentos especiais para segregar as empresas correspondendo ao seu nível de GC e perfil de empresa. Esses níveis são: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 (Segmentos de Listagem - B3, 2017).

Como citado pela B3 em seu site, no tópico sobre segmentos de listagem (2017):

“Todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem.”

Assim ficou definido que o Nível 1 corresponde ao segmento menos rígido de governança da B3. Continuado pelo Nível 2, que determina medidas adicionais para *tag along*, uma ferramenta que permite ao acionista deixar a entidade se a gerência for assumida por um investidor que antes não fazia parte do corpo diretório, e composição do conselho da empresa. O Novo Mercado foi criado para ser segmento de mais alto nível de governança corporativa e servir como padrão de transparência para os demais.

O nível Bovespa Mais foi criado para ampliar o mercado de ações e facilitar a entrada de pequenas e médias empresas com boas práticas de governança. O Bovespa Mais Nível 2 é bastante semelhante ao Bovespa Mais, com a diferença de permitir também a circulação de ações preferenciais normativas (Segmentos de Listagem - B3, 2017).

E para verificar a aplicação de todo esse conteúdo teórico, foi desenvolvido o *Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas* (CBGC). Tal código, de autoria do ‘Grupo Interagentes’ e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que foi implementado a Instrução 586 da CVM, de 2017, que altera a Instrução CVM 480, determina que as companhias abertas de categoria A divulguem informações sobre as aplicações práticas de governança prevista no CBGC de companhias abertas. Categoria A são as empresas emissoras registradas na CVM quais ações são admitidos à negociação em bolsa. (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2017; *PricewaterhouseCoopers Brasil* [PWC Brasil], 2017).

Fazem parte do ‘Grupo Interagentes’ a B3, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), entre outros. Tendo a CVM e o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) como observadores.

Após os dados citados anteriormente, percebe-se que a relação da Governança Corporativa com o tripé do ASG é como uma ferramenta de verificação, integridade e segurança. Sendo que os dois primeiros, ambiental e social, se referem ao cuidado e respeito para com seus homônimos junto a uma confirmação das expectativas da existência do longo prazo. Enquanto a Governança Corporativa é uma confirmação que o curto prazo e a realidade da empresa são confiáveis, para que dessa maneira as partes relacionadas possam criar estratégias sustentáveis para o futuro.

2.4. Os Agentes do Mercado

Um fator importante entre as Entidades e a Sociedade são as partes relacionadas. Dentre estes o *stakeholder*, definido por Amaral e Magalhães (2000) como: “representantes dos vários interesses que convivem nas nossas sociedades [...]”.

O *stakeholder*, como parte relacionada, se integra a economia mundial, ou nacional, por meio de sua relação, dentre outras, com os valores mobiliários. Junto a um agente intermediário, o *stakeholder*, investidor, efetua seu processo de aquisição de ativos, ao adquirir, através da disponibilização de recursos próprios, títulos emitidos por um agente deficitário que necessita de recursos para financiamento de suas atividades de inversões fixas ou de giro (Portal do Investidor - CVM ‘Entendendo o Mercado de Valores Mobiliários’, n.d). Esta relação é fiscalizada pela própria Comissão de Valores Mobiliário, uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada por meio de Lei, nº 6.385/76 (Portal do Investidor - CVM ‘O que é a CVM?’, n.d). Outra entidade que acompanha o relacionamento entre os investidores e as companhias abertas é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de

Capitais (ANBIMA), que representa as instituições financeiras como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras (Quem somos ‘Posicionamento’ – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, 2009). Em relação ao tripé do ASG, estas entidades regulamentadoras e fiscalizadoras são de extrema importância para instituir, segregar e validar as informações que são geradas pelas Entidades que estão presentes na bolsa de valores brasileira.

Segundo Queiroz e Watanabe (2021),

“No cenário global, estima-se que pelo menos 30 trilhões de dólares em ativos estão hoje sob gestão de fundos que apenas aplicam seus recursos em negócios e empresas com práticas sustentáveis. [...] E nos últimos anos essas cifras vem crescendo entre investidores que buscam os chamados ‘investimentos responsáveis’ como fator preponderante da alocação de recursos.”

No Brasil, onde o foco em prática sustentáveis está em períodos iniciais, a definição dos investimentos ASG que se enquadram na definição ‘sustentabilidade e governança’, estão se atualizando para que não só os fundos, mas os gestores também tenham que ter práticas sustentáveis. Os fundos terão o sufixo IS (investimento sustentável), seguindo os critérios criados pela ANBIMA, que estão em significativo crescimento, como exposto nos textos *ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis* e no relatório *Regras e Procedimentos para identificação de fundos de investimento sustentável (IS)* (ANBIMA, 2021).

ANBIMA cria mecanismos para identificação de fundos sustentáveis (2021) e propõe a criação de,

“[...] um mapeamento interno realizado no final de 2020 reforçou a necessidade de avanços nos critérios para identificação de produtos ESG, já que demonstrou um número muito maior de fundos de todas as classes (pelo menos 10 vezes maior do que os identificados na subcategoria sustentabilidade/governança) que de alguma forma se denominavam verdes, sustentáveis ou ESG.”

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, define que o intuito do mapeamento e da criação dos critérios é assegurar, por meio de autorregulação, desenvolver de maneira saudável e robusto os produtos da bolsa, como citado no texto *ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis* (ANBIMA, 2021), disponível no site.

Em fevereiro de 2021, o patrimônio líquido dos fundos na categoria sustentabilidade e governança foi de 1,07 bilhão de reais. A captação líquida, foi de 307,9 milhões de reais no primeiro bimestre de 2021, crescimento de 787% em relação ao mesmo período do ano anterior (Queiroz & Watanabe, 2021).

Porém, há dificuldade na comunicação das Entidades com suas partes relacionadas. O projeto da empresa de auditoria Deloitte, comandado por Reinaldo Oliari e Rodrigo Luz, em conjunto com o Instituto Brasileiro de Relação com os Investidores (IBRI), reconheceram que, junto ao relato integrado, as empresas estão preocupadas em oferecer uma comunicação mais consistente, interativa e que apresentasse, também, indicadores não financeiros (Os novos desafios de comunicação para o RI – Deloitte, 2021).

Deloitte, no projeto *Os novos desafios de comunicação para o RI*, (2021) comenta que, “As empresas de capital aberto da amostra já observam de forma significativa a importância do investidor pessoa física para o valor de mercado, mas persistem enfrentando desafios para adotar uma estratégia de comunicação específica para esse público.”

E em favor disso, o mercado incentiva a aproximação das empresas que investem em sustentabilidade social, empresarial e na governança corporativa. A B3 coleta, organiza e divulga uma série de informações sobre as movimentações realizadas nos pregões, e entre essas divulgações estão os índices, que demonstram o comportamento do mercado ou de segmento específico (Portal do Investidor - CVM “Índices Representativos do Mercado de Ações”, n.d.).

2.5. Os índices e as Entidades ASG

Strobel (2005), comenta que,

“Ao ter o futuro como foco de suas estratégias e considerando o meio ambiente e a responsabilidade social como oportunidades de vantagem competitiva, as empresas tenderão a investir cada vez mais em ações que levem à sustentabilidade corporativa”

Porém, com o objetivo de atrair os investidores a depositar sua esperança e seu capital, abre-se espaço para o gerenciamento de informações. Dentro disto existem ferramentas prestigiadas. Primeiro cita-se o ‘Relato Integrado’ (*Integrated Reporting*), primeiramente mencionado em 2013 e revisado em 2021, que foi criado para auxiliar as empresas a divulgarem as informações não financeiras, de maneira responsável e útil, para demonstrar como aquela informação agrega valor a entidade (*Value Reporting Foundation – Integrated Reporting Framework, 2022*).

Zaro (2021), cita a importância deste documento por meio da aceitação, e interesse, deste por órgãos competentes. Fala que,

“[...] ainda no cenário internacional, o Relato Integrado tem um papel protagonista na discussão promovida pela *IFRS Foundation* sobre normas internacionais de divulgação sobre sustentabilidade. No Brasil, a CVM aprovou pela Resolução CVM

14 a Orientação Técnica CPC 09 – Relato Integrado e ainda o relato integrado ganhou visibilidade por sua obrigatoriedade de divulgação pelos órgãos públicos federais.”

Por meio do Relato Integrado e outras fontes de informação, se estabelecem os índices disponibilizados pela B3. É disponível ao stakeholder um conjunto de empresas, já verificadas e asseguradas, que seguem ou praticam determinada filosofia ASG.

Como o tema de pesquisa, um índice utilizável de exemplo é o Índice de Sustentabilidade Empresarial. Segundo o próprio Índice de Sustentabilidade Empresarial (Índice de Sustentabilidade Empresarial [ISE B3], 2019), procura indicar o “desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu comprometimento com a sustentabilidade empresarial.” Este índice é composto por “ações de companhias listadas na B3 que atendem aos critérios de inclusão [...]”.

Exclui-se do índice “BDRs e ativos de companhias em recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou que seja negociados em qualquer outra situação especial de listagem.” (B3, 2017)

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) é uma ferramenta versátil ao mercado financeiro. As ações, das empresas que investem em ASG, dentro deste índice são constantemente atualizadas, rebalanceadas e, se necessário, excluídas se infringirem alguma regra (Índice de Sustentabilidade Empresarial [ISE B3], 2021).

O índice avalia suas empresas, desde 2005, com sua primeira carteira vigorando a partir de 1º de dezembro de 2001 a 30 de novembro de 2006. Por meio de um financiamento inicial da *International Finance Corporation (IFC)*, braço financeiro do Banco Mundial (ISE B3, 2019).

Um fator de risco, que é o forjamento e o gerenciamento das informações, também é levado em conta por essa análise deste órgão. Como citado no arquivo *Perguntas frequentes: Pontuação ESG da Standard & Poor's Dow Jones Indices (S&P DJI, 2019)*,

“[...] A maioria das pontuações ESG disponíveis no mercado tendem a recompensar as empresas por simplesmente divulgar questões ESG, independentemente de quão bem a empresa possa ou não estar gerenciando o seu desempenho real nesses assuntos.”

Assim, observando sempre a estratégia abordada pela empresa para unir as práticas ASG com as práticas empresárias e não somente servir de boa propaganda para a entidade. B3 (2017), comenta que “O processo de gestão do índice conta com o apoio técnico da ABC Associados, asseguração de terceira parte da KPMG e parceria para o monitoramento de mídia pela *RepRisk*.”.

Assim os índices se relacionam ao ASG como uma constatação de verificação sobre determinadas empresas, e suas práticas sustentáveis. E como o ASG se relaciona com o mercado financeiro por meio das empresas listadas, uma carteira ou um guia de investimento, para quem quer ter ativos relacionados as práticas ASG.

2.6. Os *Exchange Traded Funds (ETF)* como ferramenta de expansão do ASG

A Instrução normativa da CVM 555 elucida que este instrumento financeiro supracitado, o Fundo de Investimento, “é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.” (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2014).

Já tendo demonstrado o que é um Fundo de Investimento, deve-se entender um de seus braços que é chamado de Fundo de Investimento em Índice de Mercado (*Exchange Traded Funds - ETFs*). Segundo a Instrução 359 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), “O fundo [de índice] é uma comunhão de recursos destinado à aplicação em carteira de ativos financeiros que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência, por prazo indeterminado.”

A B3 (2021), no texto “Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3” publicado em seu site, afirma que os *ETFs* cresceram 104% em 2021, em relação à 2020, e que a maior parte dos novos investidores, dos mercados de *equities*, são jovens e mulheres, na faixa de 25 a 39 anos. Assim percebendo que as práticas ASG não permanecem, somente, no meio empresarial e, sim, se expande para a sociedade investidora (*The economic realities of ESG - PricewaterhouseCoopers Global*, 2021).

Considerando que no texto integral da Instrução nº 359, de 2002, com as alterações introduzidas pelas instruções 537/13, 545/14, 604/18, 609/19, 615/19 e Resolução CVM nº 3/20, explica que, no capítulo X da Carteira art. 58, os fundos de índices, de forma a demonstrar a variação e a rentabilidade do índice referência, deve manter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio aplicado em ativos que integrem o índice (CVM, 2002). Logo, para evitar qualquer diferenciação de informação, o objeto de estudo focou-se no índice de Mercado e os ativos que o compõem.

Observando todos estes dados, surge o questionamento. A participação dos ativos no índice de Mercado, que comprova e assegura práticas ASG, influencia significativamente o interesse do mercado? Este interesse, se houver, é refletido no valor da ação destes ativos? A possível confiança do mercado é representada no risco retorno destas ações? Decidiu-se então,

por meio da análise dos dados financeiros disponibilizados pelo mercado, a averiguação destas dúvidas por meio de um teste de evento.

3. METODOLOGIA

Foi desenvolvido um estudo inicialmente descritivo para explicar o ASG e o ETF, com uma abordagem quantitativa de teste de evento, ao relacionar as empresas que aparecem nos fundos de índices sustentáveis e em *ETFs* destes. Tocante ao período de 2017 até 2021, com empresas que compõem esses índices e *ETFs*, e que estão dentro das ações mais negociadas da bolsa de acordo com o volume médio transacionado no período do estudo. O período representa os últimos 5 anos, espaço de tempo semelhante ao estudado por Lopo Martinez e Silva (2020). Para este período, foi testado o retorno das ações das empresas com maior volume transacional que estão presentes na carteira teórica do índice ISE B3 em comparação às empresas presentes no índice Ibovespa e não participantes no índice ISE B3, que integram o mesmo setor apresentado pelo NAICS nível 1. Florêncio et al. (2020), verificou que as empresas de mesmo setor tendem a sofrer os mesmos impactos econômicos, fiscais e legais.

Não foi escolhido utilizar a carteira do ETF sobre sustentabilidade, pois este é protegido por regulamento 359 da CVM (2002), que permite ter ativos de empresas que não pertencem ao índice replicado. Logo, foi decidido continuar somente com a carteira teórica dos índices.

O evento sob estudo consiste na permanência das empresas no índice de sustentabilidade ISE B3, durante o período de 2017 até 2021, e os efeitos desta permanência sobre o valor da ação e o retorno do período. Foi analisado os efeitos da presença dessas empresas no índice de sustentabilidade através da variação do valor da ação em comparação com empresas que não estiveram presentes neste índice da Bolsa de Valores. A partir dessa população (ISEB3 e Ibovespa) e da variável (retorno da ação), os resultados das medidas estatísticas foram comparados para responder à pergunta da pesquisa.

O período de análise das variáveis inicia-se em 02/01/2017 e finaliza em 30/12/2021. Este período foi definido em função de compreender um tempo mínimo de permanência das empresas validadas dentro do índice de sustentabilidade e para que existisse um número expressivo de observações referentes aos retornos diários das ações estudadas, a fim de não haver distorções nos testes estatísticos realizados.

As ações das carteiras teóricas selecionadas em 2017 compreendem 2 empresas presentes no ISE B3 e 5 empresas presentes no Ibovespa. A amostra foi selecionada com base

nos seguintes aspectos: Presença de dados no espaço de tempo selecionado; Existência no período de um volume médio de ações negociadas acima de 100 milhões de reais; no caso das empresas com práticas sustentáveis, necessitam estar presentes no Índice ISE durante todo o período estudado; e por final, foi decidido analisar as empresas que pertenciam ao setor ‘Indústria Manufatureira’ do NAICS nível 1.

Como definido por Losekann, Velasquez, e Vieira (2009),

“NAICS é uma classificação setorial internacional estruturada em três níveis. Num primeiro nível as empresas dividem-se em 20 categorias, sendo que cada uma destas categorias se subdivide num total de 96 categorias para formar o nível 2, e no nível 3, apresenta um total de 313 categorias.”

As empresas selecionadas foram: dentro as participantes do ISE B3, Braskem e WEG; e dentro das não participante, Ambev S/A, Gerdau, JBS, Sid Nacional e Usiminas.

Inicialmente eram para ser consideradas todas as empresas presentes na carteira teórica do índice de mercado em estudo, foi excluído da amostra as empresas financeiras e as empresas que apresentaram *missing data* no espaço temporal determinado após a verificação no acervo da Economatica®.

Foi verificado que dentre as empresas presentes na amostra Ibovespa e ISE, algumas não passavam no critério de ter no mínimo 100 milhões em média de volume de ações transacionadas nos últimos 5 anos ou este valor estava muito acima em comparação com as empresas da amostra ASG, que apresentaram volume vinte vezes maior. Assim, por não ultrapassar o valor mínimo de 100 milhões transacionado, ou serem superiores a 2 bilhões, causou um desequilíbrio entre as empresas presentes nas amostras por causar distorção no resultado.

Em seguida, as empresas que permaneciam dentre a amostra do ISE e do Ibovespa foram divididas em setores, para poder verificar a quantidade de amostra por setor. Entretanto dentro destes setores houve outra limitação que foi a falta de amostras do grupo Ibovespa para comparação, a partir disto foi definido propositalmente o setor de indústrias manufatureiras porque este continha uma quantidade razoável de empresas para comparação em ambos os índices. Esse setor foi escolhido, pois concentra sete das quarenta empresas mais negociadas da bolsa nos último 5 anos e sete das onze empresas mais negociadas do setor indústrias manufatureiras NAICS nível 1 nos últimos 5 anos. A amostra final, portanto, foi de sete empresas das quais coletou-se os dados disponibilizados no acervo da Economatica® para o período analisado.

Realizou-se a coleta dos dados no acervo informacional financeiro da Economatica®. Os valores do fechamento das ações não ajustado por proventos e em moeda original do país, foram submetidos a teste estatísticos, como desvio padrão amostral, variância amostral e coeficiente de variação, para comparar os resultados entre as empresas estudadas.

Aplicou-se as seguintes fórmulas para comparação dos dados entre as empresas da amostra. Inicialmente calculou-se a média dos retornos diários, e logo após foi aplicado a fórmula do desvio padrão da amostra:

$$\text{Desvio Padrão Amostral} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - m_a)^2}{n - 1}}$$

onde:

$\sum_{i=1}^n$ = Somatório de todos os valores do período estudado;

x_i = Valor dos retornos das ações no período estudado;

m_a = Média aritmética dos valores dos retornos das ações, da amostra;

n = Quantidade de dados.

Sendo o Desvio Padrão uma medida que expressa o grau de dispersão de um conjunto de dados, resumidamente indica o quanto um conjunto é ou não uniforme. Sendo mais homogêneo quanto mais próximo de zero. Assim, representado para finanças como um indicador de risco, pois quanto maior a dispersão maiores são as oscilações.

Em seguida, foi aplicada a fórmula da variância para determinar o afastamento da média que os dados analisados apresentam.

$$\text{Variância Amostral} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - m_a)^2}{n - 1}$$

onde:

$\sum_{i=1}^n$ = Somatório de todos os valores do período estudado;

x_i = Valor dos retornos das ações no período estudado;

m_a = Média aritmética dos valores dos retornos das ações, da amostra;

n = Quantidade de dados.

Por fim, utilizou-se o Coeficiente de Variação. Com essa informação pode-se comparar os resultados entre as empresas da amostra. Assim verificando as que tiverem o menor grau de dispersão, quanto mais homogêneas, menor o risco.

$$\text{Coeficiente de Variação} = \frac{S}{m_a}$$

onde:

S = Desvio padrão amostral;

m_a = Média aritmética dos valores dos retornos das ações, da amostra;

Os valores alcançados pelos testes estão apresentados conforme a tabela 1.

Tabela 1

Dados Estatísticos das Empresas do setor de Indústrias Manufatureiras analisadas

Empresas	Código	ISE	Média do Retorno	Desvio Padrão amostral do Retorno	Variância amostral do Retorno	Coefficiente de Variação
Braskem	BRKM5	Sim	0,101141%	3,444885%	0,118672%	34,06
Weg	WEGE3	Sim	0,109356%	2,813374%	0,079151%	25,73
Ambev S/A	ABEV3	Não	0,013626%	1,902172%	0,036183%	139,59
Gerdau	GGBR4	Não	0,114752%	2,820666%	0,079562%	24,58
JBS	JBSS3	Não	0,145288%	3,058950%	0,093572%	21,05
Sid Nacional	CSNA3	Não	0,131648%	3,577862%	0,128011%	27,18
Usiminas	USIM5	Não	0,165918%	3,452039%	0,119166%	20,81

Fonte: Elaboração própria, 2022.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Os resultados obtidos foram analisados de maneira comparativa entre as empresas selecionadas para o estudo. Inicialmente era esperado que existisse uma diferença no retorno e risco das empresas com ASG em comparação as empresas sem ASG, mediante as informações disponíveis na mídia sobre o interesse dos investidores tanto no âmbito nacional quanto internacional. Porém durante a pesquisa foi observado que a interferência, decorrente do interesse dos investidores, é uma realidade verificada de maneira tangível no exterior. Foi constatado que os investidores brasileiros focam em resultado e análises financeiras das empresas, tanto pelo momento que é vivido quanto pela realidade do Brasil em comparação aos países de primeiro mundo, lateralizando o foco sobre práticas sustentáveis.

A partir dos valores encontrados, conforme Tabela 1, é verificado que ao contrário do pensamento que se esperava de que as empresas com práticas ASG tendem a gerenciar melhor e refletir menos risco, a realidade se guia por focos financeiros e não diferencia empresas com práticas sustentáveis e não sustentáveis. Os dados mostram que no período estudado as

empresas do setor NAICS nível 1 de ‘Indústrias Manufatureiras’ mantém sua homogeneidade em relação às empresas que não praticam ou participam do índice, que assegura práticas sustentáveis.

Logo, foi observado que a presença e a confirmação das práticas sustentáveis não têm um impacto influente nas empresas. Mesmo sendo cada vez mais estudado no ramo acadêmico (Souza & Ribeiro, 2013), os resultados obtidos apresentam que o ASG não parece ter refletido o mesmo interesse para o mercado financeiro, que continua se guiando com bússolas exclusivamente financeiras.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa foi verificar a existência de diferenças nas relações retorno e risco, em relação as empresas que compõem ou não o índice de sustentabilidade. Respondendo assim à pergunta ‘A participação dos ativos no índice de mercado, que comprova e assegura práticas ASG, influencia significativamente o interesse do mercado?’. Buscou-se verificar se o mercado brasileiro estaria considerando o valor das práticas sustentáveis e se esse valor seria refletido no retorno das ações e no seu risco. Foi realizado testes estatísticos com os dados das empresas da amostra disponibilizados no acervo da Economatica®, no período de 2017 a 2021.

Foi possível observar que os dados das empresas ASG, com presença no índice de sustentabilidade, e das empresas não ASG não apresentaram diferença relevante. O mercado brasileiro continua a utilizar indicadores exclusivamente financeiros para ditar os focos de investimento.

As limitações da pesquisa se referem às empresas da amostra e ao período analisado, empresas essas que pertenciam as carteiras teóricas dos índices da B3 no período estudado. Foi excluído da amostra as empresas do setor financeiro e empresas que apresentaram *missing data*.

Para pesquisas futuras, é sugerido que examine e incorpore outros setores empresariais para assim verificar se em outros setores há valor adicional nos retornos das empresas, referente a confiança dos investidores para com empresas que apresentem práticas sustentáveis. Também é sugerido que sejam realizados estudos focados em períodos futuros nos quais o conhecimento sobre ASG esteja mais disseminado fora do campo acadêmico. Dessa forma a verificar o nível de interesse dos investidores sobre a temática de práticas sustentáveis nas empresas e se esse interesse se converte em valor financeiro.

REFERÊNCIAS

- Almeida, C. B. de, & Vasconcellos, V. A. (2018). *Transexuais: transpondo barreiras no mercado de trabalho em São Paulo?* *Revista Direito GV*, 14(2), 303–333. <https://doi.org/10.1590/2317-6172201814>
- Amaral, A., & Magalhães, A. (2000). *O conceito de stakeholder e o novo paradigma do ensino superior*. *Revista Portuguesa de Educação*, 13(2),7-28. Acesso em: 15 de mar. de 2022. ISSN: 0871-9187. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=37413202>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2009). *Quem somos - posicionamento*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm>. Acesso em: 22 de jan. De 2022.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2021). *ANBIMA define critérios para identificar fundos sustentáveis*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-define-criterios-para-identificar-fundos-sustentaveis.htm>. Acesso em: 24 de jan. De 2022.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capital. (2021). *Regras e procedimentos para identificação de fundos de investimento sustentável (IS)*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/40/31/C5/25/AA40C710E480CEB76B2BA2A8/10.%20Regras_procedimentos_Fundos%20IS_AP.pdf>. Acesso em: 16 abr. de 2021
- Banking and Trading Group Pactual. (2020). *Sobre ESG e ETF – O que é ESG*. Disponível em: <https://www.btgpactual.com/asset-management/etf-esg/sobre-esg-e-etf>>. Acesso em: 15 de fev. de 2022.
- Barchet, A. C. N. D.; Frota, L. M.; Marchezine, S.; Law, T. (2021). *A gênese do ESG e sua correlação com a sustentabilidade*. *Estratégia ODS*. Disponível em:

<<https://www.estrategiaods.org.br/article/a-genese-do-esg-e-sua-correlacao-com-a-sustentabilidade/>>. Acesso em: 14 de jan. de 2022.

Barreto, P. (2009). *Rio-92: mundo desperta para o meio ambiente*. NIPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&id=2303:catid=28&Itemid>. Acesso em: 10 de fev. de 2022.

Bittencourt, B. A., & Figueiró, P. S. (2019). *A criação de valor compartilhado com base em um ecossistema de inovação*. *Cadernos EBAPE.BR*, 17(4), 1002–1015. <https://doi.org/10.1590/1679-395174403>

Brasil, Bolsa, Balcão. (2017). *Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)*. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm>. Acesso em: 24 de jan. De 2022.

Brasil, Bolsa, Balcão. (2017). *Segmentos de listagem*. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 20 de jan. De 2022.

Brasil, Bolsa, Balcão. (2021). *Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3*. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm> Acesso em: 23 de jan. de 2022.

Chiavenato, I. (2010). *Gestão de Pessoas*. 3Ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

Comissão de Valores Mobiliários. (2002). *Instrução CVM 359*. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst359.html>>. Acesso em: 15 mar. de 2022.

- Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. (2010). *CPC 05 (R1) - Divulgação sobre Partes Relacionadas*. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>. Acesso em: 02 mar. de 2022.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *Instrução CVM 555*. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 15 mar. de 2022.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2017). *Instrução CVM 586*. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>>. Acesso em: 08 mar. de 2022.
- DALF, R. (2010). *A ética da sustentabilidade e o meio ambiente*. São Paulo: Cengage Learning.
- Deloitte. (2021). *Os novos desafios de comunicação para o RI Responsabilidade ambiental, social e governança nas relações com investidores*.
- Drucker, P. F. (1954) - *The practice of management (1sted.)*, New York, Harper and Row. *Prática de administração de empresas*, 2 volumes, Rio de Janeiro, Editora Fundo de Cultura.
- Drucker, P. F. (1977). *A revolução invisível: como o socialismo fundo-de-pensão invadiu os Estados Unidos*. São Paulo: Pioneira.
- Drucker, P. F. (2002). *Fator humano e desempenho: o melhor de Peter Drucker sobre administração*. São Paulo: Pioneira.
- Florencio, W., Batista, F. F., & Reis, C. Q. (2020). *Governança Corporativa e desempenhos das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica*. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 19. <https://doi.org/10.16930/2237-766220202977>
- Gonçalves, T., Gaio, C., & Santos, T. (2019). *Women on the Board: Do They Manage Earnings? Empirical Evidence from European Listed Firms*. *Review of Business Management*, 21(3), 585–597. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i3.4010>

Hammes, I. C., & Nuernberg, A. H. (2015). *A Inclusão de Pessoas com Deficiência no Contexto do Trabalho em Florianópolis: Relato de Experiência no Sistema Nacional de Emprego*. *Psicologia: Ciência e Profissão*, 35(3), 768–780. <https://doi.org/10.1590/1982-3703000212012>

Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE B3. (2019). *O que é o ISE B3*. Disponível em: <https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>>. Acesso em: 30 de mar. de 2022.

Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE B3. (2021). *Metodologia: Perguntas Frequentes*. Disponível em: <https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/FAQ - ISE B3 - 23Dezembro.pdf>>. Acesso em: 30 de mar. de 2022.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Governança corporativa*. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: 20 de jan. De 2022.

International Finance Coporation - IFC. (2005). *Investing for Long-Term Value - Integrating environmental, social and governance value drivers in asset management and financial research*. - Conference Report. Disponível em: https://www.scribd.com/fullscreen/16876744?access_key=key-mfg3d0usaiuaob4taki>. Acesso em: 12 de fev. de 2022

Lopo Martinez, A., & Silva, R. da. (2020). *Do brazilian publicly traded companies that pay less tax create more jobs?*. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 19. <https://doi.org/10.16930/2237-766220202894>

Losekann, V. L., Velasquez, M. D. P., & Vieira, K. M. (2009). *Classificação setorial bovespa e naics nível 1: uma análise das empresas brasileiras sob a ótica de mercado*. XXIX Encontro Nacional de Engenharia de Produção.

Magro, C. B. D., Silva, A. da, Padilha, D., & Klann, R. C. (2017). *Relevância dos ativos intangíveis em empresas de alta e baixa tecnologia*. *Nova Economia*, 27(3), 609–640. <https://doi.org/10.1590/0103-6351/3214>

Martins, E., Almeida, D. L. de, Martins, E. A., & Costa, P. de S. (2010). *Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos*. Revista Contabilidade & Finanças, 21(52), 1–25. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100005>

Marx, K. (1985). *O Capital: crítica de economia política (1ª e 2ª ed.)*. São Paulo: Nova Cultural.

Nassif, E., Souza, & C. L. de. (2013). *Conflitos de Agência e Governança Corporativa*. Revista do Departamento de Administração da FEA, Caderno de Administração. CAD. Vol. 7, n.1. Jan - Dez. 2013, p. 01-20

Organização das Nações Unidas Brasil. (2020). *A ONU e o meio ambiente*. Disponível em: <<https://brasil.un.org/pt-br/91223-onu-e-o-meio-ambiente>>. Acesso em: 20 de fev. de 2022.

Portal do Investidor – CVM. (n.d.). *Entendendo o mercado de valores mobiliários*. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html>. Acesso em: 23 de jan. De 2022.

Portal do Investidor - CVM (n.d.). *Índices representativos do mercado de ações*. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/Acoes/indices_representativos_do_mercado_de_acoes.html>. Acesso em: 23 de jan. De 2022.

Portal do Investidor – CVM. (n.d.). *O que é a CVM*. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/ACVM.html>. Acesso em: 23 de jan. De 2022.

PricewaterhouseCoopers Brasil. (2017). *Instrução CVM nº 586 – O novo Código Brasileiro de Governança Corporativa e o modelo “pratique ou explique”*. Disponível em: <<https://www.pwc.com/gx/en/corporate-reporting/assets/pwc-global-investor-survey-2021.pdf>>. Acesso em: 25 de jan. De 2022.

- PricewaterhouseCoopers Global. (2021). *PwC's Global investor survey - the economic realities of ESG*. PWC Global. Disponível em: <<https://www.pwc.com/gx/en/corporate-reporting/assets/pwc-global-investor-survey-2021.pdf>>. Acesso em: 25 de jan. de 2022.
- Princípios para o Investimento Responsável. (2019). *Principles for Responsible Investment - UNPRI*. Disponível em: <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 18 de fev. de 2022.
- Queiroz, C., & Watanabe, C. (2021). *Veja sobre ESG*. VEJA Insights ErnestYoung. Ed. maio 2021. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/insights-list/a-nova-face-dos-negocios-o-impacto-do-esg-no-ambiente-empresarial-no-consumo-e-nas-financas/>>. Acesso em: 25 de jan. de 2022.
- Robeco. (1929). *About US*. Rotterdam. Disponível em: <<https://www.robeco.com/en/about-us/>>. Acesso em: 29 mar. de 2022.
- Serpa, D. A. F., & Fourneau, L. F. (2007). *Responsabilidade social corporativa: uma investigação sobre a percepção do consumidor*. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(3), 83–103. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552007000300005>
- Shrivastava, P. (1995). Industrial/environmental crises and corporate social responsibility. *The Journal of Socio-Economics*, 24(1), 211–227. [https://doi.org/10.1016/1053-5357\(95\)90036-5](https://doi.org/10.1016/1053-5357(95)90036-5)
- Souza, M. T. S. de, & Ribeiro, H. C. M. (2013). Sustentabilidade ambiental: uma meta-análise da produção brasileira em periódicos de administração. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(3), 368–396. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552013000300007>
- Standard & Poor's Dow Jones Indices (2019). *Índices S&P/DJI perguntas frequentes*. Disponível em: <<https://www.spglobal.com/spdji/pt/documents/education/faq-spdji-esg-scores-por.pdf>>. Acesso em: 25 de jan. De 2022.

Strobel, J. S. (2005). *Modelo para mensuração da sustentabilidade corporativa através de indicadores*. Acesso em: 9 de fev. de 2022. <http://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/102809>

Value Reporting Foundation - Integrated Reporting. (2022). *International <IR> Framework*. Disponível em: <https://www.integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>>. Acesso em: 24 de jan. De 2022.

Taylor, C. (1995). Building a business case for diversity. *Canadian Business Review*, 22(1), 12+. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A17015366/AONE?u=capes&sid=bookmark-AONE&xid=2eb7f030>>. Acesso em: 24 de jan. de 2022

United Nations. (1972). *Report of the United Nations Conference on the Human Environment*. Stockholm. Disponível em: https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/CONF.48/14/REV.1>. Acesso em: 18 de fev. de 2022

United Nations Department of Economic and Social Affairs – Division for Sustainable Development. (2005). *Agenda21*. Disponível em: https://www.un.org/esa/dsd/agenda21/?utm_source=OldRedirect&utm_medium=redirect&utm_content=dsd&utm_campaign=OldRedirect>. Acesso em: 20 de fev. de 2022.

Zaro, E. S. (2021). Relato integrado e a divulgação corporativa para a sustentabilidade. *Revista Mineira de Contabilidade*, 22(1), 4–11. <https://doi.org/10.51320/rmc.v22i1.1329>