

5 Considerações finais

Através de métodos estatísticos, o grande objetivo desta dissertação foi determinar se o desempenho das empresas participantes do Índice de Sustentabilidade da Bovespa, ISE, foi melhor do que as empresas que não fazem parte deste índice.

Para tanto, foi necessário selecionar dentre as empresas que não compõem o indicador ISE e possuem ações na Bolsa de São Paulo um grupo que pudesse representar justamente a base comparativa, ou seja, o grupo NÃO-ISE. Além disto, pelo fato de o ISE ter sido criado em 2005, foi definido que o intervalo de tempo a ser estudado seria referente aos anos de 2003 a 2007, sendo possível analisar, portanto, o cenário antes e depois da criação do indicador.

A partir destes critérios, duas análises principais foram realizadas. A primeira, sintetizada pela Tabela Resumo (Tabela 70), diz respeito a um estudo dos resultados anuais das empresas ISE comparados com os das empresas NÃO-ISE, a partir de quatro indicadores previamente selecionados. Nesta análise, o objetivo foi testar se as empresas ISE apresentaram melhor desempenho do que as empresas NÃO-ISE, ano a ano. Os resultados mostraram que, para os indicadores de rentabilidade, ROE e ROA, o grupo ISE apresentou melhores resultados do que o grupo NÃO-ISE, para os anos de 2006 e 2007. No entanto, ao estender esta análise para os subgrupos, não foi possível identificar em qual setor específico este efeito aconteceu porque para eles, salvo algumas exceções, esta conclusão não pode ser repetida uma vez que, de maneira geral, a hipótese nula referente à igualdade entre as médias não pode ser rejeitada.

A segunda análise, Tabela 71, por sua vez, teve como objetivo captar alguma reação do mercado após a criação efetiva do indicador. Em outras palavras, pretendeu-se testar se as empresas ISE, após a criação do indicador e a sua entrada no índice, tiveram melhores desempenhos devido a este reconhecimento pela Bovespa. O mesmo teste foi realizado com as empresas NÃO-ISE para tentar visualizar alguma piora nos resultados ou influência pela

empresa não fazer parte deste índice. Mais uma vez, os resultados foram decepcionantes. Com exceção do setor de utilidade pública, a maior parte dos setores não teve diferenças nos resultados, não sendo possível rejeitar a hipótese nula de igualdade entre as médias.

Estas duas análises evidenciam, portanto, que neste momento, o fato de uma empresa fazer parte do ISE ou não ainda não gerou diferença nos resultados. Cabe mencionar que esta dificuldade de se medir os resultados da sustentabilidade em termos financeiros não é de hoje.

Para Kassai (2007), o conceito de sustentabilidade somente será revertido em dinheiro para as empresas e acionistas na bolsa de valores se os gestores encararem a sustentabilidade como ponto central do negócio, no sentido de buscar a prosperidade no longo prazo.

Neste sentido, apesar de diversas metodologias hoje já desenvolvidas, O'Sullivan (2006) acredita que para que os diretores de empresas realmente invistam nos programas voltados à sustentabilidade, é necessário que eles consigam ver algum ganho financeiro efetivo.

Lo e Sheu (2007), ao contrário dos resultados aqui obtidos, encontraram evidências que indicaram que o fato de ser sustentável aumenta o valor de mercado das empresas, uma vez que estratégias de desenvolvimento sustentáveis são avaliadas pelos investidores de forma positiva no mercado financeiro.

Infelizmente, através desta análise de comparação de empresas sustentáveis contra empresas "não-sustentáveis", não foi possível estabelecer este retorno quantitativo desejado, muito pelo contrário. Os resultados obtidos foram bastante semelhantes para os dois grupos.

Cabe mencionar, no entanto, que estas conclusões podem ter sido influenciadas por uma série de dificuldades encontradas ao longo desta dissertação, dentre elas, o fato de não se analisar o porquê da não inclusão de determinadas empresas no ISE e o reduzido tamanho das amostras selecionadas. Como cada um dos subgrupos está representado por um número limitado de empresas, variando de três a treze empresas no grupo ISE e de uma a quatorze empresas no grupo NÃO-ISE, isto pode acabar não refletindo a realidade do setor escolhido, mas apenas de um grupo pouco representativo deste setor. Outro ponto relevante foi o fato de a normalidade dos dados ter sido constatada apenas para

metade dos testes realizados apesar de terem sido feitos testes paramétricos para todos os casos, como forma de simplificação da pesquisa.

Além disto, existem algumas críticas ao próprio indicador que podem ter levado a estes resultados. Por se tratar de um questionário a ser respondido voluntariamente pelas empresas, pode acontecer de empresas simplesmente não terem tido interesse em responder às perguntas, não significando, que a empresa não é sustentável. Uma outra questão que merece destaque é o fato de os motivos de exclusão ou não aceitação de empresas não serem amplamente divulgados pelo mercado ou para a própria empresa de modo a garantir um critério único de inclusão das empresas. Neste caso, visando uma maior transparência deste processo, deveriam ser também explicitados os pesos utilizados para cada critério no questionário e que o processo de avaliação passasse por auditorias externas. Por último, o ISE poderia criar questões diferentes por setores de maneira a considerar especificidades de cada setor e não privilegiar empresas se determinados segmentos. Hoje a diferenciação ocorre apenas para o setor financeiro e na avaliação da dimensão ambiental para os setores de alto e médio potencial de impacto.

Mais uma vez, é necessário ressaltar que o estudo aqui desenvolvido não conclui que as empresas sustentáveis possuem os mesmos resultados que as empresas não-sustentáveis, de maneira geral. A análise foi baseada apenas na classificação ISE, sendo atribuído como grupo NÃO-ISE as empresas que não compõem o indicador. Desta forma, trata-se de uma abordagem específica para este caso em questão, não cabendo, portanto quaisquer outras conclusões que extrapolem este objeto de estudo e esta amostra selecionada. Além disto, as empresas que formaram o grupo NÃO-ISE foram escolhidas com base na liquidez e outros critérios estabelecidos na dissertação, podendo trazer resultados distintos caso seja feita uma nova seleção e análise com outras empresas.

Outro fator bastante crítico e que pode vir a corroborar as conclusões aqui apresentadas é o estágio ainda prematuro das empresas no que diz respeito à inclusão do tema sustentabilidade na estratégia corporativa. O conceito é novo e sua implantação implica uma mudança de cultura de toda a organização, incluindo desde a alta gerência até os níveis mais inferiores (Dias, 2007). Neste caso, ainda é necessário que as empresas encontrem a sua própria estratégia e ramo de atuação para investimento adequado das suas ações (O'Sullivan, 2006). Para Feder (2007),

a adoção efetiva de um modelo que harmonize as esferas econômica, social e ambiental (*triple bottom line*) não será concretizada tão cedo. Pode ser, portanto, que o tempo de maturação do tema ainda não foi suficiente para gerar o reflexo esperado nos resultados das empresas. Desta forma, espera-se que, ao longo dos anos e com o conceito de sustentabilidade cada vez mais consolidado, seja possível uma apuração real de valor obtida pelo desempenho das empresas e pela percepção do mercado.

Paralelo a esta crítica, deve-se mencionar também o grau ainda baixo de governança no Brasil. Apesar de algumas ações no sentido de aprimorar o debate sobre o tema, o Brasil ainda conta com a concentração do controle acionário, com baixa efetividade dos Conselhos de Administração e com a alta sobreposição entre propriedade e gestão. A identificação destes três fatores, apesar de negativos para a adoção dos princípios, demonstra um vasto campo ainda a ser explorado para a completa difusão e aplicação dos conceitos de Governança Corporativa (IBGC, 2008).

Diversos estudos podem ser desdobrados acerca do tema desta dissertação. Como primeira sugestão para pesquisas futuras, deve-se mencionar a inclusão de novos indicadores e parâmetros na análise, dentre eles a variação do *market share* das empresas e a variação do preço das ações dos dois grupos estudados. Além disto, de forma a evitar a necessidade do tratamento dos dados e a influência de empresas com lucros negativos, pode ser adotado como parâmetro a razão preço da ação sobre o EBITDA ao invés do preço / lucro adotado nesta pesquisa.

Um outro aspecto não abordado nesta dissertação e de bastante interesse para os estudiosos do assunto seria o estudo dos motivos que levaram algumas empresas, mesmo conhecidas por ações sustentáveis, não participarem do índice e também a separação do grupo NÃO-ISE em um grupo efetivamente poluidor e prejudicial à sociedade por ações repetidamente não sustentáveis e em outro grupo que apesar de não participar do índice, pratica ações responsáveis.

Outra análise interessante, já abordada por alguns, é a análise do retorno do ISE com outras carteiras do mercado financeiro. Neste aspecto, pode-se conferir se a carteira formada pela Bovespa tem apresentado efetivamente melhores resultados quando comparada com outros índices financeiros e carteiras de investimentos.

Ainda nesta linha de estudo, pode-se testar também tanto se o volume negociado das ações das empresas ISE aumentou quanto se a volatilidade dos preços das ações reduziu a partir da criação e divulgação do índice na Bolsa de Valores de São Paulo.

Finalmente, a qualquer tempo pode ser realizada uma atualização deste estudo de modo a se verificar se com o passar dos anos e mais tempo para se refletir nos resultados das empresas, a criação do indicador ISE realmente agregou valor às companhias participantes no que diz respeito a indicadores financeiros e rentabilidade.

Estas pesquisas certamente ajudariam a definir o retorno dos investimentos em sustentabilidade, a identificar empresas não sustentáveis e as principais conseqüências também financeiras nesta postura, a auxiliar os estudiosos e criadores do ISE em uma possível revisão dos critérios, assim como a estabelecer para o mercado a importância dos investimentos nesta área, valorizando os índices adequados de sustentabilidade. A partir de tudo isto, talvez seja finalmente possível mensurar quanto a participação em um indicador sólido de sustentabilidade pode agregar aos resultados financeiros de uma empresa reconhecidamente sustentável.