

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS.
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

KAMILA ANALHA MILHOMEM MENDONÇA

**SUSTENTABILIDADE: ANÁLISE DA LIQUIDEZ DINÂMICA MÉDIA ENTRE
EMPRESAS BRASILEIRAS ISE E NÃO ISE**

GOIÂNIA

2018

Prof. Dr. Edward Madureira Brasil
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Profa. Dra. Flávia Aparecida de Oliveira
Pró-reitora de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Kleber Domingos, de Araújo
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

KAMILA ANALHA MILHOMEM MENDONÇA

**SUSTENTABILIDADE: ANÁLISE DA LIQUIDEZ DINÂMICA MÉDIA ENTRE
EMPRESAS BRASILEIRAS ISE E NÃO ISE**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Ercílio Zanolla.

GOIÂNIA

2018

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Mendonça , Kamila Analha Milhomem
Sustentabilidade: Análise da Liquidez Dinâmica Média entre Empresas Brasileiras ISE e Não ISE [manuscrito] / Kamila Analha Milhomem Mendonça . - 2018.
xxxii, 32 f.

Orientador: Prof. Dr.Ercílio Zanolla.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2018.
Apêndice.
Inclui lista de tabelas.

1. Liquidez Dinâmica. 2. Sustentabilidade . 3. ISE. 4. Desempenho.
I. Zanolla, Dr.Ercílio , orient. II. Título.

CDU 657

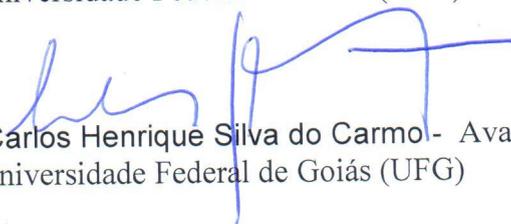
KAMILA ANALHA MILHOMEM MENDONÇA

SUSTENTABILIDADE: ANÁLISE DA LIQUIDEZ DINÂMICA MÉDIA ENTRE
EMPRESAS BRASILEIRAS ISE E NÃO ISE

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Ercílio Zanolla - Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 03 de julho de 2018.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pela oportunidade de realização de um sonho, pelo seu direcionamento nesta caminhada e pelo consolo nos momentos de dificuldades e desânimo. A minha mãe Lenir Milhomem Monteiro pelo apoio, pelos ensinamentos e pelo amor e carinho ao longo desta caminhada. Ao meu irmão Charles Milhomem Mendonça pelos momentos de ajuda e cumplicidade.

Aos meus amados amigos de infância, Rodrigo, Dannilo, Adriely, Paulo e Bianka, por estarem ao meu lado desde o início até o final desta etapa. As amizades novas, Raquel, Naiane, Iviane e Raize que compartilharam comigo tantos momentos de alegria, perseverança e esforços nas várias madrugadas de estudos. Principalmente a minha querida amiga Raquel, quem mais vivenciou estes momentos comigo. E aos demais amigos Leonan, Tathielly e Thayssa meu muito obrigada.

Agradeço a todos os professores do curso de contabilidade pelo conhecimento transmitido, pela paciência e socorro em momentos de dificuldades, a equipe da administração da FACE. E a Universidade Federal de Goiás que tenho orgulho de fazer parte.

Em especial agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Ercilio Zanolla, pelo conhecimento ensinado, pela sabedoria em cada explicação, pelo seu profissionalismo exemplar e pela pessoa carismática que é.

RESUMO

O estudo teve como objetivo verificar se há diferença na Liquidez Dinâmica média em empresas Brasileiras sustentáveis e não sustentáveis. A seleção dos setores e das empresas da amostra foi realizada a partir do Índice De Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&BOVESPA. Os segmentos analisados foram de Energia Elétrica, Papel e Celulose e Alimentos (carne e derivados) durante o período de 2012 a 2017, sendo um total de 37 empresas. Para verificar e analisar a diferença entre as médias da Liquidez Dinâmica foi utilizado o teste estatístico de diferenças de médias. Os resultados apresentaram que existe diferença da Liquidez Dinâmica de empresas sustentáveis e não sustentáveis e verificou-se melhor desempenho em empresas não sustentáveis.

Palavra-chave: Liquidez Dinâmica. Sustentabilidade. ISE. Desempenho.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição da Amostra 2012 a 2017	18
Tabela 2 - Variáveis Utilizadas na Amostra - LD	18
Tabela 3 - Estatística Descritiva – LD 2012 a 2017	19
Tabela 4 - Estatística Descritiva - LD 2012 a 2017 - Segmentos	20
Tabela 5 - Testes Estatísticos	21

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	6
1.1 PROBLEMA.....	8
1.2 OBJETIVO	8
1.3 JUSTIFICATIVA	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO	9
2.1 SUSTENTABILIDADE.....	9
2.2 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE).....	10
2.3 LIQUIDEZ TRADICIONAL	11
2.4 LIQUIDEZ DINÂMICA	13
2.5 ESTUDOS SOBRE DESEMPENHO E SUSTENTABILIDADE.....	14
3 METODOLOGIA.....	16
3.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	16
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	18
4.1 ANÁLISES DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA	19
4.2 RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIAS	21
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	23
REFERÊNCIAS.....	24
APÊNDICE A - LISTAGEM DAS EMPRESAS DA AMOSTRA.....	28

1 INTRODUÇÃO

Observa-se a preocupação com a sustentabilidade desde tempos atrás. Na conferência de Estocolmo em 1972 (*UN Conference on the Human Environment*) destacou-se a necessidade de reaprendizado em relação ao meio sustentável, mas somente na Conferência das Nações Unidas sobre o Desenvolvimento e Meio Ambiente (Rio-92) passou-se a dar maior importância ao tema (MAKHAILOVA, 2004).

Em 1987 foi apresentado o conceito de desenvolvimento sustentável propondo “que, para ser sustentável, é necessário criar mecanismos que atendam às necessidades do presente sem impedir as gerações futuras de suprirem suas próprias necessidades” (BM&BOVESPA, 2016).

Assim em 2002 foi realizada a Cúpula Mundial, que conceituou desenvolvimento sustentável como “a melhoria da qualidade de vida de todos os habitantes do mundo sem aumentar o uso de recursos naturais além da capacidade da Terra” (MAKHAILOVA, 2004, p. 27).

Para Colombo (2014) a sustentabilidade possui três principais pilares: social, econômico e ambiental, utilizando-os de forma eficiente e inter-relacionada. Nesse sentido Lourenço e Carvalho (2013) descrevem que estes três pilares avaliam o desempenho da organização em relação as dimensões econômicas, sociais e ambientais e ainda relatam que uma organização para crescer e criar valor aos seus acionistas precisam considerar os pilares da sustentabilidade.

Para Coral (2002) em um mercado competitivo, as empresas buscam resultados financeiros, espaço no mercado e principalmente, continuidade de suas atividades e sobrevivência. Em busca desta sobrevivência e em meio aos demais fatores para sua continuidade muitas empresas estão se aliando ao meio sustentável e pode-se observar que um dos fatores é a cobrança por parte da sociedade para diminuir o impacto negativo causado ao ambiente.

Moraes et al. (2014) argumentam sobre o mercado de capitais e as mudanças nesse cenário, sendo que investidores estão à procura de investir em empresas que são sustentáveis. Os autores dissertam que companhias sustentáveis possuem a capacidade de gerar valor no longo prazo e superarem situações adversas.

No cenário exposto, onde tanto investidor como a sociedade estão preocupados com a sustentabilidade, criou-se índices de ações sustentáveis para mensurar o comprometimento das empresas com a responsabilidade social.

Segundo Moraes et al. (2014) nos Estados Unidos, em 1999, foi criado índice *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI). No Brasil no ano de 2005 a Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo (BM&BOVESPA) desenvolveu o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) (BM&BOVESPA, 2016).

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) tem o objetivo de transparecer ao mercado o desempenho das empresas que adotam a gestão de sustentabilidade. A primeira carteira do ISE foi formada por 34 ações de 28 empresas que foram submetidas a avaliações e consideradas as mais desenvolvidas em desempenho de sustentabilidade empresarial (MARCONDES; BACARJI, 2010, p. 18).

Para Machado, Machado e Corrar (2009) existem vários estudos voltados à investimentos responsáveis socialmente e sobre o desempenho financeiro de empresas sustentáveis e não sustentáveis. Rezende et al. (2007, p. 6 apud MACHADO et al., 2009, p. 28) aponta se esses investimentos apresentam: “desempenho melhor, pior ou semelhante aos outros investimentos convencionais, que não utilizam os critérios sociais, ambientais e de governança corporativa como seleção dos melhores papéis”.

Em corroboração Guimaraes, Rover e Ferreira (2018) descrevem haver duas opiniões a respeito do desempenho de empresas sustentáveis, de um lado os pesquisadores que defendem que há sim melhoria do desempenho financeiro ao longo prazo e, do outro lado, os que defendem que não há diferença alguma no desempenho dessas empresas. Os autores, ainda, afirmam que além de não enxergar vantagem, está prática sustentável acarreta no aumento dos custos.

Uma das formas de avaliar o desempenho das empresas é através da liquidez, especialmente a Liquidez Dinâmica, que difere da tradicional por contemplar o dinamismo dos investimentos operacionais, em clientes e estoques, e dos recursos advindos dos fornecedores. Assim, esse índice é alternativo a mensuração da liquidez tradicional (ZANOLLA, 2014).

A LD concentra-se na dinâmica do giro dos elementos do capital de giro e, assim, expressa a eficiência da gestão financeira operacional com impactos no desempenho (ZANOLLA, 2014).

1.1 PROBLEMA

Busca-se responder a seguinte questão: Há diferença na liquidez dinâmica média entre empresas ISE e não ISE listadas na BM&BOVESPA?

1.2 OBJETIVO

Tem - se como objetivo verificar e analisar a liquidez dinâmica média em empresas ISE e não ISE listadas na Bovespa no período de 2012 a 2017.

1.3 JUSTIFICATIVA

Farias (2008) explica que o desenvolvimento econômico pode ser afetado pelo desempenho ambiental e ainda pontua a existência de controvérsias em relação a respostas de investidores em optar por investir no sustentável. O autor afirma que os investidores têm a percepção de que investindo no sustentável haveria uma diminuição na lucratividade e no retorno.

De outro lado, para Rezende, Nunes e Portela (2008) a principal indagação em estudos sobre o desempenho em empresas sustentáveis está na eficiência de sua performance. Os autores afirmam que empresas sustentáveis podem ter o desempenho “melhor, pior ou semelhante” as demais organizações, predominando, vários resultados semelhantes.

Neste sentido, o presente estudo tem como contribuição reportar tanto a importância da sustentabilidade para as empresas e a sociedade como também analisar o desempenho nas empresas sustentáveis e não sustentáveis através da liquidez dinâmica. Ademais, a LD capta a eficiência na gestão dos elementos do capital de giro e, assim proporciona resultados mais consistentes e sensíveis a real posição que a empresa se encontra.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 SUSTENTABILIDADE

A Comissão Mundial de Meio Ambiente e Desenvolvimento dirigido pela Gro Harlem Brundtland Ex-primeira Ministra da Noruega elaborou várias reuniões pautadas no assunto sobre o meio ambiente e desenvolvimento (ARAÚJO et al., 2006).

Porém, somente em 1987 foi criado o relatório conhecido como “Nosso Futuro Comum” (ARAÚJO et al., 2006), que abordou assuntos como: o uso e ocupação da terra, fornecimento de água, serviços sociais e o crescimento urbano. Destacou, ainda, a necessidade de mudança no desenvolvimento econômico referente a diminuição dos recursos naturais como o intuito de reduzir os danos causados ao meio ambiente (BARBOSA, 2008).

O termo sustentabilidade descrito no relatório “Nosso Futuro Comum” é conceituado como “mecanismos que atendam às necessidades do presente sem impedir as gerações futuras de suprirem suas próprias necessidades” (BM&BOVESPA, 2016). No entanto, o conceito de sustentabilidade abrange vários significados, além de procurar promover satisfação no presente, aos pobres e a preocupação com as gerações futuras (ARAÚJO et al., 2006).

Porém, para gestores e administradores a sustentabilidade possui outro significado, quando utilizada como plano de marketing. Assim, passando uma imagem positiva da empresa para seus funcionários, concorrentes, clientes, organizações não governamentais, etc. (CLARO; CLARO; AMÂNCIO, 2008).

Todavia o envolvimento destas empresas com questões ambientais e sociais pode ser vistas também como oportunidade para os investidores, clientes, fornecedores e ao meio, como por exemplo, a mudança na posição das empresas em minimizar os efeitos negativos de sua produção à degradação natural, fator positivo ao meio ambiente (CLARO; CLARO; AMÂNCIO, 2008).

O crescimento das empresas é algo que não pode ser evitado. No entanto, é preciso que tenha solidez produzir cada vez mais, sem degradação, com consciência e menor consumo, pois, os recursos utilizados são limitados (ARAÚJO et al., 2006). Costa (2007) corrobora que com a redução de desperdícios e de matéria prima obtém-se um resultado positivo. O autor afirma que investir no desempenho ambiental traz uma boa imagem para a empresa e uma melhor posição no mercado e como consequência aumento no valor da organização.

Contudo para Lameira (2013) há dois grupos de empresas, as que se preocupam com o ambiente, empresas sustentáveis, e as que não demonstram nenhum interesse ao meio ambiente. As empresas preocupadas com o ambiente necessitam colocarem suas ideias em prática e para isso é necessário investir. Por outro lado, segundo o autor estes investimentos poderiam ser direcionados para a produção e venda, aumentando seus lucros e não para benefício do ambiente e social, pois deslocando esses recursos para o âmbito social e ambiental estas empresas estão propensas a ter em desempenho menor.

2.2 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE)

O primeiro índice de sustentabilidade foi criado em 1999 e chamado *Dow Jones Sustainability Indexes* (DJSI). O segundo foi criado em 2001 em Londres o FTSE4Good. O terceiro, o JSE foi criado em 2003 na África do Sul. O quarto é Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa foi criado em 2005 (MARCONDES; BACARJI, 2010).

O ISE criado pela Bovespa conta com a participação da ABRAPP, ANBID, APIMEC, IBGC, IFC, Instituto Ethos e o Ministério do Meio Ambiente (MACHADO, 2009) e tem como objetivo a participação de empresas com responsabilidade social e com a sustentabilidade no período de longo prazo e com boas práticas (MACEDO et al., 2007).

A composição do ISE é de empresas listadas na BM&BOVESPA que tem as melhores práticas de gestão empresarial e melhor posicionamento em sustentabilidade. A missão do ISE se caracteriza em incentivar as práticas sustentáveis e fornecer apoio aos investidores nas decisões de investimentos sustentáveis (MACEDO et al., 2012, p. 6).

Segundo a BM&BOVESPA (2015) as empresas devem seguir alguns critérios para serem incluídas no grupo ISE, que são: ocupar entre as 200 primeiras posições de ações mais negociadas, maior Índice de Negociabilidade (IN) no período de vigência de três carteiras, ter 50% de negociação em pregão com vigência e três carteiras anteriores, não serem qualificadas no grupo de “Penny Stock”¹, cumprir com os critérios de sustentabilidade e serem aceitas pelo Conselho Deliberado do ISE (CISE). Ainda, as empresas passam por um processo de seleção. A seleção tem como base as respostas que as empresas forneceram através de um questionário desenvolvido pela GVces (Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas).

¹ “Penny Stock” são ativos que possuem uma cotação inferior a R\$ 1,00 (um real).

O questionário é definido por questões com diversos parâmetros sustentáveis, cujas respostas devem ser comprovadas com documentos (ISE, 2014).

Destaca-se, ainda, que são disponíveis três categorias para participar do ISE, sendo **a) Elegível** - esta categoria permite a participação na carteira ISE cobrando-se todo o procedimento, sendo a entrega do questionário e dos documentos comprobatórios das respostas; **b) Treineira** - nesta categoria as empresas participam parcialmente do processo de seleção e respondem ao questionário, mas não são obrigadas a entregar os documentos comprobatórios; e **c) Simulado** - este é liberado a participação de todas as empresas listadas na B3², que podem responder aos questionários anteriores, e posteriormente, é mandado um relatório com dados quantitativos sobre seu desempenho em relação ao ano respondido (ISE, 2014).

No entanto, o sistema de critérios de seleção da BM&BOVESPA para fazer parte da carteira do ISE é fortemente criticado por Marcovitch (2012), sendo considerado limitado, pois é usado apenas as informações passadas pelas empresas através dos questionários e não utiliza-se das informações do público, ainda descreve que o ISE deve procurar ser mais objetivo e apresentar métodos para a mensuração do desempenho. O autor também descreve a importância de apresentar oportunidades as empresas de médio e pequeno porte na entrada da carteira, sendo uma oportunidade para demonstrar se podem ou não crescer em práticas sustentáveis, além da possibilidade de permanecer no índice devido ao conhecimento da metodologia da seleção e possuírem uma estrutura interna sólida.

2.3 LIQUIDEZ TRADICIONAL

O conceito de liquidez é definido por Villaça (1969, p. 34) como “a propriedade de um ativo, governada pela relação entre o tempo e o preço alcançado, considerando-o livre de todos os custos decorrentes da venda”.

Para Amado (2004, p. 502) a liquidez é a transformação deste ativo em outra mercadoria rapidamente. Ainda esclarece que a liquidez possui dois componentes: “o primeiro refere-se à velocidade de transformação, e o segundo à capacidade de manter valor quando esta velocidade é infinita”.

² Empresas listadas na B3 possuem características de empresas de infraestrutura de mercado financeiro de classe mundial. B3 é resultado da junção das atividades da BM&FBOVESPA e CETIP prestadora de serviços financeiros de balcão organizado (BM&FBOVESPA, 2016).

É nesse sentido, que a liquidez é importante para medir o desempenho e a continuidade da empresa (ZANOLLA, 2014), e ainda demonstra a capacidade da empresa para pagar suas dívidas cumprindo com suas obrigações (ASSAF NETO, 2012, p. 47).

Fonseca e Ceretta (2012) relatam que para uma empresa ter uma posição econômica e financeira estável é necessário manter equilibrada sua liquidez. Os autores ainda descrevem que as empresas que tem definida a relação dos recursos de curto e longo prazo encontram-se com maior possibilidade de serem bem-sucedidas e, em posição melhor que suas concorrentes. Assim, observa-se que o capital de giro tem grande impacto no equilíbrio financeiro e no sucesso das empresas (MODRO; FAMÁ; PETROKAS, 2012, p. 91).

Portanto o capital de giro pode ser considerado o alicerce da gerência financeira. Seu gerenciamento deve ser feito de maneira eficaz a ponto de existir harmonia entre suas aplicações e as de terceiros (SILVA, 2002).

Capital de giro é “o volume de recursos de longo prazo (exigibilidade e patrimônio líquido) que se encontra financiando os ativos correntes (de curto prazo) ” (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 5) ou “a parcela de ativos de longo prazo utilizada nas atividades operacionais da empresa, após os descontos da parcela destinada aos ativos fixos” (FONSECA; CERETTA, 2012, p. 205).

Para Sato (2007) a liquidez tradicional utiliza-se de indicadores econômico-financeiros calculados com valores encontrados nos demonstrativos contábeis que tem como enfoque verificar a capacidade da empresa em cumprir com suas obrigações. Deste modo, a liquidez liga-se ao aspecto da solvência ou a capacidade que a empresa tem de pagar suas dívidas em caso de encerramento das suas atividades. Neste sentido, “quanto mais líquido for o negócio, menor é a possibilidade de que venha a se encontrar em uma situação de insolvência” (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2002, p. 58).

Os indicadores de liquidez indicam a situação financeira da empresa em relação aos compromissos obtidos, sendo eles, Liquidez Seca, Liquidez Corrente e Liquidez Geral e Liquidez Imediata. No entanto, as variáveis contábeis que compõem esses indicadores muitas vezes são realizadas em tempos diferentes e, assim, retratam apenas a situação estática da empresa. Na literatura encontram-se várias críticas em relação a esses indicadores (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012).

Um modelo alternativo é a LD que tem como foco o dinamismo e o giro dos principais elementos do capital de giro. Sendo também “um indicador que pode ser definido e monitorado conforme a necessidade e interesses da empresa ou do gestor” (ZANOLLA, 2014, p. 131).

2.4 LIQUIDEZ DINÂMICA

A liquidez tradicional é mensurada por valores estáticos do balanço patrimonial. Assim, ao não atender o conceito de liquidez, como definido por Villaça (1969) e, Amando (2004), não capta a dinâmica do capital de giro. Desta forma, mostra uma situação financeira não real (ZANOLLA, 2014) e, com isso, pode induzir o gestor a tomar decisões equivocadas.

Para Assaf Neto e Silva (2012, p. 8) uma adequada administração do capital de giro consiste em um contínuo giro no circulante, tendo um fluxo mais dinâmico em suas atividades, proporcionando a empresa menor utilidade do imobilizado como forma de “capital no ativo circulante” e como consequência melhor rentabilidade. Portanto o capital de giro possui grande relevância para o desempenho operacional da empresa.

Destarte a liquidez “está em função da atividade operacional da empresa através dos principais elementos de capital de giro” (ZANOLLA, 2014, p. 78), clientes, estoque e fornecedores. Assim destaca-se que estas variáveis e seus respectivos giros tem influência a mensuração da liquidez. Portanto, para atender ao seu conceito, a mensuração da liquidez deve contemplar o giro dos elementos operacionais de maior representação. Esse modelo de mensuração é denominado de Liquidez Dinâmica – LD conforme equação (1):

$$LD = \frac{\left(C - \frac{C}{gc}\right) + \left(E - \frac{E}{ge} - \frac{E}{gc}\right)}{F - \frac{F}{gf}}$$

Onde:

C = Clientes

gc = giro dos clientes

E = Estoques

ge = giro dos estoques

F = Fornecedores

gf = giro de fornecedores

Nesse sentido, a LD possui coerência com a teoria ao captar sua mensuração conforme conceito de liquidez, o grau de conversibilidade de ativos é considerado. Em decorrência disso, o modelo LD pode ser considerado confiável e de mensuração fidedigna, pois abrange os principais elementos e a dinâmica do capital de giro (ZANOLLA, 2014, p. 130). Assim, diante do exposto formula-se a seguinte Hipótese de Pesquisa, H1: As empresas ISE apresentam liquidez dinâmica média diferente que as empresas não ISE listadas na BM&BOVESPA.

2.5 ESTUDOS SOBRE DESEMPENHO E SUSTENTABILIDADE

Os estudos pesquisados visam a sustentabilidade como prática importante para a sociedade e investidores e como estratégia ou ferramenta para o marketing. Alguns dos estudos também são caracterizados em analisar o desenvolvimento em empresas comprometidas com esta estratégia como plano de negócio.

Moraes et al. (2014) analisaram a insolvência em empresas da BM&BOVESPA que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em comparação às que não fazem parte da carteira ISE. A amostra foi composta de 585 empresas referente aos períodos de 2006 a 2011. Para análise, foram utilizados os métodos de regressão logística e o teste de médias. Os autores concluíram que as empresas que adotam o desenvolvimento sustentável são menos insolventes que as demais empresas listadas como não ISE.

Macedo et al. (2007) examinaram o desempenho contábil-financeiro, medido pelos índices de liquidez, endividamento e lucratividade, de empresas socioambientalmente responsáveis no Brasil nos setores de papel, celulose, Siderurgia e metalurgia, no ano de 2005.

O estudo foi feito com uma amostra total de 29 empresas sustentáveis, pertencentes ao ISE, e não sustentáveis listadas na revista 500 Maiores e Melhores do Exame (2006). A metodologia utilizada foi o teste de diferença de médias (Desigualdade de Chebyshev). O resultado não mostrou nenhuma diferença significativa.

Lameira (2013) pesquisou empresas com melhores práticas sustentáveis, melhores regras sustentáveis e indicadores eficientes de gestão no período de 2005 a 2009. A amostra foi de 188 empresas listadas na Bovespa. A metodologia utilizada foi de regressão linear com mínimos quadrados ordinários. O resultado mostrou que empresas com melhores práticas sustentáveis apresentam melhor desempenho.

Nunes (2010) verificou se haveria diferenças nos índices contábeis entre empresas sustentáveis (ISE) e não sustentáveis (não ISE), sendo os setores analisados de energia elétrica e bancos no período de 2005 a 2009.

Os indicadores calculados foram de risco (taxa de pagamento de dividendos, crescimento percentual do ativo, alavancagem financeira, liquidez corrente, variabilidade do lucro, covariância do lucro) e retorno (ROA, ROE, giro do ativo, margem líquida). A metodologia abordada foi teste de média. O resultado mostrou não haver diferença significativa entre os índices das duas empresas.

Guimarães, Rover e Ferreira (2018) compararam o desempenho financeiro de bancos participantes e não participantes da carteira ISE no período de 2014 a 2016.

A amostra foi composta por 25 bancos (5 ISE e 20 não ISE), da BM&BOVESPA de esfera pública e privada. A metodologia foi estatística descritiva e o teste não paramétrico de Mann-Whitney. O Resultado evidenciou que a participação da carteira ISE não melhora o desempenho financeiro dos bancos e que não existe diferença entre os bancos participantes e não participantes do ISE. Ainda, percebeu-se que os bancos não participantes do ISE apresentaram melhores resultados de rentabilidade e lucratividade.

Os Estudos de Rezende, Nunes e Portela (2008), de Macedo et al. (2007) e de Nunes (2010) apresentam que o desempenho entre as empresas ISE e não ISE são semelhantes. Ainda, para Rezende, Nunes e Portela (2008), as empresas sustentáveis podem ter desempenhos “melhor, pior ou semelhante” em relação as não sustentáveis.

No entanto, para Moraes et al. (2014), Lameira (2013), Costa (2007), as empresas com responsabilidade social e ambiental e/ou que compõem a carteira ISE apresentam melhor desempenho. De outro lado, para Farias (2008) e Guimarães, Rover e Ferreira (2018) o desempenho tende a ser menor nas empresas que investem na sustentabilidade.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa é classificada como descritiva e quantitativa. Descritiva porque “sugere organização, sumarização e descrição de um conjunto de dados [...], através de gráficos, tabelas e do cálculo de medidas”. Quantitativa por possuir dados mensuráveis e quantificados, “enfim, preparados para serem submetidos a técnicas e/ou testes estatísticos” (MARTINS; THEÓPHILO, 2009, p. 108).

Assim busca descrever, organizar e analisar os dados obtidos das empresas classificadas como ISE e não ISE, verificando o desempenho, *proxy* LD, entre esses dois grupos de empresas.

3.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população é composta pelas empresas ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) e não ISE. A escolha dos setores foi estabelecida com base na representatividade das empresas no ISE durante todo o período analisado. A justificativa dessa escolha é referente à pequena quantidade de empresas listadas no ISE e diluídas em vários setores. As empresas do setor das instituições financeiras como bancos e seguradoras não foram consideradas na composição da amostra por possuírem características e parâmetros contábeis específicos. Assim, os setores considerados são: Energia Elétrica, Papel e Celulose e Alimentos (carne e derivados).

Para melhor esclarecimento primeiramente foi coletado todos os setores que faziam parte da carteira ISE entre os anos de análise (44 setores), depois foi selecionado como amostra de pesquisa apenas aqueles setores que permaneceram na carteira entre os anos de 2012 a 2017, totalizando em 7 setores: energia elétrica, exploração de rodovias, telecomunicações, papel e celulose, produtos para o uso pessoal, madeira e alimentos. Como já descrito foi desconsiderado os setores de instituições financeiras como bancos e seguradoras. Para as empresas não ISE foi utilizado os mesmos setores de escolha das empresas ISE. Sendo este o primeiro passo, foram coletados apenas os setores e não as variáveis quantitativas. Vale ressaltar que o fornecimento dos setores foi adquirido no site do ISE para empresas sustentáveis e para as empresas não sustentáveis no site da BM&BOVESPA.

Em seguida os dados secundários que são as variáveis da LD, clientes (giro de clientes); estoque (giro dos estoques; e fornecedores (giro dos fornecedores), tanto de empresas ISE como não ISE foram obtidos pelo sistema da Economatica® no período de 2012 a 2017e, a coleta foi de período anual. Após o fornecimento dos dados quantitativos tabulou-se os mesmos em planilha

Excel para melhor visualização e para o cálculo da LD conforme equação 1 descrita no referencial teórico item 2.4.

Após o cálculo da LD foi excluído da amostra os setores que não obtiveram valor de liquidez dinâmica em todos os períodos analisados (2012 a 2017), assim obteve-se como amostra final 3 setores, sendo eles: energia elétrica, papel e celulose e alimentos (carne e derivados).

Depois do cálculo da LD separou-se o grupo ISE e Não ISE. Com o valor da LD foi aplicado o teste estatístico de diferença de média em comparação aos dois grupos de empresas (ISE e não ISE). Para tanto, utilizou-se o programa SPSS. Para realização dos testes é necessário primeiramente aplicar o teste de normalidade dos dados. O resultado mostrou que a distribuição dos dados é não normal nos setores de energia elétrica e alimentos e distribuição normal para o setor de papel e celulose. As amostras das empresas ISE e Não ISE são independentes. Para as amostras com distribuição não normal aplicou-se o teste de Mann-Whitney para testar a seguinte hipótese estatística: - H_0 : Não há diferença entre as médias dos dois grupos de empresas, ISE e Não ISE e, para a amostra de distribuição normal, aplicou-se o teste t de Student.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados apresenta estatística descritiva, teste estatístico de média para amostras independentes, teste de Mann-Whitney (utilizado para distribuição de dados não normal) e teste de Levene (utilizado para distribuição de dados normais). Primeiramente analisou-se a composição das empresas classificadas no grupo ISE e não ISE, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Composição da Amostra 2012 a 2017.

Segmento	ISE		Não ISE		Total	
	N	%	N	%	N	%
Energia Elétrica	4	18,19%	18	81,81%	22	59,45%
Papel e Celulose	1	25%	3	75%	4	10,81%
Alimentos	1	9,09%	10	90,90%	11	29,73%
Total	6	16,21%	31	83,78%	37	100%

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

Conforme os dados da Tabela 1, a amostra é composta por 37 empresas no total, sendo 6 empresas ISE (16,21%) e 31 empresas não ISE (83,78%). O segmento mais representativo é o de Energia Elétrica com 59,45%, com 4 empresas ISE e 18 empresas não ISE. O setor de Papel e Celulose representa 10,81% da amostra, com 1 empresa ISE e 3 empresas não ISE. O setor de Alimentos corresponde com 29,73% da amostra, sendo 1 empresa ISE e 10 não ISE. Percebe-se discrepância alta entre a quantidade de empresas ISE e não ISE em todos os setores da amostra, no entanto, pode ser considerada normal devido a quantidade pequena de empresas que compõem a carteira ISE. Para melhor análise a tabela 2 demonstra o montante de cada variável utilizada no cálculo da LD.

Tabela 2 – Variáveis Utilizadas na Amostra – LD.

Setores	Variáveis	ISE	Não ISE	Diferença
Energia	Clientes	2.815.265,21	893.403,69	0,32
	Estoques	543.849,04	25.774,48	0,05
	Fornecedores	3.373.670,42	489.152,53	0,14
	Gc	6,57	6,08	0,92
	Ge	204,11	233,63	1,14
	Gf	5,55	9,90	1,78
	LD	1,40	2,39	1,71
	Clientes	7.771,00	1.000.924,72	128,80

Papel e Celulose	Estoques	18.055,50	592.483,17	32,81
	Fornecedores	6.752,17	419.510,22	62,13
	Gc	13,00	5,47	0,42
	Ge	4,20	4,58	1,09
	Gf	7,63	6,13	0,80
	LD	2,33	3,05	1,31
Alimentos	Cientes	3.399.483,50	1.682.878,83	0,50
	Estoques	3.807.377,50	1.599.101,02	0,42
	Fornecedores	5.214.826,67	2.172.325,70	0,42
	Gc	9,26	10,11	1,09
	Ge	6,33	10,22	1,61
	Gf	4,84	13,06	2,70
	LD	1,50	3,43	2,29

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Observa-se que as empresas ISE dos setores de energia e alimentos possuem saldos elevados, bem maiores, de estoque, clientes e fornecedores em comparação as Não ISE. Os giros destas contas, também são menores. O comportamento assimétrico acontece com as empresas do setor de papel e celulose, com menor discrepância dos giros.

Destaca-se que as empresas não ISE apresentam maior rotatividade dos montantes de contas de clientes, estoques e fornecedores. Assim pode-se inferir que essas empresas têm mais eficiência na gestão financeira com maior dinâmica operacional de investimentos e financiamentos. Em relação ao montante de investimento ser maior nas empresas ISE corrobora com o estudo de Lameira (2013).

4.1 ANÁLISES DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Segue a análise da estatística descritiva das empresas ISE e Não ISE, conforme a Tabela 2.

Tabela 3 – Estatística Descritiva – LD 2012 a 2017.

	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ISE	1,65607	1,45315	,120242	,983	3,587
Não ISE	2,85059	1,86000	,231374	,848	27,852

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

Observa-se que a média da LD é positiva para ambos os grupos. Porém no grupo ISE a média é menor que do grupo não ISE. Em relação ao desvio padrão, o resultado foi baixo, principalmente no grupo ISE ,120242 e, no não ISE ,231374. Sobre a mediana destaca-se um valor maior no grupo não ISE e, com isso, pode-se inferir que empresas não ISE possuem um melhor índice de liquidez dinâmica que representa maior equilíbrio entre os giros dos valores das contas de estoques, clientes e fornecedores. Para melhor detalhamento apresenta-se a tabela de estatística descritiva por setor.

Tabela 4 – Estatística Descritiva – LD 2012 a 2017 – Segmentos.

		Média	Mediana	D. Padrão	Mínimo	Máximo
ISE	Energia	1,41477	1,41957	,56295	,983	1,995
		2,49310	1,65510	,334539	,848	27,852
Não ISE	Papel/Cel	2,69794	3,24887	1,14619	1,247	3,587
		3,0544	2,87393	,186992	1,883	4,553
ISE	Alimentos	1,49895	1,48773	,090747	1,205	1,768
		3,42696	2,18872	,378773	,921	10,938
Não ISE						

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

Percebe-se que a média entre os setores de energia elétrica, papel e celulose e alimentos apresentou uma LD positiva em todos os anos analisados (2012 a 2017). Porém foi observada uma média maior nos setores de papel e celulose e alimentos do grupo não ISE. Em todos os setores a mediana foi positiva, porém no setor de papel e celulose a mediana do grupo ISE é maior, ou seja, tem-se uma gestão de liquidez melhor em comparação aos outros setores.

A discrepância o comportamento da mediana geral com a dos setores de atividades, especialmente, o de papel e celulose, podem ser entendida analisando-se a tabela 2 que apresenta os valores médios das contas clientes, estoque e fornecedores e utilizados para o cálculo da LD, assim como os valores médios dos giros de cada conta.

Ao se analisar o modelo de mensuração da LD percebe-se que o valor pode ser impactado tanto em montantes de clientes, estoques e fornecedores como dos respectivos giros, bem como, da sincronia dos giros. O comportamento da LD entre as empresas ISE e Não ISE podem ser melhor compreendido observando-se a importância de participação dessas variáveis. Observa-se que a LD é maior nas empresas Não ISE em todos os setores de atividade econômica analisados. Porém, a

diferença é bem menor no setor de papel e celulose 1,31. E, esse resultado, pode ser explicado pelo comportamento das variáveis que compõem o modelo de mensuração da LD.

4.2 RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIAS

Tabela 5 – Testes Estatísticos.

Setores	Normalidade Sig	Mann – Whitney Sig	Levene Sig	Test t Sig
ISE Energia	,775	,004		
Não ISE	,000			
ISE Papel/Cel	,019		,143	,403
Não ISE	,257			
ISE Alimentos	,739	,015		
Não ISE	,000			

Fonte: Resultados da pesquisa (2018).

A Tabela 5 apresenta os resultados do teste de normalidade, Mann – Whitney, Levene e Teste t da LD das empresas ISE e não ISE por setores. Ressalta-se que nas amostras com observações menores que 30 foi utilizado o teste Shapiro-Wilk e com observações maiores que 30 utilizou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov (FÁVERO et al., 2009).

Conforme os resultados do teste de normalidade, apenas os setores de energia elétrica e alimentos obtiveram significância menor que 0,05 e, portanto, apresentam distribuição dos dados não normal. Neste caso, aplica o teste de Mann-Whitney. Para o setor de papel e celulose, a distribuição dos dados é normal (significância superior a 0,05) e, portanto, foi aplicado o teste t de Student.

Os resultados por setor apresentaram significância estatística. Assim, a hipótese nula de que a LD média das empresas ISE e não ISE são iguais – é rejeitada para os setores de energia elétrica e alimentos. Destaca-se que no grupo não ISE apresenta média de LD estatisticamente superior à do grupo ISE.

Assim, a Hipótese de Pesquisa, H1: As empresas ISE apresentam desempenho diferente que as empresas não ISE listadas na BM&BOVESPA – não é rejeitada para as empresas dos setores de Energia e Alimentos. Esse resultado confirma os estudos de Moraes et al. (2014), Lameira (2013), Costa (2007), Farias (2008) e Guimarães, Rover e Ferreira (2018).

Que segundo Moraes et al. (2014), Lameira (2013), Costa (2007), as empresas com responsabilidade social e ambiental e/ou que compõem a carteira do ISE apresentam melhor desempenho. De outro lado, para Farias (2008) e Guimarães, Rover e Ferreira (2018) o desempenho tende a ser menor nas empresas que investem na sustentabilidade. Conforme o resultado da pesquisa corrobora com os achados dos autores que concluíram um desempenho menor para as empresas ISE.

O resultado da média da LD ser menor nas empresas ISE é confirmado, também nas pesquisas de Faria (2008) e Guimarães, Rover e Ferreira (2018). Em relação ao setor de papel e celulose não possui diferença no índice de LD entre empresas ISE e não ISE. Como comentado anteriormente, pode ser característica de um giro melhor dessas empresas ou de um valor nominal maior das contas estoques, clientes e fornecedores. Através do estudo de Guimarães, Rover e Ferreira et al. (2018) foi apresentado dúvidas a respeito do desempenho de empresas sustentáveis e não sustentáveis, de um lado pesquisadores que defendem haver uma diferença entre os dois grupos e, do outro, pesquisadores defendem que não há diferença. Conforme resultado da pesquisa pode-se comprovar estatisticamente que há sim diferença entre o grupo ISE e não ISE.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa abordou um novo cenário, onde a sustentabilidade faz parte da realidade de muitas empresas, sendo considerado também assunto de interesse de investidores e da própria população. Diante desta nova perspectiva levantaram-se vários estudos para sanar dúvidas em relação ao desempenho de empresas sustentáveis e não sustentáveis, se possuem um desempenho “melhor, pior ou semelhante”, assim buscou-se analisar através da LD média se existe diferença entre empresas ISE e não ISE.

Portanto a pesquisa mostrou que o comportamento médio da Liquidez Dinâmica - LD, entre as empresas ISE e não ISE é estatisticamente diferente nos setores de energia elétrica e alimentos. Assim, o resultado obtido responde parcialmente o problema de pesquisa proposto. Outro fator é que as empresas ISE apresentaram uma LD média inferior em comparação às não ISE. Isto pode ser devido ao giro das empresas não ISE ser superior as ISE.

Em relação aos setores de energia elétrica, alimentos e papel e celulose tanto as empresas ISE como as não ISE possuem LD positiva. Assim, pode-se inferir que conseguem manter uma boa rotatividade dos valores das contas clientes, estoques e fornecedores, apresentando eficiência na dinâmica operacional. Outro fator é que o setor de papel e celulose do grupo ISE apresentou uma gestão de liquidez melhor que os demais setores. Isto pode ser resultado de uma eficiente gestão de capital de giro.

Os resultados desta pesquisa, e em relação aos setores de Energia e Alimentos, não confirmam os achados das pesquisas de Macedo et al. (2007) e Nunes (2010) descritos no referencial teórico de que não há nenhuma diferença significativa entre o grupo ISE e não ISE.

Aponta-se como limitação da pesquisa a composição da carteira ISE nos anos de 2012 a 2017, pois várias empresas saíram e entraram nesse período. Como consequência a essa volatilidade a amostra foi composta por uma quantidade pequena de empresas ISE em relação à do grupo não ISE. Esta limitação da carteira pode ser considerada devido ao processo seletivo do ISE, também mencionado por Marcovitch no referencial teórico.

Destaca-se que o estudo contribuiu com o uso de uma abordagem diferenciada, o modelo de mensuração da LD para verificação do desempenho de empresas ISE e não ISE. Recomenda-se para pesquisas futuras utilizar uma série temporal maior e com outras empresas e segmentos de atividade econômica. Além de diferentes empresas e segmentos é importante para pesquisas futuras estudar a gestão das empresas, pois também podem impactar no resultado da liquidez.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas S.a., 2012. 274 p.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do Capital de Giro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ARAÚJO, G. C. de. et al. **Sustentabilidade Empresarial: conceitos e indicadores**. 2006. Disponível em: <http://www.con-vibra.com.br/2006/artigos/61_pdf.pdf>. Acesso em: 02 ago. 2017.

AMADO, Adriana Moreira. Preferência pela Liquidez: o Novo Contexto Financeiro Internacional Inviabiliza a Teoria? **Revista de Economia Política**, Asa Norte, Brasília, v. 24, n. 4, v. 96, p. 500-513, out./dez. 2004.

BM&BOVESPA. **Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-desustentabilidade-empresarial-ise.htm>. Acesso em: 02 ago. 2017.

_____. **Sustentabilidade**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/sustentabilidade/na-bolsa/apresentacao/>. Acesso em: 10 ago. 2017.

_____. **Guia de Imprensa de Uso da Marca B3**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/imprensa/ultimos-releases/guia-deimprensa-de-uso-da-marca-b3.htm>. Acesso em: 17 out. 2017.

_____. **Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE**, 2015. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm>. Acesso em: 05 jun. 2018.

BARBOSA, Gisele Silva. O Desafio do Desenvolvimento Sustentável. **Revista Visões**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 4, p.1-11, jan./jun. 2008.

CLARO, Priscila Borin de Oliveira; CLARO, Danny Pimentel; AMÂNCIO, Robson. Entendendo o Conceito de Sustentabilidade nas Organizações. **Red de Revistas Científicas de América Latina y El Caribe, España y Portugal**, São Paulo, v. 4, n. 43, p. 289-300, out./nov./dez. 2008.

COLOMBO, Luiz Antonio. **Entenda os Três Pilares da Contabilidade**. 2014. Disponível em: <<http://www.teraambiental.com.br/blog-da-tera-ambiental/entenda-os-tres-pilares-da-sustentabilidade>>. Acesso em: 15 mar. 2017.

CORAL, Elisa. **Modelo de Planejamento Estratégico para a Sustentabilidade Empresarial**. 2002. 282f. Tese (Doutorado em Engenharia da Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis – SC, 2002.

COSTA, Fábio José Mota. **Sustentabilidade e Desempenho Financeiro: Uma Análise do Mercado Brasileiro de Ações**. 2007. 106 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2007.

FÁVERO, Luiz Paulo et al. **Análise de Dados Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2009. 646 p.

FARIAS, Kelly Teixeira Rodrigues. **A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas**. 2008. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – FEARPUSP, 2008.

FONSECA, Juliara Lopes da; CERETTA, Paulo Sergio. A gestão da liquidez e o seu reflexo no retorno sobre o capital próprio e no lucro por ação das empresas pertencentes à bmf&bovespa. **Revista Alcance**, Biguaçu, v. 19, n. 2, p. 202-221, abr./jun. 2012.

GUIMARÃES, Emanuelle Frasson; ROVER, Suliani; FERREIRA, Denize Demarche Minatti. A participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE): Uma comparação do desempenho financeiro de bancos participantes e não participantes da carteira. **Enfoque: Reflexão Contábil**, Uem - Paraná, v. 37, n. 1, p. 147-164, jan./abril. 2018.

ISE. **Índice de Sustentabilidade Empresarial**. 2014. Disponível em: <<http://www.ise-bvmf.com.br/categorias-de-participacao?locale=pt-br>>. Acesso em: 08 abr. 2017.

_____. **Índice de Sustentabilidade Empresarial**. 2014. Disponível em: <<http://www.isebvmf.com.br/processo-de-selecao?locale=pt-br>>. Acesso em: 08 abr. 2017.

LAMEIRA, Valdir de Jesus et al. Sustentabilidade, Valor, Desempenho e Risco no Mercado de Capital Brasileiro. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 15, n. 46, p. 76-90, jan./mar. 2013.

_____, Rosangela da Silva Martins. **Análise dos Efeitos no Desempenho e Risco da Melhoria das Práticas de Sustentabilidade e Governança no Mercado de Capitais Brasileiro no Período Compreendido Entre 2005 e 2009**. 2013. 62 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial) - Instituto Politécnico de Coimbra, Coimbra, 2013.

LOURENÇO, Mariane Lemos; CARVALHO, Denise. Sustentabilidade Social e Desenvolvimento Sustentável. **Race, Unoesc**, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 9-38, jan./jun. 2013.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2009.

MACHADO, Márcia Reis; MACHADO, Márcio André Veras; CORRAR, Luiz João. Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. **Universo Contábil**, Furb, Blumenau, v. 5, n. 2, p. 24-38, abr./jun. 2009.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva et al. Desempenho de empresas socialmente responsáveis: uma análise por índices contábil-financeiros. **Revista Produção Online**, Florianópolis, ed. especial, dez. 2007. Disponível em: <<https://producaoonline.org.br/rpo/article/view/59/59>>. Acesso em: 08 ago. 2017.

MACEDO, Fernanda et al. **O Valor do ISE Principais Estudos e a Perspectiva dos Investidores**. São Paulo: BM&BOVESPA, 2012. 30 p. Disponível em: <file:///C:/Users/kamil/Downloads/O-Valor-do-ISE.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2017.

MARCONDES, Aldaberto Wodianer; BACARJI, Celso Dobes. **ISE - Sustentabilidade no mercado de capitais**. São Paulo: Report Editora, 2010. 178 p. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-desustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm>. Acesso em: 07 ago. 2017.

MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josedilton Alves; MIRANDA, Gilberto José. **Análise Avançada das Demonstrações Contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2012.

MARCOVITCH, Jacques (Org.). **Certificação e sustentabilidade ambiental: uma análise crítica**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.usp.br/mudarfuturo/cms/>>. Acesso em: 05 jun. 2018.

MIKHAILOVA, Irina. Sustentabilidade: Evolução dos Conceitos Teóricos e os Problemas da Mensuração Prática. **Revista Economia e Desenvolvimento**, Santa Maria, v. 16, n. 1, p. 23-41, jan. 2004.

MORAES, Luis Fernando Salles et al. Desenvolvimento Sustentável E Insolvência: Um Estudo de Empresas Brasileiras. **Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade – Geas**, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 39-57, maio/ago. 2014.

MODRO, Wilton Moisés; FAMÁ, Rubens; PETROKAS, Leandro Augusto. Modelo Tradicional X Modelo Dinâmico de Análise de Capital de Giro: Um Estudo Comparativo Entre duas Empresas de Mesmo Setor com Diferentes Performances Financeiras. **FACEF Pesquisa Desenvolvimento e Gestão**, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 90-106, jan./fev./mar./abr. 2012.

NUNES, Tânia Cristina Silva. **Indicadores contábeis como medidas de risco e retorno diferenciados de empresas sustentáveis: um estudo do mercado brasileiro**. 2010, p. 182. Dissertação (Mestre em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

REZENDE, Idália Antunes Cangussú; NUNES, Julyana Goldner; PORTELA, Simone Salles. Um Estudo Sobre o Desempenho Financeiro do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresaria. **Repec - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 2, n. 1, p. 71-93, jan./abr. 2008.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2002. 525 p.

SILVA, Ângelo Alves da. **Gestão financeira:** Um Estudo Acerca da Contribuição da Contabilidade na Gestão do Capital de Giro das Médias e Grandes Indústrias de Confecções do Estado do Paraná. 2002. 183 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

VILLAÇA, Maria José. O conceito de liquidez. **Revista de Administração de Empresas**, Rio de Janeiro, n. 9, v. 1, p. 33-53, jan./mar. 1969.

ZANOLLA, Ercílio. **Liquidez:** Efeito do Dinamismo é da Sincronia dos Elementos do Capital de Giro do Desempenho das Empresas Brasileiras. 2014. 164 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2014.

APÊNDICE A - LISTAGEM DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

Empresas ISE e NÃO ISE

EMPRESAS	
Cemig (ISE)	Energisa (N ISE)
Eletrobras (ISE)	Energisa MT (N ISE)
Eletropaulo (ISE)	Eneva (N ISE)
Fibria (ISE)	Engie Brasil (N ISE)
Light S/A (ISE)	Enquatorial (N ISE)
BRF S/A (ISE)	Excelsior (N ISE)
Ambev S/A (N ISE)	JBS (N ISE)
Alupar (N ISE)	Josapar (N ISE)
Ceb (N ISE)	Klabin S/A (N ISE)
Ceee-d (N ISE)	Melhor SP (N ISE)
Celesc (N ISE)	M. Diasbranco (N ISE)
Celgpar (N ISE)	Marfrig (N ISE)
Celpa (N ISE)	Minerva (N ISE)
Celpe (N ISE)	Minupar (N ISE)
Cemar (N ISE)	Neoenergia (N ISE)
Coelba (N ISE)	Oderich (N ISE)
Cosem (N ISE)	Suzano Papel (N ISE)
Cosan Ltda (N ISE)	Tran Paulist (N ISE)
Emae (N ISE)	-

Fonte: Dados da pesquisa.