

SUSTENTABILIDADE E RETORNO NO MERCADO BRASILEIRO DE AÇÕES

Lucas Hideo Era¹; Prof. Dr. Alexandre Ripamonti²

Estudante do Curso de Administração de Empresa - e-mail lucashideoera@hotmail.com¹

Professor da Universidade de Mogi das Cruzes - e-mail alexandre@arpc.com.br²

Área do Conhecimento: Finanças

Palavras-chave: Eficiência de Mercados; Sustentabilidade; Retorno.

INTRODUÇÃO

A hipótese de eficiência de mercados prediz que o preço das ações negociadas em bolsa de valores reflete toda informação histórica, pública ou privada do sistema econômico (Fama, 1970; 1991). No mesmo sentido é a hipótese das expectativas racionais de Muth (1961), pela qual os agentes econômicos se utilizam de toda informação existente no sistema econômico, que tal informação é escassa, não pode ser desperdiçada e os preços de ações são função de tal informação.

As informações sobre as práticas de sustentabilidade de uma corporação constituem, obviamente, perspectivas de geração de retornos futuros e, por esta razão, deveriam ser refletidas nos preços das respectivas ações, embora as evidências empíricas possam se demonstrar desfavoráveis à teoria dos *Stakeholders* (Tirole, 2005). Os estudos de Capareli (2010) e Artuso *et al* (2012) observaram a associação positiva e significativa entre retorno e informações de sustentabilidade. No sentido contrário, Nunes *et al* (2011) observaram que não há associação entre a sustentabilidade e o retorno proporcionado.

OBJETIVO

O trabalho pretende examinar a associação entre a sustentabilidade e o retorno proporcionado pelas ações de corporações listadas na BM&F Bovespa e que pertençam ao índice de sustentabilidade empresarial (ISE).

De maneira geral, a pesquisa pretende examinar os efeitos das informações sobre sustentabilidade no preço das ações negociadas em bolsa de valores, de forma a verificar se as empresas tidas como responsáveis socialmente oferecem maior retorno aos seus acionistas.

Especificamente, a pesquisa testará a hipótese nula de associação negativa entre retorno e sustentabilidade, discutirá o impacto da divulgação das informações de sustentabilidade sobre o retorno das corporações.

Pesquisará e testará também as possibilidades de conciliação entre os benefícios para a comunidade e o retorno para os acionistas das corporações.

METODOLOGIA

O conceito de retorno foi medido pela diferença de preço de uma ação em dois períodos. Para medir a sustentabilidade, foi utilizada uma variável *dummy* indicando a participação no índice ISE.

Adicionalmente, o modelo também conterà uma combinação entre retorno e sustentabilidade, de modo a aferir o impacto diferencial da informação de sustentabilidade sobre o retorno. Os resultados serão controlados por variáveis

tradicionalmente relacionadas à geração de retorno, tais como conjunto de oportunidade de crescimento, tamanho e endividamento.

A amostra é composta de todas as corporações não financeiras listadas no Ibovespa, no período de 1986 a 2014. Os dados foram analisados em painel (Asteriou & Hall, 2011), testando-se a hipótese nula de associação negativa entre retorno e sustentabilidade. Foram realizados todos os testes relacionados às premissas de regressão linear, bem como de quebras estruturais e de diagnósticos de painel, sendo que os coeficientes de painel por efeitos fixos se demonstraram os mais consistentes e não visados.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

A hipótese nula de associação negativa entre retorno e sustentabilidade foi rejeitada, quando utilizada a variável dependente retorno, de forma consistente à teoria de eficiência de mercados.

Tabela 1 – Retorno e ISE

Modelo 1: Efeitos-fixos, usando 2642 observações

Incluídas 62 unidades de corte transversal

Comprimento da série temporal: mínimo 8, máximo 95

Variável dependente: RET	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
Const	1,2095	0,111671	10,831	<0,00001	***
ISE	-1,06166	0,0573123	-18,5241	<0,00001	***
ISE_RET	0,986794	0,0532885	18,518	<0,00001	***
M_B	1251,27	551,674	2,2681	0,0234	**
SIZE	-0,00789726	0,00725801	-1,0881	0,27666	
D_E	-0,0353428	0,0044479	-7,9459	<0,00001	***
Média var. dependente	1,041547	D.P. var. dependente		0,281872	
Soma resíd. Quadrados	176,9666	E.P. da regressão		0,262154	
R-quadrado	0,156629	R-quadrado ajustado		0,135013	
F(66, 2575)	7,245831	P-valor(F)		2,07E-57	
Log da verossimilhança	-177,7361	Critério de Akaike		489,4722	
Critério de Schwarz	883,3847	Critério Hannan-Quinn		632,0801	
Rô	0,127252	Durbin-Watson		1,668727	

O mesmo não ocorre quando analisado o preço ou a sua primeira diferença. O sentido da associação permanece negativa apenas para ISE e positiva para a dummy de ISE e retorno.

Tais evidências podem se dever a alguns fatores. O primeiro deles é o de que a variável independente retorno não seja adequada para a análise. Também, a carteira ISE é recente, enquanto a amostra foi iniciada em 1986. Por fim, a variável preço seria explicada por outras variáveis, enquanto a participação no ISE se associa apenas com uma parte da variação do preço e não exatamente com ele.

No mesmo sentido é a inconsistência dos resultados à teoria de expectativas racionais, uma vez que o preço ou sua primeira diferença não foram explicados pela participação no índice de sustentabilidade.

Os resultados em relação ao preço apresentam consistência aos resultados de Nunes et al (2011).

CONCLUSÕES

A rejeição da hipótese nula de associação negativa entre retorno e sustentabilidade foi observada apenas no modelo em que o retorno foi utilizado como variável dependente.

Quando utilizado diretamente o preço ou sua primeira diferença, a hipótese nula não é rejeitada, de forma inconsistente ao referencial teórico do trabalho.

Esta pesquisa possui limitações, quanto ao incremento da literatura e à segregação da amostra, para examinar se a não rejeição da hipótese se mantém para corporações de diferentes características.

Todavia, é possível considerar que a sustentabilidade não seria um diferencial para a precificação de ativos do mercado de ações, mas apenas para uma parte de sua variação, o que já teria sido indicado no campo da teoria dos stakeholders.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARTUSO, S. B., Sanches, M. V., Polo, E. F., & Junior, M. M. (2012). Empresas Sustentáveis geram mais Valor aos seus Acionistas? *XV SEMEAD*.

CAPARELLI, C. E. (2010). Sustentabilidade e retorno ao acionista: um estudo sobre o índice de sustentabilidade empresarial. *XIII SEMEAD*.

FAMA, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 383-416.

FAMA, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46, 1575-1617.

MUTH, J. F. (1961). Rational Expectations and the theory of price. *The Econometric Society*, 315-334.

NUNES, T. C., Nova, S. P., & Junior, E. B. (2011). As empresas sustentáveis são realmente mais rentáveis? E o seu nível de risco é diferente das demais? *XIV SemeAd*.

Rasekhi, S., Shahrazi, M., & Abounoori, E. (2012). An investigation of Forex market efficiency based on detrended. *Physica A*, 3171-3179.

TIROLE, J. (2005). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.