



Encontro Internacional sobre Gestão  
Empresarial e Meio Ambiente

ISSN: 2359-1048  
Dezembro 2016

## **ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE DO MERCADO FINANCEIRO E O DESENVOLVIMENTO DE ATIVOS CORPORATIVOS**

**GABRIEL PAES DE ALMEIDA JOSEPH**

[gabrieljowseph@gmail.com](mailto:gabrieljowseph@gmail.com)

**ANNELISE VENDRAMINI DA SILVA CARIDADE**

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

[anne\\_vendramini@yahoo.com.br](mailto:anne_vendramini@yahoo.com.br)

**ALEXANDRE TOSHIRO IGARI**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

[alexandre.igari@usp.br](mailto:alexandre.igari@usp.br)

# ÍNDICES DE SUSTENTABILIDADE DO MERCADO FINANCEIRO E O DESENVOLVIMENTO DE ATIVOS CORPORATIVOS

## Resumo

Este estudo investigou a proposição de que a participação de empresas nos índices de sustentabilidade nas bolsas de valores promoveria o desenvolvimento de ativos tangíveis e intangíveis. A revisão sistemática de literatura revelou contradições a respeito dos resultados corporativos da participação nos índices de sustentabilidade. Foram encontrados artigos que realizaram estudos bastante semelhantes, investigando o mesmo mercado de valores regional, mas que apresentaram resultados antagônicos. Um total de 15 casos indicaram resultados neutros (9) ou negativos (6) para a participação das empresas nos índices de sustentabilidade. Ainda assim, a maior parte da literatura científica sobre o assunto encontrou associações positivas entre melhoria nos ativos corporativos e a participação em índices de sustentabilidade. O ganho mais recorrente em ativos tangíveis foi o financeiro (24 casos) e, a melhoria mais frequente quanto aos ativos intangíveis foi com relação à reputação das empresas (8 casos). Entretanto, é preciso esclarecer que a maioria dos estudos propôs-se, desde o começo, a analisar apenas os retornos financeiros das empresas, o que certamente introduz um viés nos resultados da revisão sistemática. Além dos ganhos financeiros, foram identificadas associações entre a participação nos índices de sustentabilidade e melhorias em todas as categorias investigadas de ativos tangíveis e intangíveis.

**Palavras-chave:** DJSI, FTSE4GOOD, ISE- BM&FBOVESPA, Ativo tangível, Ativo intangível.

# SUSTANABILITY INDEXES OF THE FINANCIAL MARKET AND THE DEVELOPMENT OF CORPORATE ASSETS

## Abstract

This study has investigated the proposition in which the engagement of corporations on stock markets sustainability indexes would foster the development of tangible and intangible assets. The systematic literature review revealed contradictions regarding the corporate outcomes from the engagement on sustainability indexes. We have found papers which performed similar research, investigating the same regional stock market, but have presented opposite results. A total of 15 cases indicated neutral (9) or negative (6) outcomes from the engagement of corporations on sustainability indexes. Even so, most of scientific literature has found positive association between the improvement of corporate assets and the engagement on sustainability indexes. The most recurrent gain on tangible assets was financial (24 cases) and, the most frequent improvement on intangible assets concerned corporation reputation (8 cases). However, it is worthy to clarify that most of studies had as prime objective to evaluate only the corporate financial outcomes, what certainly biases the results of the systematic review. Further the financial gains, the study identified an association between the engagement on sustainability indexes and improvements on all proposed categories of tangible and intangible assets.

**Key Words:** DJSI, FTSE4GOOD, ISE- BM&FBOVESPA, Tangible asset, Intangible asset.

## Introdução

Empresas que atuam nos mesmos mercados ou utilizam os mesmos recursos são concorrentes (HITT *et al.*, 2008). Quando Hitt *et al.* (2008) falam sobre o uso dos mesmos recursos, não diferem entre ativos tangíveis e intangíveis. Toma-se por tangível o ativo de natureza concreta que puder ser quantificado, tocado e visto, enquanto o intangível é abstrato, fundamentado nas percepções dos agentes (HITT *et al.*, 2008). Recursos tangíveis são mais simples e facilmente quantificáveis dentro da empresa, enquanto os intangíveis, por sua vez, são mais complexos, sendo menos “imitáveis” pelas concorrentes (BURLAMAQUI; PROENÇA, 2003).

Corporações concorrentes utilizam seus ativos para criar e defender suas vantagens competitivas, melhorando sua posição no mercado (HITT *et al.*, 2008). A visão baseada em recursos trazida por Wernerfelt (1984) enxerga os ativos de uma empresa como os principais meios para alcançar um bom desempenho no mercado. Barney (1991) reafirma a ideia, dizendo que faz mais sentido gerir bem os ativos internos na busca pela melhoria no desempenho do que procurar interferir nos fatores externos à corporação.

Barney (1991) atribui aos ativos intangíveis a condição de elemento-chave para uma maior competitividade empresarial, visto que uma empresa torna-se mais competitiva quanto mais inimitáveis e únicos forem seus ativos. Kotler *et al.* (2010) entendem que a sustentabilidade é a principal tendência do mundo corporativo e a chave para criação de valor a longo prazo para os acionistas. Vem ocorrendo uma mudança acerca da percepção sobre práticas sustentáveis, que antes eram vistas como onerosas e prejudiciais à *performance* empresarial, e atualmente são interpretadas como oportunidade para um melhor desempenho corporativo (YOUNG *et al.*, 2004).

Além das preferências dos *stakeholders* pela valorização do meio ambiente explicadas por Kotler *et al.* (2010), a escassez de recursos é também um fenômeno apontado por Hart (1995) para a incorporação de práticas mais sustentáveis nas empresas. Hart (1995) interpreta a visão baseada em recursos como uma gestão baseada em recursos naturais, fundamentando as estratégias competitivas da empresa nas limitações ecossistêmicas percebidas.

Os índices de sustentabilidade do mercado financeiro delimitam conjuntos de empresas por meio de parâmetros socioambientais, diferenciando-as no mercado aos acionistas que desejem utilizar a sustentabilidade como um critério de escolha dos seus portfólios de investimento (BM&FBOVESPA, 2012). A participação nos índices está intimamente relacionada com a incorporação na gestão da *Corporate Social Responsibility* (CSR - Responsabilidade Social Corporativa), que, por sua vez, fundamenta-se no relacionamento empresarial com todos os *stakeholders*, ao invés da priorização restrita aos *shareholders* (JONES, 1980).

O investimento em empresas com boas práticas de sustentabilidade é denominado Investimento Socialmente Responsável (ISR) e apresenta um crescimento notável nos últimos anos (EUROSIF, 2012). Este crescimento teria como uma de suas explicações a idéia de que participação em índices de sustentabilidade traria ganhos em ativos tangíveis e intangíveis para as empresas, aumentando a liquidez e o valor de mercado de suas ações (BM&FBOVESPA, 2012).

Entretanto, é preciso realizar uma análise mais detalhada desses resultados. Os resultados financeiros do aumento de transparência na governança corporativa vêm sendo claramente positivos, entretanto, os resultados financeiros das estratégias para sustentabilidade são ainda controversos (CAVALCANTE *et al.*, 2007). Faz-se necessário compreender melhor se os compromissos socioambientais voluntários, além do que é exigido por lei, realmente incrementam os ativos tangíveis e intangíveis ou se eventualmente trazem resultados negativos às empresas.

## Objetivos

Consolidar os resultados da produção científica atual a respeito da melhoria nos ativos tangíveis e intangíveis associada à participação das empresas em índices de sustentabilidade do mercado financeiro.

## Referencial Teórico

### Ativos Corporativos Tangíveis e Intangíveis

Ações competitivas de uma empresa visam produzir efeitos positivos sobre o seu desempenho no mercado, tornando-a melhor do que suas concorrentes. Surge assim um ambiente de rivalidade, através de uma série de ações e respostas competitivas por parte do conjunto de concorrentes que atuam num mesmo mercado. É esperado que haja maior rivalidade quando as empresas utilizarem recursos bastante semelhantes ou tiverem muitos mercados em comum (HITT *et al.*, 2008).

A similaridade de recursos pode ser avaliada separadamente, dividindo-se entre ativos tangíveis e intangíveis. Ativos tangíveis são aqueles que podem ser comprados, como propriedades, instalações e estoques, por exemplo. Normalmente, recursos tangíveis não representam grande vantagem competitiva, pelo menos não duradoura (BURLAMAQUI; PROENÇA, 2003).

Hitt *et al.* (2008), dividem os recursos tangíveis em quatro grupos:

- **Financeiros:** dizem respeito à capacidade de financiamento e de gerar receita internamente;
- **Organizacionais:** referem-se à estrutura de planejamento, controle e coordenação;
- **Físicos:** como fábricas e equipamentos, bem como matérias primas;
- **Tecnológicos:** como patentes, marcas registradas, direitos autorais e segredos comerciais, que são formas de tangibilizar recursos tipicamente intangíveis da empresa, como o conhecimento.

Por outro lado, recursos intangíveis constituem um estoque de ativos importante para vantagens competitivas (BURLAMAQUI; PROENÇA, 2003). Diferenciam-se dos recursos tangíveis por não se deteriorarem facilmente com o tempo. São também mais complexos e constituem uma fonte superior e menos copiável de diferenciais competitivos (BURLAMAQUI; PROENÇA, 2003; HITT *et al.*, 2008).

Hitt *et al.* (2008) dividem os recursos intangíveis em três grupos:

- **Inovações:** ideias, conhecimento científico e capacidade de inovar;
- **Recursos humanos:** competências, confiança, capacitações gerenciais;
- **Reputação:** valor da marca, percepções que os clientes têm acerca dos produtos (qualidade, durabilidade e confiabilidade), mas também da reputação da empresa diante dos fornecedores e outros *stakeholders*.

Para a visão de gestão baseada em recursos, há uma inelasticidade temporal dos recursos de produção. Isso significa que há alguns ativos, particularmente os intangíveis, que são desenvolvidos por períodos de tempo tão extensos e por processos tão complexos que não podem ser rapidamente desenvolvidos, copiados ou comprados pelas concorrentes (BARNEY, 2001). Assim, a inelasticidade de tais recursos dentro do mercado faz com que as empresas que os detenham consigam estabelecer vantagens competitivas mais sólidas e duradouras (BARNEY, 1991).

Os recursos são ainda categorizados como valiosos ou raros. Os recursos valiosos são capazes de atribuir valor aos produtos/serviços oferecidos pela empresa. Eles destacam os diferenciais da empresa ou diminuem os custos de produção. Os recursos raros, por sua vez, são aqueles que podem ser adquiridos por apenas uma empresa (ou poucas). Se um recurso for valioso e raro, ele torna-se uma vantagem competitiva temporária. O que definirá se ele será duradouro e sustentável é o custo que as concorrentes encontrariam para imitá-lo ou

substituí-lo. Por fim, nenhum recurso é uma vantagem por si só. É necessário que a empresa utilize-o estrategicamente para consolidar vantagens competitivas duráveis (BARNEY, 1991).

### **Sustentabilidade como ativo corporativo**

A sustentabilidade é vista de maneira diferente pelas corporações e pela sociedade. As corporações enxergam-na como uma maneira de perpetuar a existência da empresa, enquanto a sociedade relaciona a sustentabilidade com a manutenção a longo prazo do capital natural (Kotler *et al.*, 2010). Ainda que sejam visões diferentes, Kotler *et al.* (2010) acreditam que ambas podem ser conciliadas, maximizando o valor gerado para os acionistas, observando como restrição os limites impostos pelos interesses socioambientais.

Kotler *et al.* (2010) propõem três métricas segundo as quais pode-se quantificar os ganhos de práticas ligadas à sustentabilidade. A primeira delas é chamada de **Maior economia de custos**, que refere-se à alta produtividade de empresas ecoeficientes ao economizarem recursos e gerarem menos resíduos. A redução dos custos e riscos associados à pressão pública sobre a empresa é igualmente vantajosa. Práticas sustentáveis também são atributos desejáveis por parte dos consumidores, diminuindo o custo de atração e manutenção dos clientes (KOTLER *et al.*, 2010).

A segunda métrica refere-se ao **Aumento da receita obtida com novas oportunidades de mercado** e traduz-se no acesso facilitado que empresas com práticas socioambientalmente corretas têm a mercados que valorizam a sustentabilidade. Por fim, o **Valor maior da marca corporativa** é a métrica que se refere ao valor que a marca tem no mercado, refletido principalmente por sua reputação. A reputação diz respeito, sobretudo, à admiração e à confiança que o consumidor tem na marca. Assim, ela se torna um importante ativo intangível para o posicionamento da empresa no mercado (KOTLER *et al.*, 2010).

### **Investimento Socialmente Responsável**

O Investimento Socialmente Responsável (ISR) representa um processo de investimento que busca conciliar os objetivos financeiros do investidor com suas preocupações e valores acerca do meio ambiente, da sociedade e de questões de governança (BM&FBOVESPA, 2012). Tais indicadores reduzem as assimetrias de informação entre os potenciais investidores e os demandantes de capital, estimulando o investimento (CAVALCANTE *et al.*, 2007).

Segundo o *European Investment Forum* (EUROSIF, 2012), uma série de estudos mostrou que, além do crescimento acelerado pelo qual o ISR vem passando, há também um desempenho superior dele em relação a investimentos tradicionais. Os investimentos sustentáveis e responsáveis apresentariam menor volatilidade do que os demais, dando-lhes uma razão maior de retorno sobre o risco. A Eurosif (2012) também sugere uma maior demanda por parte dos investidores por transparência e clareza das práticas empresariais, o que poderia representar uma sofisticação do mercado de ações. O fórum ainda listou as principais estratégias utilizadas por gestores de ativos com relação aos investimentos responsáveis:

- Investimento temático em sustentabilidade: investimentos em temas ou bens relacionados à promoção da sustentabilidade, sob os critérios ambientais, sociais e de governança;
- Seleção de investimento *Best-in-Class*: investimentos em empresas que apresentem os melhores desempenhos, analisados sob os critérios ESG (*Environmental, Social and Governance*);
- Filtros baseados em normas: os investimentos feitos de acordo com a adequação de empresas às normas e padrões internacionais;

- Exclusão de investimentos específicos: os investimentos em empresas/setores produtores de armas, por exemplo, não são nem considerados;
- Integração de fatores ESG na análise financeira: os critérios ESG passam a fazer parte da avaliação de riscos e oportunidades, bem como da análise financeira tradicional;
- Compromisso e votação sobre questões de sustentabilidade: é feita uma avaliação sob forma de votação dos acionistas sobre a participação das empresas em compromissos ambientais;
- Investimento de impacto: os investimentos são feitos em empresas que buscam agir trazendo impacto social e ambiental positivos, associando-os também ao retorno financeiro.

O Instituto Tecnológico de Massachusetts entrevistou mais de quatro mil executivos em 113 países diferentes. Mais de 70% dos entrevistados disse ter incluído permanentemente a sustentabilidade em sua estratégia empresarial. Dois terços dos executivos declararam que a sustentabilidade é necessária para ter competitividade no mercado. Um terço dos entrevistados afirmou que as práticas sustentáveis aumentaram a rentabilidade da empresa (BM&FBOVESPA, 2012). O estudo apontou como uma das maiores causas para o sucesso da estratégia sustentável a incerteza do cenário regulatório global. Antecipar-se às regulações traz muito mais benefício do que aderir a elas apenas quando são lançadas, melhorando a reputação da empresa com o governo e com a sociedade civil. O estudo também evidenciou a ausência de benefícios às empresas que aderiram à sustentabilidade como resposta a medidas compulsórias do governo. Além disso, um quarto dos entrevistados relatou que a estratégia sustentável esteve intimamente relacionada ao desenvolvimento da inovação nos produtos ou processos da empresa (BM&FBOVESPA, 2012).

Os estudos sobre ISR apontam as práticas sustentáveis como criadoras de valor às empresas, o que as caracteriza como recurso valioso (BARNEY, 1991). Por outro lado, a raridade da sustentabilidade vem se dissipando, principalmente considerando as tendências apontadas por BM&FBOVESPA (2012), o que poderia enfraquecer o seu papel como diferencial competitivo (BARNEY, 1991).

### **Índices de Sustentabilidade no Mercado Financeiro**

O surgimento de índices de sustentabilidade no mercado financeiro ocorre atrelado a um contexto político e financeiro. Do ponto de vista político, a globalização permitiu uma produção descentralizada ao redor do mundo. Dessa forma, países desenvolvidos com legislações altamente restritivas do ponto de vista socioambiental puderam exportar suas fábricas para países periféricos, barateando a produção por meio da redução de custos. Por outro lado, os impactos negativos oriundos dessa produção descentralizada são custeados pelas populações locais, e não pelas empresas. Essas externalidades socioambientais cresceram até um ponto em que não podiam mais ser ignoradas (MARCONDES; BACARJI, 2010).

Tal cenário resultou em diversos avanços para a construção de uma ética socioambiental, com o desenvolvimento de parâmetros e indicadores de desempenho sustentável das corporações. Mas isso não seria o bastante para a consolidação de índices de sustentabilidade nos mercados financeiros. O outro fator de extrema importância para o desenvolvimento desses índices foi a sequência de fracassos de grupos econômicos regidos exclusivamente pela busca de lucro financeiro. Grupos como *Enron*, *Union Carbide* e *Tyco* sofreram crises contundentes que fizeram os investidores questionarem a confiabilidade de uma empresa cujas operações direcionam-se apenas para satisfazer o desejo de lucro dos acionistas. Neste contexto passa-se a avaliar maneiras mais holísticas de investir, buscando dar mais ênfase às empresas que levassem em consideração os interesses de todos os *stakeholders* envolvidos (MARCONDES; BACARJI, 2010).

Emergem deste cenário os índices de sustentabilidade empresarial, representados por carteiras de investimento que reúnem as empresas com melhor desempenho em governança socioambiental, atraindo a atenção de investidores moralmente engajados (MARCONDES; BACARJI, 2010). A adoção de práticas de responsabilidade social corporativa (RSC) é o elemento imprescindível para a inclusão das empresas nesses índices de sustentabilidade. Carroll (1999) propôs-se a estudar os diversos significados de RSC e destacou a proposição de Jones (1980), que equipara RSC a uma noção das corporações de que elas têm obrigações que não são estipuladas pela lei com grupos da sociedade que vão além de seus acionistas, atingindo atores sociais diferentes, como funcionários, consumidores, fornecedores e comunidades.

O primeiro índice de sustentabilidade foi o *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), criado em 1999. Objetivando reunir empresas com melhor desempenho econômico, social e ambiental, o DJSI serve como guia para investidores socialmente responsáveis montarem seus portfólios de investimento. O índice tem diversas vertentes, sendo uma global e as outras divididas regionalmente entre Europa, América do Norte, Ásia do Pacífico, Coreia, Austrália e países de mercados emergentes. A inclusão de empresas no índice é feita pelo método *Best-in-Class*, ou seja, apenas as empresas com melhor desempenho ambiental de cada setor integram o índice, sem exclusão de setores. Segundo o próprio *website* do índice, o método *Best-in-Class* estimula a competitividade entre as empresas por um lugar no DJSI, fazendo com que as práticas socioambientais sejam cada vez mais sofisticadas e desenvolvidas.

A seleção das empresas é feita a partir de uma avaliação das maiores empresas por setor do S&P Global BMI (*Broad Market Index*), um índice que mede a performance global das ações de empresas. Os cálculos são feitos pela empresa Robeco SAM, especialista em investimentos sustentáveis. Assim, as maiores empresas do S&P Global BMI são convidadas a responderem um questionário que leva à avaliação de sustentabilidade corporativa. Nos casos em que a empresa não responde ao questionário, a Robeco SAM pode preencher o questionário por ela (dependendo do tamanho da empresa), utilizando as informações publicadas em relatórios de sustentabilidade empresariais. Além disso, parte da avaliação de sustentabilidade corporativa baseia-se na relação da empresa com seus *stakeholders*, incluindo os posicionamentos de ONGs e até mesmo do governo diante da postura da empresa avaliada.

O segundo índice de sustentabilidade criado foi o FTSE4GOOD Index, pelo FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) Group (SLAGER, 2012). O FTSE4GOOD Index reúne as empresas com melhor desempenho socioambiental ao redor do mundo, de forma que as corporações que atenderem aos requisitos do índice são automaticamente incluídas. As informações são fornecidas pela própria empresa ou coletadas em suas publicações referentes à sustentabilidade (SLAGER, 2012).

O diferencial do FTSE4GOOD Index consiste na maneira com a qual ele conduz sua relação com as empresas. Empresas que atendem aos requisitos são automaticamente indexadas, mas aquelas que deixam de atendê-los não são automaticamente excluídas. O FTSE4GOOD Index introduz constantemente novos critérios, de maneira a incentivar a inovação. Mas, se uma empresa deixa de atender algum critério, é montada uma equipe de especialistas do FTSE4GOOD Index que estabelece um diálogo com a empresa para encaminhar a questão, incentivando-a a melhorar sua performance para continuar a fazer parte do índice. Assim, estipula-se um prazo de adequação antes que a empresa seja excluída (SLAGER, 2012). O FTSE4GOOD inspirou a criação do JSE SRI Index em 2004, de caráter nacional e regido pela bolsa de valores de Joanesburgo – África do Sul.

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo foi lançado em 2005, mas a concepção do índice começou nove anos antes, em 1996. Ele foi o quarto índice a ser lançado no mundo, sendo precedido pelo *Dow Jones Sustainability Index*

(DSJI), lançado em Nova Iorque em 1999; pelo FTSE4GOOD, lançado em 2001 em Londres; e pelo JSE, lançado em Joanesburgo em 2004. O ISE foi financiado pela *International Finance Corporation (IFC)*, braço para financiamento privado do Banco Mundial, e teve seu desenho metodológico concebido pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas (GVces) (BM&FBOVESPA, 2012).

Para participar do índice, a empresa precisa constar entre as 200 ações de maior liquidez da BM&FBOVESPA, critério fundamental para que os fundos e os investidores possam replicar o índice, negociando ações das empresas. Dessas 200 ações, no máximo 40 empresas passam a compor a carteira do ISE, que vigora de janeiro a dezembro de cada ano. O processo seletivo se baseia no desempenho das empresas em questionários-base e também na avaliação de documentos enviados para a comprovação das respostas. O questionário é dividido em sete dimensões, 30 critérios e 70 indicadores, chegando a 180 questões a serem respondidas (BM&FBOVESPA, 2012).

A BM&FBOVESPA (2012) estabelece as sete dimensões do ISE, que são:

- Dimensão Geral: trata dos compromissos com desenvolvimento sustentável, alinhamento com boas práticas de sustentabilidade, transparência de informações e combate à corrupção;
- Dimensão Natureza do Produto: trata dos impactos pessoais e difusos dos produtos e serviços, da adoção do princípio da precaução e disponibilização de informações ao consumidor;
- Dimensão Governança Corporativa: trata do relacionamento entre sócios, estrutura e gestão do conselho de administração, dos processos de auditoria e fiscalização, das práticas relacionadas à corrupção e conflitos de interesse.
- Dimensões Econômico-Financeira, Ambiental e Social: cada uma dessas três dimensões estabelece questionamentos sobre políticas corporativas, gestão, desempenho e cumprimento legal;
- Dimensão Mudanças Climáticas: trata da política corporativa, gestão, desempenho e divulgação de informações.

Cada uma das dimensões equivale a 100 pontos, sendo que os indicadores dentro delas têm pesos diferentes em função da relevância do tema na atual conjuntura da gestão empresarial. No final do processo, as empresas são avaliadas não só pela pontuação obtida pelas respostas aos questionários (análise quantitativa), mas também pela avaliação da qualidade dos documentos comprobatórios das respostas (análise qualitativa). Chega-se então a um gráfico de dispersão de empresas melhor colocadas, possibilitando reconhecer aquelas selecionadas para a carteira (BM&FBOVESPA, 2012).

### **Procedimentos Metodológicos**

A busca pelo entendimento da relação entre a participação em índices de sustentabilidade no mercado financeiro e o desenvolvimento de ativos corporativos tangíveis e intangíveis estrutura-se neste estudo por meio de uma pesquisa qualitativa de cunho descritivo, operacionalizada através de uma revisão sistemática de literatura. A meta-análise de literatura, segundo Brei, Vieira e Matos (2014), busca, seleciona, agrega, analisa e sumariza o resultado de estudos anteriores para que seja possível consolidar o estado do conhecimento científico em torno de uma dada pergunta de pesquisa.

A revisão sistemática de literatura proposta por este estudo representa uma meta-análise qualitativa, e foi desenvolvida de acordo a partir os oito passos sugeridos por Okoli e Schabram (2010), sendo eles: definição do propósito de revisão de literatura, protocolação e treinamento, pesquisa de literatura, triagem para inclusão, triagem para exclusão, extração de dados, síntese dos estudos e, por fim, redação.



O propósito da revisão sistemática de literatura foi identificar, dentre os trabalhos já publicados sobre o assunto em língua inglesa, qual o efeito da adesão de uma empresa a um índice de sustentabilidade do mercado financeiro sobre o desenvolvimento de ativos tangíveis e intangíveis. A literatura foi reunida a partir de uma pesquisa na base de dados *online* Scopus ([www.scopus.com](http://www.scopus.com)). Na etapa de protocolação foram estabelecidos nove parâmetros de busca em língua inglesa, divididos em dois grupos. O primeiro deles incorporava à pesquisa publicações relacionadas a bolsas de valores que organizam índices de sustentabilidade, sendo composto pelas palavras-chave “Stock Exchange”, “Dow Jones”, “FTSE”, “JSE” e “BOVESPA”. O segundo grupo foi de palavras ligadas a investimento socialmente responsável, composto pelos termos “sustainability”, “CSR”, “SRI” e “ESG”. A intersecção dos dois grupos de resultados (do grupo de termos ligados a bolsas de valores e do grupo de termos ligados a investimento socialmente responsável) constituiu o universo de documentos utilizados nesta pesquisa. Assim, a seguinte estrutura lógica foi utilizada para extrair os artigos científicos da base Scopus: (‘Stock Exchange’ or ‘Dow Jones’ or ‘FTSE’ or ‘JSE’ or ‘BOVESPA’) and (‘sustainability’ or ‘CSR’ or ‘SRI’ or ‘ESG’).

A triagem para inclusão foi feita através da leitura dos títulos de todos os documentos recuperados pela busca. Para serem incluídos nos materiais, os documentos deveriam demonstrar no título qualquer menção de tratar sobre índices de sustentabilidade em mercados financeiros. Esta etapa deixava de incluir somente documentos que claramente não tinham relação alguma como o objetivo da pesquisa. A triagem para exclusão foi feita em função dos resumos dos artigos selecionados na primeira triagem. Assim, foram separados para leitura integral os artigos cujos resumos indicassem aderência à pergunta de pesquisa.

A extração de dados foi feita através da leitura integral dos artigos. Boa parte dos artigos analisados já incorporava em seus resultados informações alinhadas às categorias de análise pré-estabelecidas (Tab. 1).

## **Resultados e discussão**

A busca original na base de dados Scopus, realizada em 4 de fevereiro de 2016, retornou 324 documentos, incluindo artigos, capítulos de livros e artigos de conferências. O total remanescente após a triagem para inclusão foi de 105 documentos. Após a abertura dos resumos para a triagem de exclusão, o total de documentos selecionados para a revisão sistemática foi de 52 documentos. Dos 52 documentos selecionados, 5 foram excluídos após a leitura integral dos textos. Dois artigos não puderam ser acessados, em função dos periódicos não estarem disponíveis pelo convênio de acesso pela CAPES ou pelo sistema de bibliotecas da USP. Também não houve resposta à tentativa de contato com os autores para o acesso a esses dois artigos. Desta forma, este estudo fundamentou-se em um conjunto de 45 documentos para revisão.

Predominam estudos sobre o *Dow Jones Sustainability Index* – DJSI (Tab. 1), comparativamente aos outros índices, o que pode ser explicado pelo pioneirismo do DJSI e pela relevância internacional bolsa de Nova Iorque, que organiza o índice. Há também uma clara predominância de melhoria de desempenho em ativos financeiros (Tab. 1), totalizando 24 registros, com relação a melhorias nos demais ativos, que totalizaram 14 ocorrências. Entre os ativos intangíveis foi mais recorrente a melhoria de reputação, com 8 registros. Entretanto, a revisão apresenta um substancial número de resultados neutros (9 registros) ou mesmo negativos (6 registros) quanto à participação das empresas nos os índices de sustentabilidade analisados.

Dentre os resultados negativos, que alimentam a controvérsia a respeito dos resultados financeiros da incorporação de estratégias direcionadas à sustentabilidade, López *et al.* (2007) encontraram uma correlação negativa entre os ativos financeiros e a presença da empresa no DJSI, ao menos nos primeiros anos de participação. Também avaliando o DJSI, Cheung

(2011) obteve resultados negativos, observando que os investidores valorizam práticas sustentáveis apenas temporariamente.

Posteriormente, Cheung e Roca (2013) encontraram retornos financeiros negativos tanto para empresas que eram incluídas quanto excluídas do DJSI - *Asia Pacific*, que é uma vertente regional do índice. Estes resultados são contrastantes com os de Consolandi *et al.* (2009), que evidenciam ganhos e perdas assimétricos com relação à inclusão e exclusão no DJSI, pois ocorrem prejuízos muito mais intensos para empresas que são excluídas do DJSI do que ganhos com a inclusão no índice.

Tabela 1: Número de publicações que relacionam a participação das empresas nos índices de sustentabilidade do mercado financeiro (colunas) à melhoria de ativos tangíveis e intangíveis, ou ainda a resultados neutros e negativos (linhas)

	Aspectos	DJSI	FTSE	JSE	ISE	Outros Índices	Total
	Financeiros	18	1	-	2	3	<b>24</b>
Melhoria em Ativos Tangíveis	Organizacionais	2	-	-	-	-	<b>2</b>
	Físicos	1	-	-	-	-	<b>1</b>
	Tecnológicos	-	-	-	-	-	<b>0</b>
Melhoria em Ativos Intangíveis	Inovações	1	-	-	-	-	<b>1</b>
	Recursos Humanos	2	-	-	-	-	<b>2</b>
	Reputação	6	-	-	2	-	<b>8</b>
Sem Melhoria	Neutros	5	1	1	1	1	<b>9</b>
	Negativos	3	-	1	1	1	<b>6</b>

Fonte: Elaboração própria

A contradição neste tema de pesquisa aprofunda-se quando Clark e Allen (2012) refutam os resultados negativos encontrados no estudo de Cheung (2011), ao replicarem a análise no DJSI utilizando diferentes formas de avaliação. Clark e Allen (2012) afirmam que Cheung (2011) utilizou formas de avaliação muito específicas para finanças, o que viesou os resultados. Assim, Clark e Allen (2012) identificaram resultados de melhora nos ativos financeiros, além de avaliarem que os investidores têm atitudes mais positivas diante de empresas participantes de índices de sustentabilidade (Tab. 2).

Robinson *et al.* (2011) corroboram os resultados de Clark e Allen (2012) quanto à melhoria dos ativos financeiros, identificando ainda um aumento gradual no valor das ações de empresas que entram no DJSI durante os primeiros meses, principalmente em função de ganho de ativos reputacionais (Tab. 2). Entretanto, ao contrário de Consolandi *et al.* (2009), Robinson *et al.* (2011) afirmam que a saída do índice não apresenta grandes perdas para as empresas.

Os ganhos reputacionais identificados por Robinson *et al.* (2011) são também confirmados por Searcy e Elkhawas (2012) para empresas canadenses que ingressaram no DJSI (Tab. 2). Além disso, as empresas canadenses também obtiveram ganhos em ativos organizacionais ao confrontar sua governança com as outras empresas do índice (Tab. 2).

Tabela 2: Trechos-exemplo de argumentos extraídos dos documentos que fundamentam a categorização como aspectos de melhoria em ativos tangíveis, intangíveis ou ainda como neutros ou negativos.

<b>Aspectos</b>	<b>Trecho-Exemplo</b>	<b>Referência</b>
<b>Financeiros</b>	“Em suma, os resultados indicam que empresas orientadas pela sustentabilidade foram melhores em controlar seus custos e elas também aparentaram ser melhores em geração de lucro do que as companhias de energia mais convencionais. E em relação aos valores de mercado, os resultados claramente apostaram que os valores de mercado foram maiores entre as empresas do DJSI”	PÄTÄRI <i>et al.</i> (2012)
	“Os resultados corroboram fortemente a hipótese de que o mercado de investimentos tende a atribuir razões de valoração maiores a empresas incluídas no DJSI do que seus concorrentes não-DJSI.”	CLARK e ALLEN (2012)
<b>Organizacionais</b>	“Outro tema se focou em ajudar as corporações a identificar áreas de melhoria futura. Uma empresa de materiais básicos disse que uma assessoria de terceira-parte ajuda a dar feedback que identifica deficiências e áreas para melhoria. (...) Mais adiante, um expert no setor industrial disse que a submissão ao DJSI ajuda a melhorar processos internos de report e ajuda a fomentar inovação”	SEARCY e ELKHAWAS (2012)
<b>Físicos</b>	O artigo não aponta o ganho de ativos físicos na forma de texto, mas os resultados demonstram quantitativamente o aumento de ativos da empresa por meio do investimento em bens de capital (CAPEX).	YU e ZHAO (2015)
<b>Tecnológicos</b>	-	-
<b>Inovações</b>	“(…)Empresas incluídas no DJSI-AP ganham de um approach eco-eficiente não apenas pela economia de custos associada à produção mais limpa e atividades eco-eficientes, mas também através de ganhar uma vantagem competitiva por ser um first-mover e reduzindo risco por diversos motivos: (...) d) usando P&D como uma maneira de aprender sobre o campo da sustentabilidade ambiental e empresarial.”	ORTAS <i>et al.</i> (2012)
<b>Recursos Humanos</b>	“Nós, portanto, concluímos que companhias SRES empregam um número maior de funcionários e interagem com um nível maior de recursos humanos, comparadas a outras companhias na mesma indústria e setor.”	DISEGNI <i>et al.</i> (2015)

<b>Reputação</b>	“(…) Mais adiante, a análise de regressão multivariada indica que esse aumento de valor é devido a efeitos reputacionais, diferentemente do efeito de uma firma ser adicionada a um grande índice de ações”	ROBINSON <i>et al.</i> (2011)
	“Muitos dos benefícios citados também se focaram em benefícios reputacionais. Benefícios como ‘direitos de se gabar’ e aprimoramento da marca foram citados por companhias no setor financeiro.”	SEARCY e ELKHAWAS (2012)
<b>Neutros</b>	“A análise micro-econométrica implica efeitos insignificantes na inclusão ao DJSI World ao retorno sobre os ativos de (empresas do) Reino Unido e Irlanda. Em contraste, o impacto é positivo em outros países europeus.”	ZIEGLER (2012)
	“Assim sendo, ainda não há impacto positivo consolidado - ou, ao menos, não provado estatisticamente - na performance no mercado de capitais de empresas de óleo causado pela adoção de uma postura socioambiental proativa. Mais especificamente, exceto pela Petrobras e Suncor, a inclusão no ou exclusão do DJSI não teve relação significativa com a variação no preço das ações.”	SCHAEFFER <i>et al.</i> (2012)
<b>Negativos</b>	“Nós também observamos que o ISE teve uma performance muito similar à do IBOVESPA, ainda que o ISE tenha demonstrado uma recuperação pior durante e após a crise financeira de 2008.”	CUNHA <i>et al.</i> (2013)
	“Resultados indicam que a comunicação da inclusão ou manutenção em um índice de sustentabilidade tem efeitos diferentes dependendo do setor analisado. Os setores de bens de consumo e serviços apresenta AR (Resultados anormais) positivos e significantes, enquanto os setores de petróleo e indústrias apresentam resultados anormais negativos e significantes.”	CALLADO- MUÑOZ e UTRERO- GONZÁLEZ (2008)
	“Isso confirma os resultados de muitos estudos anteriormente, que ISRs não levam uma performance melhor significante comparados a <i>benchmarks</i> convencionais. No entanto, os resultados indicaram que o índice SRI teve uma performance significativamente abaixo da dos ETFs durante o período de declínio econômico.”	MAROVVA (2014)

Fonte: Elaboração própria.

Alguns resultados dos índices de sustentabilidade são considerados negativos em função do desempenho financeiro inferior, comparativamente a índices ou carteiras de ações convencionais na mesma bolsa de valores. Marozva (2014) compara o desempenho do JSE SRI Index com o de vários Fundos Transacionados em Bolsa (ETFs – *Exchange-Traded Funds*) que estimariam a performance do JSE *All Share Index* (Tab. 2). Os resultados mostram que a performance de índices de sustentabilidade não seriam superiores à dos índices convencionais. Haveria, inclusive, indicações de que os índices de sustentabilidade tiveram

desempenhos piores do que os ETFs nos períodos de declínio econômico e evidências de que os ETFs superaram o desempenho do JSE SRI Index em vários momentos durante o crescimento econômico também.

Mesmo estudos em horizontes temporais mais longos não equacionam de forma mais robusta a questão do desempenho dos ativos financeiros frente às iniciativas de incorporação de sustentabilidade na gestão. Swidler e Crutchley (2009) fazem um estudo de 9 anos acerca de empresas estadunidenses que participaram do Dow Jones *Global Sustainability Index*. Os autores enumeram uma série de casos em que empresas participantes do índice não obtiveram sucesso, indo à falência ou se envolvendo em escândalos. Ainda assim, eles observam retornos maiores para as empresas participantes do índice do que para outras empresas de grande capitalização no mercado durante o período estudado. Entretanto, o desempenho não foi uniforme, pois algumas ações sofreram quedas bruscas após a inclusão no índice e, nos quatro anos finais da análise, os desempenhos de empresas participantes e não participantes foram muito semelhantes.

Pătări *et al.* (2012) também identificam resultados positivos para os ativos financeiros de empresas participantes do Dow Jones *Sustainability Index* (Tab. 2), mas, assim como Swidler e Crutchley (2009), entendem que empresas não participantes conseguem alcançar resultados semelhantes mesmo sem estar nos índices. Skare e Golja (2012), por outro lado, arriscam dizer que a probabilidade de alcançar retornos financeiros positivos é seis vezes maior para empresas com boas práticas socioambientais (que os autores atribuem à participação no DJSI) do que para empresas sem esse compromisso.

É relevante ressaltar que a associação entre a participação nos índices de sustentabilidade e a melhoria nos ativos tangíveis e intangíveis, em muitos casos, pode ser simplesmente efeito de covariações em função de fatores exógenos. Artiach *et al.* (2010) encontraram uma série de resultados positivos associados à participação no DJSI. Entretanto, tamanho e capacidade de crescimento foram duas características positivamente associadas às melhorias de desempenho em todas as empresas analisadas pelo estudo. Assim, os autores correm o risco terem estabelecido uma associação equivocada dos resultados positivos com a participação no DJSI, quando na verdade podem estar associados primariamente ao porte e potencial de crescimento das empresas.

Outro caso similar é apresentado por Schaeffer *et al.* (2012), que estudaram a performance de empresas petrolíferas que foram incluídas no DJSI entre 2004 e 2011 (Tab. 2). Os autores apontam melhorias na reputação de uma das sete empresas estudadas e um retorno financeiro bastante acentuado para outra. No entanto, eles creditam tal retorno financeiro a especulações acerca de novas jazidas encontradas durante o período analisado. Ainda assim, os autores acreditam que a ausência de práticas CSR para empresas petrolíferas pode erodir seus retornos financeiros, bem como destruir sua reputação no longo prazo. Tsoutsoura (2004) ressalta a dificuldade em medir a causalidade entre a adoção de práticas CSR e a melhoria de desempenho da empresa, até mesmo conceitualmente, porque as práticas CSR estariam integradas às práticas do negócio, o que dificultaria a medição de seus resultados separadamente.

Destacando os resultados para o Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE da BM&FBOVESPA, Lourenço e Castelo Branco (2013) encontraram retornos positivos no que diz respeito a ativos financeiros, bem como organizacionais, físicos, e reputação das empresas participantes. Carvalhal e Tavares (2013) chegaram às mesmas conclusões, relatando benefícios nos ativos financeiros, organizacionais, melhorias na reputação e ainda de recursos humanos em empresas participantes do ISE. Lameira *et al.* (2013) encontraram resultados semelhantes, mas com maior ênfase no aumento de retornos financeiros para as empresas participantes. Por outro lado, Cunha e Samanez (2013) evidenciaram quedas nos retornos financeiros associados à participação no ISE, apesar de também encontrarem resultados

positivos em ativos organizacionais e melhorias na reputação, o que indica que a investigação sobre o ISE também não está livre da controvérsia a respeito dos efeitos financeiros da participação nos índices de sustentabilidade dos mercados financeiros.

Cabe observar que grande parte dos artigos incorporados na revisão sistemática não tinha, como objetivo principal, identificar os benefícios decorrentes da entrada de empresas em índices de sustentabilidade de bolsas de valores. Estes artigos, na verdade, buscavam identificar a relação entre responsabilidade social corporativa (CSR) e os benefícios às empresas. No entanto, os artigos selecionados adequam-se à revisão na medida em que os autores utilizavam a participação nos índices de sustentabilidade como parâmetro para padronizar a interpretação das práticas de CSR nas empresas estudadas. Dessa forma, ainda que não fosse objetivo principal dos estudos avaliar o desempenho das empresas participantes nos índices de sustentabilidade, eles acabavam por demonstrar tal efeito ao utilizar apenas empresas que faziam parte de tais índices.

## **Conclusões**

Este estudo investigou a proposição de que a participação de empresas nos índices de sustentabilidade nas bolsas de valores promoveria o desenvolvimento de ativos tangíveis e intangíveis. Os resultados da revisão sistemática revelaram contradições a respeito dos resultados corporativos da participação nos índices de sustentabilidade. Foram encontrados artigos que realizaram estudos bastante semelhantes, investigando o mesmo mercado regional, mas que apresentaram resultados antagônicos.

Ainda assim, a maior parte dos estudos já publicados sobre o assunto encontrou resultados positivos para a participação em índices de sustentabilidade. O ganho mais recorrente em ativos tangíveis foi o financeiro e, a melhoria mais frequente quanto aos ativos intangíveis foi com relação à reputação das empresas. No entanto, é preciso esclarecer que a maioria dos estudos se propôs, desde o começo, a analisar apenas os retornos financeiros das empresas, o que certamente introduz um viés nos resultados da revisão sistemática. Mesmo assim, além dos ganhos financeiros, foram identificadas associações entre a participação nos índices de sustentabilidade e melhorias em todas as categorias de ativos tangíveis e intangíveis previstas na literatura.

Este estudo contribuiu para consolidar o conhecimento acumulado na literatura científica a respeito da relação entre resultados corporativos e a incorporação de boas práticas socioambientais às estratégias de empresas que passaram a participar de índices de sustentabilidade de mercados financeiros. Apesar das predições teóricas conciliarem sustentabilidade socioambiental e desempenho econômico, uma parte substancial da literatura aponta resultados econômicos neutros ou negativos para a inserção de empresas nos índices de sustentabilidade.

Desejavelmente, a partir dos da constatação deste estudo de que ocorre um forte desbalanceamento do esforço acadêmico em investigar predominantemente resultados financeiros privados das estratégias socioambientais das empresas, sugere-se que sejam incentivados projetos de pesquisa que investiguem os resultados em outros ativos privados e mesmo públicos decorrentes da atuação de corporações privadas.

## Referências Bibliográficas

- ARTIACH, T. LEE, D. NELSON, D. WALKER, J. The determinantes of corporate sustainability performance. *Accounting and Finance*. pp. 31-51. 2010.
- BARNEY, J. B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*. pp. 99-120. 1991.
- BARNEY, J. B. Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*. pp. 643-650. 2001.
- BM&FBOVESPA. *O Valor do ISE: Principais estudos e as perspectivas dos investidores*. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/O-Valor-do-ISE.pdf>>.
- BREI, V. A; VIEIRA, V. A; MATOS, C. A. Meta-análise em marketing. *Revista Brasileira de Marketing*, v. 13, n.2, p. 84-97, 2014.
- BURLAMAQUI, L. PROENÇA, A. *Inovação, Recursos e Comprometimento: em Direção a uma Teoria Estratégica da Firma*. Campinas: Revista Brasileira de Inovação, p. 79-111, v. 2, n.1. 2003. Disponível em: <<http://plutao.ige.unicamp.br/ojs/index.php/rbi/article/view/253/169>>
- CALLADO-MUÑOZ, F. J; UTRERO-GONZÁLEZ, N. Do investors react to environmental friendly news? An analysis for Spanish capital market. *Corporate Ownership and Control*, v. 5, n. 2, p. 315-321, 2008.
- CARROLL, A. B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business Society*. pp. 268-295. 1999.
- CARVALHAL, A. TAVARES, E. Does social responsibility enhance firm value and return in Brazil? *Corporate Ownership & Control*. pp. 253-257. 2013.
- CAVALCANTE, L. R. M. T. BRUNI, A. L. COSTA, F. J. M. *Sustentabilidade Empresarial e Desempenho Corporativo: Uma Análise do Mercado Brasileiro de Ações*. In: Encontro da ANPAD, n. 31. Rio de Janeiro. 2007. Disponível em: <[http://www.infinitaweb.com.br/albruni/artigos/a0713\\_Sustentabilidade.pdf](http://www.infinitaweb.com.br/albruni/artigos/a0713_Sustentabilidade.pdf)>
- CHEUNG, A. W. K. ROCA, E. The effect on price, liquidity and risk when stocks are added to and deleted from a sustainability index: Evidence from the Asia Pacific context. *Journal of Asian Economics*. pp. 51-65. 2013.
- CHEUNG, A. W. K. Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study. *Journal of Business Ethics*. pp. 145-165. 2011.
- CLARK, T. S. ALLEN, D. S. Shareholder Value from Sustainability Leadership: Comparing Valuation Ratios within Industry Groups. *International Research Journal of Finance and Economics*. pp.108-117. 2012.
- CONSOLANDI, C. JAISWAL-DALE, A. POGGIANI, E. VERCELLI, A. Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*. pp. 185-197. 2009.
- CUNHA, F. A. F. S. SAMANEZ, C. P. Performance Analysis of Sustainable Investments in the Brazilian Stock Market: A Study About the Corporate Sustainability Index (ISE). *Journal of Business Ethics*. pp. 19-36. 2013.

DISEGNI, D. M; HULY, M; AKRON, S. Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. *Social Responsibility Journal*, v. 11, n. 1, p. 131-148, 2015.

EUROSIF - EUROPEAN INVESTMENT FORUM. *European SRI Study 2012*. Bruxelas, 2012. Disponível em:

<[http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/1/eurosif%20sri%20study\\_low-res%20v1.1.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/1/eurosif%20sri%20study_low-res%20v1.1.pdf)>.

HART, S. L. A Natural-Resource-Based View of the Firm. *Academy of Management Review*. pp. 986-1014. 1995.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Administração Estratégica*. Tradução da 7ª edição norte-americana. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

JONES, T. M. Corporate social responsibility revisited, redefined. *California Management Review*, pp. 59-67. 1980.

KOTLER, P. KARTAJAYA, H. SETIAWAN, I. *Marketing 3.0*. 9ª tiragem. Rio de Janeiro: Editora Elsevier. 2010.

LAMEIRA, V. J. NESS JR, W. L. QUELHAS, O. L. G. PEREIRA, R. G. Sustentabilidade, Valor, Desempenho e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*. pp. 76-90. 2013.

LÓPEZ, M. V. GARCIA, A. RODRIGUEZ, L. Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*. pp. 285-300. 2007.

LOURENÇO, I. C. CASTELO BRANCO, M. Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. *Journal of Cleaner Production*. pp. 134-141. 2013.

MARCONDES, A. W. BACARJI, C. D. *ISE - sustentabilidade no mercado de capitais*. 1ª Edição. São Paulo: Report Editora. 2010.

MAROZVA, G. The performance of socially responsible investment funds: evidence from Johannesburg Stock Exchange. *Corporate Ownership & Control*. pp. 143-152. 2014.

OKOLI, C. SCHABRAM, K. A Guide to Conducting a Systematic Literature Review of Information Systems Research. *Sprouts: Working Papers on Information Systems*. 2010.

ORTAS, E. BURRITT, R. L. MONEVA, J. M. Socially Responsible Investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good? *Journal of Cleaner Production*. pp. 272-280. 2013.

PÄTÄRI, S. JANTUNEN, A. KYLÄHEIKO, K. SANDSTRÖM, J. Does Sustainable Development Foster Value Creation? Empirical Evidence from the Global Energy Industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. pp. 317-326. 2012.

ROBINSON, M. KLEFFNER, A. BERTELS, S. Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership. *Journal of Business Ethics*. pp. 493-505. 2011.

SCHAEFFER, R. BORBA, B. S. M. C. RATHMANN, R. SZKLO, A. CASTELO BRANCO, D. A. Dow Jones sustainability index transmission to oil stock market returns: A GARCH approach. *Energy*. pp. 933-943. 2012.



- SEARCY, C; ELKHAWAS, D. Corporate sustainability ratings: An investigation into how corporations use the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Cleaner Production*, v. 35, p. 79-92, 2012.
- SKARE, M. GOLJA, T. Corporate social responsibility and corporate financial performance – is there a link? *Economic Research*. pp. 215-242. 2012.
- SLAGER, R. *The FTSE4GOOD index: engagement and impact*. International Centre for Corporate Social Responsibility. University of Nottingham. 2012.
- SWIDLER, S. CRUTCHLEY, C. E. Do Corporate Boards Care About Sustainability? Should They Care? *Corporate Boards: Managers of Risk, Sources of Risk*. pp. 217-234. 2009.
- TSOUTSOURA, M. Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Berkeley: Center for Responsible Business - Working Paper Series*, 2004.
- WERNERFELT, B. A Resource-based View of the Firm. *Ann Arbor: Strategic Management Journal*, pp. 171-180. 1984.
- YOUNG, C. E. F., MAY, P. H., VINHA, V. G., ALMEIDA, F. *Tendências macroeconômicas e a geopolítica da competitividade global da sustentabilidade*. In: Relatório de sustentabilidade empresarial CEBDS, pp. 30-43. Rio de Janeiro. 2004. Disponível em: <[http://ww2.ie.ufrj.br/images/gema/Gema\\_Artigos/2004/YoungMayVinha\\_2004\\_CEBDS\\_Tendenciasmacrocompetitividade.pdf](http://ww2.ie.ufrj.br/images/gema/Gema_Artigos/2004/YoungMayVinha_2004_CEBDS_Tendenciasmacrocompetitividade.pdf)>.
- YU, M; ZHAO, R. Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, v. 23, n. 3, p. 289-307, 2015.
- ZIEGLER, A. Is it Beneficial to be Included in a Sustainability Stock Index? A Panel Data Study for European Firms. *Environmental Resource Economics*. pp. 301-325. 2012.