

Criando valor para o acionista através da certificação ISO 14000

Um estudo múltiplo de casos

por Alexandre Amaral, Danusa Leite, Helen Chen, Joanne Sung e Renata Lucas

RESUMO: O objetivo deste trabalho foi efetuar um estudo descritivo e exploratório para verificar qual o impacto da obtenção da certificação pela ISO 14000 na geração de valor para o acionista em empresas brasileiras de capital aberto. Para medir a geração de valor para o acionista foi utilizado o índice TSR («Total Shareholder Return») por ser o que melhor reflete a geração de valor para o acionista. Como parâmetro de comparação foi utilizado o IBOVES-PA (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo). Verificou-se que três das quatro empresas estudadas aumentaram a geração de valor para o acionista após a obtenção da certificação pela ISO 14000.

Palavras-chave: Gestão Ambiental, Geração de Valor para o Acionista, ISO 14000, Retorno Total para o Acionista – TSR

TITLE: *Creating shareholder value through ISO 14000 certification: a multiple cases study*

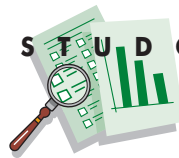
ABSTRACT: The purpose of this paper was to verify the impact of ISO 14000 certification in creating shareholder value in Brazilian public companies. The indicator Total Shareholder Return (TSR) was used to measure the creation of shareholder value. Several authors consider it the best indicator of the creation of shareholder value. The IBOVES-PA index stock exchange (BOVESPA) was used as benchmark. It was found that three of the four companies studied increased creation of shareholder value after the certificate ISO 14000.

Key words: Environmental Management, Value Creation to Shareholder, ISO 14000, Total Return to Shareholder – TSR

TITULO: *Creación de valor para el accionista a través de la certificación ISO 14000: un estudio de casos múltiples*

RESUMEN: El objetivo de este trabajo fue realizar un estudio descriptivo y exploratorio para establecer el impacto de la obtención de la certificación ISO 14000 en la generación de valor para los accionistas en las empresas que cotizan en la bolsa brasileña. Para medir el índice de generación de valor para los accionistas se utilizó TSR (“Total Shareholder Return”) por ser el que mejor refleja la creación de valor para el accionista. Como punto de referencia se utilizó el índice IBOVESPA (Índice de la Bolsa de Valores de Sao Paulo). Se verificó que tres de las cuatro empresas estudiadas aumentarían la creación de valor para los accionistas después de haber obtenido la certificación ISO 14000.

Palabras-clave: Gestión Ambiental, Creación de Valor para el Accionista, ISO14000, Retorno Total para el Accionista – TSR



Embora todos reconheçam que o desenvolvimento é uma meta desejável, nos últimos anos cresceu a preocupação em saber se as limitações ambientais virão a restringi-lo e se o desenvolvimento causará graves danos ao meio ambiente, prejudicando assim a qualidade de vida desta e das futuras gerações. Os problemas atuais são tão graves que exigem uma atenção urgente.

Para Donaire (1999), numa visão tradicional da organização como apenas instituição econômica, sua responsabilidade consubstancia-se na busca da maximização dos lucros e na minimização dos custos e pouco além disso. No entanto, nas últimas décadas, têm ocorrido grandes mudanças no ambiente em que as organizações atuam.

Entre tais mudanças destacam-se: a globalização, a privatização, novos métodos e modelos de gestão, movimentos ecológicos e responsabilidade social, acirrando ainda mais a competitividade, e tornando necessária a prática de inovações gerenciais voltadas para a gestão da qualidade e ambiente. Tais mudanças têm provocado o surgimento de novos

papéis que devem ser desempenhados pelas empresas como consequência das mutações no ambiente.

A adoção de normas, com o objetivo de uniformizar as ações tomadas para proteção do meio ambiente, constitui um importante passo para a conscientização de todos em relação ao tema ecologia. Dessa forma, as empresas passaram a rever os seus conceitos e valores ambientais.

Para normalizar as ações das empresas preocupadas com o meio ambiente, a ISO (International Standardization Organization) criou uma série de especificações definidas no ISO 14000 para padronizar o sistema de Gestão Ambiental de uma organização.

Estabelecer uma política ambiental clara e definida através da série de normas ISO 14000 contribui para que a empresa expresse o seu compromisso ambiental e formal diante da Sociedade, definindo suas intenções e princípios com relação ao seu desempenho ambiental.

A escolha do tema foi consequência da constatação da escassez de estudos sobre a relação entre estes assuntos.

Alexandre Cintra do Amaral

acamara@mackenzie.com.br

Mestre em Administração de Empresas (Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil). Professor de Administração Financeira, Mercados Financeiros e Avaliação de Empresas (Universidade Presbiteriana Mackenzie e Universidade São Judas Tadeu, São Paulo, Brasil).

Master in Business Administration (Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brazil). Professor of Financial Management, Financial Markets and Business Valuation (Mackenzie Presbyterian University and São Judas Tadeu University, São Paulo, Brazil).

Master en Administración de Empresas (Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil). Profesor de Dirección en Finanzas, Mercados Financieros y Evaluación de Empresas (Universidad Presbiteriana Mackenzie e Universidad São Judas Tadeu, São Paulo, Brasil).

Danusa Hansmann Leite

Bacharel em Administração de Empresas – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil.

Bachelor of Business Administration – Centre of Social and Applied Sciences, Mackenzie Presbyterian University, Brasil.

Licenciada en Administración de Empresas – Centro de Ciencias Sociales y Aplicadas, Universidad Mackenzie, Brasil.

Helen Pei Tin Chen

Bacharel em Administração de Empresas – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil.

Bachelor of Business Administration – Centre of Social and Applied Sciences, Mackenzie Presbyterian University, Brasil.

Licenciada en Administración de Empresas – Centro de Ciencias Sociales y Aplicadas, Universidad Mackenzie, Brasil.

Joanne Yo Han Sung

Bacharel em Administração de Empresas – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil.

Bachelor of Business Administration – Centre of Social and Applied Sciences, Mackenzie Presbyterian University, Brasil.

Licenciada en Administración de Empresas – Centro de Ciencias Sociales y Aplicadas, Universidad Mackenzie, Brasil.

Renata Rodrigues Lucas

Bacharel em Administração de Empresas – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil.

Bachelor of Business Administration – Centre of Social and Applied Sciences, Mackenzie Presbyterian University, Brasil.

Licenciada en Administración de Empresas – Centro de Ciencias Sociales y Aplicadas, Universidad Mackenzie, Brasil.

Recebido em dezembro de 2009 e aceite em março de 2011.

Received in December 2009 and accepted in March 2011.

Busca-se, com esta pesquisa, investigar a existência, a razão e a relação desses fatos correlacionados através de informações coletadas no universo de empresas de capital aberto, no contexto brasileiro.

De uma forma geral, pretende-se pesquisar a correlação entre a obtenção da certificação pela ISO 14001 e a criação de valor para o acionista, cujo resultado possa contribuir, mesmo que de forma ínfima, para o campo da Administração. Espera-se que este conhecimento seja de relevância no campo acadêmico e aplicável pelos executivos que buscam gerar valor aos acionistas.

Caso essa relação exista, poder-se-á inferir que a adoção de sistemas de medição de desempenho será cada vez maior pelos administradores, e os acionistas sentir-se-ão satisfeitos no atendimento de suas expectativas com relação ao uso de um instrumento de controle estratégico gerador de riqueza.

Partindo desta premissa, o presente trabalho propõe uma pesquisa descritiva com o intuito de verificar se existe correlação entre a obtenção da certificação ISO 14001 e a geração de valor para o acionista.

Referencial teórico

• Meio ambiente

Segundo o Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial de 1992 (Banco Mundial, 1992), conseguir um desenvolvimento sustentável e equitativo continua sendo o maior desafio da raça humana. Mesmo com o progresso registrado desde a última década, mais de um bilhão de pessoas vivem em extrema pobreza e têm acesso bastante precário aos recursos como educação, saúde, infra-estrutura, terra e crédito, que precisam para ter uma vida melhor.

Segundo Schmidheiny (1992), homens de negócio estão acostumados a examinar tendências negativas e inversas, tomando decisões e agindo de acordo; procedendo a ajustes e assumindo custos para diminuir riscos. É necessário adotar uma postura de precaução para alcançar o desenvolvimento sustentável. Não somente a postura como também a mentalidade e as políticas.

Segundo Donaire (1999), o conceito de desenvolvimento sustentável tem três vertentes: o crescimento econômico, a equidade social e o equilíbrio ecológico. O progresso, en-

tão, será entendido como a harmonia entre estes três pontos e os processos de mudança, na qual a exploração de recursos materiais, os investimentos financeiros e as rotas de desenvolvimento tecnológico deverão desempenhar uma responsabilidade comum.

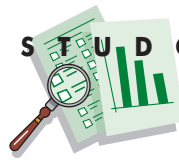
O conceito de desenvolvimento sustentável tem três vertentes: o crescimento econômico, a equidade social e o equilíbrio ecológico. O progresso, então, será entendido como a harmonia entre estes três pontos e os processos de mudança, na qual a exploração de recursos materiais, os investimentos financeiros e as rotas de desenvolvimento tecnológico deverão desempenhar uma responsabilidade comum.

Resumidamente, como o Relatório sobre Desenvolvimento Mundial de 1992 (Banco Mundial, 1992) coloca, o desenvolvimento sustentável deve ter o foco no futuro. Uma visão de longo prazo que leva em consideração as gerações futuras. É necessária uma conscientização na maneira de lidar com o desenvolvimento econômico, para que este não acabe prejudicando as gerações futuras.

Em 1987, a Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento colocou o desenvolvimento sustentável como tema constante de seu relatório «Nosso futuro comum». O conceito foi definido simplesmente como uma forma de desenvolvimento ou progresso que «satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade de as futuras gerações satisfazerem suas próprias necessidades» (Schmidheiny, 1992, p. 6).

A Estratégia Mundial de Conservação, segundo Schmidheiny (1992), compilada pelas Nações Unidas e organizações representativas de entidades privadas e governamentais, definiu o desenvolvimento como uma modificação da biosfera e a aplicação de recursos humanos, financeiros, vivos e não-vivos para satisfazer as necessidades do Homem e melhorar a qualidade da vida humana. Portanto, todas as nações estão, ou gostariam de estar, em desenvolvimento.

Em 1987, a Assembléia Geral das Nações Unidas, ainda



segundo Schmidheiny (1992), através de resolução, adotou o relatório da Comissão Mundial como guia para as futuras operações da ONU, recomendando-o aos Governos. Desde então, muitos Governos tentaram sujeitar suas políticas às recomendações daquele relatório. A conferência de cúpula do G7 (grupo das sete principais economias desenvolvidas) de 1989 fez um apelo no sentido da adoção imediata, em âmbito mundial, de políticas baseadas no desenvolvimento sustentável.

O empresariado também aceitou o desafio, nos níveis setorial, nacional e internacional. A Câmara Internacional de Comércio, de acordo com Schmidheiny (1992), esboçou uma «Carta Empresarial para o Desenvolvimento Sustentável», que foi lançada em abril de 1991 na Segunda Conferência Mundial da Indústria sobre Gerenciamento Ambiental. A Carta, endossada por 600 empresas do Mundo inteiro, em princípios de 1992, estimula as companhias a assumirem o compromisso de melhorar seu desempenho em termos de meio ambiente, de acordo com os 16 Princípios da Carta, de levar a efeito práticas administrativas que efetivem essa melhora, de mensurar o seu progresso e de documentar que tal progresso é apropriado tanto interna quanto externamente.

Haverá muitas oportunidades para o setor empresarial. Depois de pesquisar diversos aspectos da vantagem competitiva entre as Nações, Porter *apud* Schmidheiny (1992), observou que a liderança das exportações de bens está associada às Nações mais rigorosas em relação ao meio ambiente. Isso prova que a proteção ambiental não prejudica a competitividade. Exemplos como Japão, Alemanha e EUA nos setores efetivamente obrigados a incorrer nos maiores custos ambientais (como produtos químicos, plásticos e tintas) mostram como as ameaças ambientais podem ser boas oportunidades de negócios.

Segundo Herman e Motta (1994), praticamente todas as Nações violam o princípio da sustentabilidade com uso de tecnologias passadas e existentes. Se os países usassem de forma adequada seus recursos naturais e ambientais, poderiam elevar toda a atividade econômica e promover aumentos sustentáveis dos padrões de vida da geração atual e das vindouras. Muitas tecnologias apropriadas no passado não convêm ao futuro.

Para Tientenberge *apud* Herman e Motta (1994), os incentivos econômicos podem desempenhar um papel importante para a sustentabilidade. A proteção ambiental pode ser incentivada por um desenvolvimento econômico.

De acordo com Herman e Motta (1994), é necessário buscar um desenvolvimento econômico sustentável. A preocupação com as gerações futuras deve ser levada em consideração em paralelo com o aumento da atividade econômica para não desencadear uma série de problemas ambientais. Esses problemas têm ultrapassado tanto as barreiras geográficas como as das gerações.

Além da questão ambiental ser fundamental para a sobrevivência da Humanidade, ela também pode se tornar uma oportunidade para a redução de custos nas empresas, através de programas de reciclagem e de descoberta de novos componentes e matérias-primas que resultem em produtos mais confiáveis e tecnologicamente mais limpos.

Ainda segundo Herman e Motta (1994), o desenvolvimento econômico é diferente do crescimento econômico. Constata-se que decisões baseadas em critérios locais restritos, e no curto prazo, podem produzir resultados desastrosos em termos globais e de longo prazo. Diante da crescente consciência de que o nosso sistema global se encontra ameaçado, novos modelos e conceitos econômicos e ecológicos são introduzidos para fornecer idéias para o projeto e o gerenciamento de sistemas econômicos sustentáveis, já que os existentes não são satisfatórios para lidar com esses problemas.

Para Schmidheiny (1992), a empresa que se compromete com o desenvolvimento sustentável está investindo no longo prazo. Tais empresas ampliam seus conceitos a todos os interessados e rompem a mentalidade convencional subjacente aos interesses humanos e ambientais. A eco-eficiência pode se tornar um bom negócio, a partir do momento em que se usam de forma eficiente os recursos. Tal opção requer mercados abertos e competitivos. Empresas de grande porte passam a adotar estratégias de desenvolvimento sustentável e se comprometem publicamente e abertamente com os

interessados em suas operações, além dos empregados e acionistas, passando a considerar também os vizinhos, os grupos de interesse público (inclusive as organizações ambientais), os consumidores, os fornecedores, os Governos e o público em geral.

Ainda segundo Schmidheiny (1992), a indústria se encaminha para os «desmanufaturados» e «remanufaturados», ou seja, a reciclagem dos materiais utilizados em seus produtos. A reciclagem é tecnicamente viável e pode ser feita de forma lucrativa. A eco-eficiência não requer apenas mudança tecnológica como também mudança nos valores e atitudes. Os objetivos das atividades empresariais, as práticas diárias e os instrumentos utilizados para alcançá-los devem ser revistos para se alcançar a eco-eficiência.

Schmidheiny (1992) acrescenta ainda que, neste mercado aberto e competitivo, os preços são fixados de modo a refletir os custos do meio ambiente, assim como de outros recursos.

Para Donaire (1999), além da questão ambiental ser fundamental para a sobrevivência da Humanidade, ela também pode se tornar uma oportunidade para a redução de custos nas empresas, através de programas de reciclagem e de descoberta de novos componentes e matérias-primas que resultem em produtos mais confiáveis e tecnologicamente mais limpos.

Segundo Donaire (1999), o aspecto econômico é uma das grandes dúvidas quando se considera a questão ambiental do ponto de vista da empresa.

Em função da questão financeira, Donaire (1999) acrescenta que os resultados do investimento na causa ambiental podem vir somente no médio e longo prazo, pois alguns resultados demoram a aparecer. No entanto, investimento em prevenção contra problemas futuros, é sempre menor do que aqueles que podem colocar em risco a vida da empresa.

Para Donaire (1999), o «mercado verde» é um ramo viável. Porém, mesmo empresas que não atuam neste ramo também podem ganhar dinheiro e proteger o meio ambiente ao mesmo tempo. As organizações precisam aproveitar as ameaças ambientais e transformá-las em oportunidades de negócios. Ações como a reciclagem de material podem trazer grande economia de recursos para as em-

presas. O reaproveitamento ou a venda de resíduos e o desenvolvimento de novos processos de produção levando em consideração a utilização da tecnologia, são alguns exemplos de que é possível aproveitar grandes oportunidades de negócios.

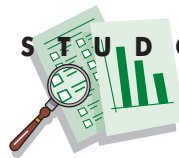
De acordo com Schmidheiny (1992), colocar em prática a questão ambiental na empresa significa uma mudança nos objetivos e metas da empresa, nas práticas e instrumentos diários e no rompimento da mentalidade usual do mundo dos negócios. Líderes empresariais precisam planejar suas estratégias visando um futuro sustentável. A «Revolução da Qualidade» nos mostrou que trabalhar com objetivos aparentemente opostos é possível, no caso, o aumento da qualidade e a redução dos custos. Sendo assim, o desafio é gerir em direção simultânea o desenvolvimento econômico e a proteção ambiental.

Na opinião de Donaire (1999), a inexistência de consumidores conscientizados em relação à causa ambiental pode dar a falsa impressão de que a empresa não está ameaçada pela crescente ampliação dos produtos amigáveis ao ambiente no mercado de bens e serviços. Entretanto, é importante incorporar a questão ambiental no processo de tomada de decisão para a própria sobrevivência e lucratividade da empresa no longo prazo. Estas empresas podem ser surpreendidas pelos concorrentes que eventualmente já incorporam essas variáveis em seu processo de tomada de decisão e na avaliação de seus cenários.

Segundo Schmidheiny (1992), todos se beneficiarão se as empresas tomarem a iniciativa de se moldarem no encaixe do desenvolvimento sustentável. É necessário que as empresas tomem iniciativa, porque se o controle da mudança for assumido pela empresa, será menos doloroso, mais eficiente e menos dispendioso para os consumidores.

De acordo com Schmidheiny (1992), o desenvolvimento sustentável deve se tornar um alvo e um compromisso de toda a organização por uma melhoria contínua. Os sistemas, processos e toda a carteira de produtos da empresa precisam ser modificados e alinhados aos princípios do desenvolvimento sustentável.

Segundo Donaire (1999), novos modelos de indicadores financeiros ambientais são necessários para avaliar o seu desempenho. Esses indicadores financeiros ambientais de-



vem ser desenvolvidos especialmente para possibilitar medidas de relação e comparação do processo verde e do processo normal. O responsável por esse processo de mudança nas empresas deve ser uma pessoa que tenha uma postura pró-ativa. Porém, o mais importante é que a alta administração também esteja comprometida com a questão ambiental.

Segundo Valle (1995, p. 96), a série de normas ISO 14000 visa «... proteger produtores responsáveis contra concorrentes predadores que, por não respeitarem as leis e os princípios da conservação ambiental, produzem mais barato e não internalizam alguns custos que acabam sendo arca-dos pela Sociedade».

Para Valle (1995), a adoção dessas normas constitui um importante passo para a conscientização de todos com relação ao tema ambiental, gerando efeitos positivos no comportamento das empresas e estimulando atitudes pró-ativas em favor da qualidade ambiental.

A definição de Gestão Ambiental, segundo Valle (1995, p. 39), consiste em «... um conjunto de medidas e procedimentos bem definidos e adequadamente aplicados que visam a reduzir e controlar os impactos introduzidos por um empreendimento sobre o meio ambiente».

De acordo com Valle (1995), a definição de uma política ambiental própria é uma forma da empresa explicitar seus princípios de respeito ao meio ambiente e sua contribuição para a solução racional dos problemas ambientais. Ela deve fazer parte do planejamento estratégico da empresa e ser considerada sempre como um fator positivo na elaboração de seus planos de marketing. A política ambiental não deve ser encarada como um ônus, mas sim como uma ferramenta importante para o sucesso daquela empresa, que além de cumprir a lei, deseja firmar sua boa imagem.

Além disso, é importante que a empresa esteja preparada para fazer um estudo sobre seus atuais processos com o intuito de identificar pontos críticos. Depois de tomados como ponto de partida os princípios definidos pela Política Ambiental, será estruturado o Sistema de Gestão Ambiental (SGA) da empresa, que compreende as responsabilidades, práticas, procedimentos, processos e recursos para implementar e manter a Política Ambiental da empresa e seus objetivos.

Ainda segundo Valle (1995, p. 42), «o SGA deve ter como objetivo o aprimoramento contínuo das atividades da empresa, através de técnicas que conduzam aos melhores resultados, em harmonia com o meio ambiente».

Valle (1995) afirma que o SGA constitui um primeiro passo obrigatório para a certificação da empresa nas normas da série ISO 14000 que possibilitarão incorporar a Gestão Ambiental na Gestão pela Qualidade Total. Neste Sistema de Gestão Ambiental, deve estar também incluída a gestão dos recursos hídricos e energéticos utilizados pela empresa, por serem água e energia, dois insumos intimamente relacionados com a qualidade ambiental e que tendem a se tornar cada vez mais escassos e, por consequência, mais onerosos em sua utilização futura. Os módulos que compõem o Sistema de Gestão Ambiental da empresa são: Planejamento, Gestão de Resíduos e Monitorização.

O Planejamento deve estabelecer as prioridades e metas a serem atingidas e definir os montantes de recursos que deverão ser alocados a cada uma das atividades.

O Gerenciamento dos Resíduos deve incluir o cadastramento e a classificação, quantitativa e qualitativa, de todos os resíduos gerados e estocados pela empresa, a fim de possibilitar a escolha das melhores soluções técnicas e alternativas econômicas para o destino de cada resíduo.

O Monitoramento, terceiro módulo do sistema, visa a aferir os resultados obtidos com as diversas tecnologias escolhidas para o tratamento e disposição dos resíduos e otimizar as futuras ações a serem tomadas. Através da coleta de amostras e de análises, poderão ser controlados os padrões de qualidade alcançados, atendendo-se, assim, ao mesmo tempo as exigências dos órgãos de controle ambiental.

O SGA é operacionalizado através de um Programa de Gestão Ambiental (PGA) que, segundo Valle (1995, p. 43), «... é um instrumento gerencial dinâmico e sistemático, com metas ambientais e objetivos a serem alcançados em intervalos de tempo definidos».

De acordo com Valle (1995), o gerente ambiental deve ter familiaridade com as tecnologias utilizadas na empresa, com a legislação ambiental e com as técnicas de análise e gerenciamento de riscos. Seu relacionamento com o órgão

local de controle ambiental deve ser profissional e positivo, objetivando manter atualizado o licenciamento ambiental da empresa.

É importante também que o gerente ambiental tenha acesso às decisões da empresa que possam afetar o cumprimento das metas e objetivos estabelecidos pelo PGA e que participe de suas revisões periódicas. Sua participação é também imprescindível nas eventuais revisões que possam ser introduzidas na Política Ambiental e no Sistema de Gestão Ambiental, além de participar também dos programas de educação e conscientização ambiental instituídos pela empresa.

Geração de valor para o acionista

Para Copeland *et al.* (2002), o foco no valor tende a caminhar junto com outros objetivos relevantes para a empresa, como as preocupações ligadas ao meio ambiente, sendo complementar ao outro enfoque na Nova Economia. Mas não se pode esquecer que é preciso regras claras a respeito de como e quando estes objetivos maximizam o valor para o acionista, para que não se dilua o foco sobre o valor.

Para Rappaport (2001), desde a década de 1960, vem sendo defendido que as empresas devem ser «socialmente responsáveis» e atender não só aos interesses dos acionistas, mas também do seu público maior, como a comunidade, clientes, empregados, fornecedores e Governo.

Na década de 1990, a gestão das empresas já adotava esta filosofia de «balancear os interesses de todos que mantêm interesse na empresa». Estas abordagens, mesmo tratando de assuntos diferentes, convergem para a mesma posição de que a empresa mantenha propósitos além da maximização do retorno para o acionista.

Rappaport (2001) prevê que o valor para o acionista pode se tornar um padrão global para medição de desempenho, e considera os acionistas não só como investidores, mas como indivíduos que investem em capital humano em seu local de trabalho e capital financeiro ao longo de ampla gama de seções da economia.

Copeland *et al.* (2002) conceituam valor como um conjunto de atividades interligadas já dispostas na maioria das empresas, ainda que a administração baseada no valor seja

vista como projeto independente, não traduzindo em mudanças no longo prazo, e logo, limitando seus efeitos.

Segundo Rappaport (2001), o valor da empresa e o valor econômico influenciam no valor para o acionista, partindo da premissa de que a abordagem do valor para o acionista considera o valor econômico de um determinado investimento ao descontar os fluxos de caixa previstos pelo custo de capital. No entanto, os fluxos de caixa são referências para o retorno aos acionistas, desde que estejam baseados nos dividendos e na valorização do preço da ação.

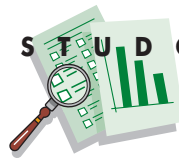
Os investidores pagam pelo desempenho que esperam obter da empresa no futuro, não pelo seu passado e nem pelo custo de seus ativos. Isto significa que o valor intrínseco da ação se baseia nos fluxos de caixa futuros ou no poder de ganhos da empresa.

Copeland *et al.* (2002) complementam esta idéia afirmando que o valor de uma empresa é movido por sua capacidade de gerar fluxos de caixa no longo prazo, ou seja, o crescimento de longo prazo e o retorno sobre o investimento geram o caixa da empresa. O valor para o acionista é criado quando os investimentos têm retornos maiores que o custo de capital e é diminuído quando os retornos são menores que o custo de capital.

Copeland *et al.* (2002) esclarecem que o valor intrínseco da ação se baseia no desempenho futuro da empresa, em relação às expectativas que o mercado tem do futuro. Os investidores pagam pelo desempenho que esperam obter da empresa no futuro, não pelo seu passado e nem pelo custo de seus ativos. Isto significa que o valor intrínseco da ação se baseia nos fluxos de caixa futuros ou no poder de ganhos da empresa.

Rappaport (2001) destaca a importância de saber alocar os recursos necessários para gerar os resultados esperados e criar valor, além de conhecer as particularidades de cada empresa, sua importância e o impacto de suas decisões, concentrando-se na criação de valor para o acionista.

Na visão de Rappaport (2001), para aplicar apropriadamente a análise de valor para o acionista, é preciso calcular o valor da decisão de investir e considerar as conseqüências de não investir.



A visão de que há uma abordagem alternativa para com aqueles que mantêm interesse na empresa, consistente com o interesse dos acionistas, como a competitividade e o comportamento socialmente responsável, reconhece que, para continuar a servir a todos com interesse na empresa, esta deve ser competitiva, se deseja sobreviver. Também reconhece que o destino de longo prazo da empresa depende de um relacionamento financeiro com cada um dos atores que mantêm interesse na empresa (Rappaport, 2001).

Segundo Copeland *et al.* (2002), para analistas financeiros, o TSR (*Total Shareholder Return* ou Retorno Total para o Acionista) é a melhor forma de medir o desempenho. Geralmente, são usados intervalos de um a três anos para medir o TSR. Neste intervalo, o mercado ou o setor no qual a empresa atua podem afetar as flutuações de preço por ação. Assim, se o desempenho for medido somente pelo TSR, os administradores podem ser beneficiados ou penalizados por eventos além de seu controle. Uma forma de combater este problema é usar o TSR em relação ao índice setorial ou do mercado.

Ainda segundo Copeland *et al.* (2002), o TSR mede o desempenho em relação às expectativas dos mercados financeiros e às mudanças dessas expectativas. É uma medida de como a empresa supera a meta estabelecida pelas expectativas do mercado.

Procedimentos metodológicos

• Problema de pesquisa

Verificar se existe correlação entre a obtenção da certificação pela ISO 14001 por empresas brasileiras de capital aberto e a geração de valor para o acionista, medida pelo TSR.

• Variável preditora

Obtenção da certificação pela ISO 14001 nas empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

• Variável critério

Geração de valor para o acionista, medida através do Retorno Total para o Acionista (TSR).

• Objetivo geral

Estudar algumas empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo que tenham obtido certificação pela ISO 14001 e verificar se existe relação com a geração de valor para o acionista.

Em outras palavras, pretendia-se verificar se existe uma relação entre a maximização da riqueza dos acionistas, medida pelo TSR, e a responsabilidade ambiental das empresas, objetivamente avaliada pela obtenção da certificação pela ISO 14001, dentro do cenário das empresas de capital aberto no Brasil.

• Plano amostral

O Plano Amostral consiste em um conjunto de quatro empresas que possuem certificação pela ISO 14001 e que tenham ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A escolha dessas empresas não foi feita de forma aleatória, sendo escolhidas conforme as especificações acima.

Adotou-se a amostra não-probabilística, lançando-se mão do uso da técnica de amostragem por tipicidade.

As empresas escolhidas foram as seguintes:

- Aracruz Celulose, S. A.
- Klabin, S. A.
- Duratex, S. A.
- Sadia, S. A.

• Limitações

Como as empresas não foram selecionadas de forma aleatória, ou seja, os critérios de seleção foram pré-definidos, este trabalho pode ser definido como sendo apenas descritivo e exploratório, ou seja, o resultado desta pesquisa não pode ser aceite como representativo da população, restringindo-se apenas às empresas analisadas.

Devido à baixa liquidez das ações ordinárias (ON), foram analisadas somente as ações preferenciais (PN).

• Coleta de dados

Na fase de levantamento de dados, a amostra foi pequena. Buscou-se manter os objetivos pretendidos pelo estudo delineado nesta pesquisa, de modo a esclarecer seus obje-

tivos gerais e a maneira pela qual as variáveis se apresentaram. A coleta de dados foi feita através de sites das próprias empresas e de sites que continham dados financeiros como a BOVESPA e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essas informações foram essenciais e necessárias para a realização do cálculo dos índices financeiros (TSR e IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo).

Em primeiro lugar, foram identificadas as datas de obtenção da certificação pela ISO 14001 pelas empresas com ações negociadas na BOVESPA. Posteriormente, foram coletados os preços diários das ações das empresas estudadas no período de 1994 a 2002 e o histórico de eventos de pagamento de proventos, contendo a data do pagamento e o valor do provento.

• Tratamento dos dados

Os resultados brutos da pesquisa foram tratados de maneira a serem significativos e válidos para as empresas pesquisadas, usando o método quantitativo através de comparações dos resultados dos índices (TSR e IBOVESPA) no período anterior e posterior à obtenção da certificação pela ISO 14001 para verificar a correlação entre as variáveis.

Foi analisada a evolução de uma carteira teórica de 100 000 ações, considerando que o primeiro investimento foi feito exatamente três anos antes da data de obtenção do certificado. Esta foi comparada com uma segunda carteira teórica de 100 000 ações montada na data de obtenção do certificado e sua evolução no decorrer de três anos posteriores.

Essa evolução foi medida através do cálculo do TSR, no qual foi obtida a geração de valor para o acionista nos três anos anteriores e posteriores à data de obtenção do certificado; e a média anual de crescimento da carteira de ações nos mesmos períodos. Com esses resultados foi calculada a diferença entre a variação das ações e a variação do IBOVESPA para verificar se o desempenho das empresas foi superior ou inferior ao do mercado.

O TSR é um índice que mede o retorno total ao acionista. Esse índice foi base de cálculo para análise da geração de valor para o acionista comparado com o

IBOVESPA, que é um índice que mede a variação média do mercado.

Análise dos dados

• Aracruz

No período de três anos anterior à data de obtenção da certificação pela ISO 14001 (em 22/10/1996), a Aracruz teve um desempenho melhor que o mercado em 58,70%. Nos três anos posteriores, o retorno ao acionista foi superior ao IBOVESPA em 93,50%.

O desempenho da Aracruz no período de três anos após a data de certificação foi melhor que o período anterior à mesma, indicando que houve um aumento do valor gerado ao acionista após a obtenção do certificado.

• Duratex

No período anterior à data de obtenção da certificação pela ISO 14001 (em 10/12/1997), a Duratex teve um desempenho inferior ao IBOVESPA em 116,15%. Nos três anos posteriores à obtenção do certificado, a empresa registrou uma variação no TSR inferior ao IBOVESPA em 19,60%.

Portanto, a Duratex teve uma *performance* superior no período posterior à obtenção do certificado, melhorando a geração de valor para o acionista.

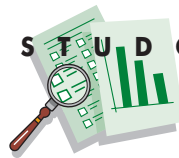
• Sadia

Observou-se que a Sadia no período anterior à data de obtenção da certificação pela ISO 14001 (22/10/1999) teve retorno para o acionista superior à variação do IBOVESPA no mesmo período em 71,65%. No período de três anos posterior à data de obtenção da certificação pela ISO 14001, houve uma *performance* melhor que a do mercado em 43,36%.

O desempenho da Sadia no período de três anos antes da data de certificação foi melhor que o período posterior à mesma, indicando que houve uma redução do valor gerado ao acionista após a obtenção do certificado.

• Klabin

No período de três anos antes da data de obtenção da certificação pela ISO 14001 (19/11/1999), a Klabin teve um desempenho de 97,27% abaixo da variação do IBOVES-



PA. Nos três anos posteriores à obtenção do certificado, o desempenho da Klabin foi superior ao do mercado em 33,54%.

Após a obtenção da certificação pela ISO 14001, a Klabin melhorou a sua geração de valor para o acionista, saindo de uma situação onde o seu desempenho era inferior ao do mercado, para um desempenho superior ao do mercado.

Conclusão

As empresas que se comprometem com o desenvolvimento sustentável estão investindo no longo prazo, ampliando seus conceitos e adotando estratégias que visam a preservação do meio ambiente. Estas entendem que o grau de avaliação positiva ou negativa com que é julgada quanto a sua participação na resolução das questões de sustentabilidade, determinará, em larga medida, a sua viabilidade no longo prazo.

É necessário estabelecer uma política ambiental clara e definida que irá direcionar as atividades da organização. Além disso, a adoção dessas normas constitui um importante passo para a conscientização de todos com relação ao tema ambiental, com o comprometimento da alta direção da empresa e de seus acionistas.

A empresa deve investir e ter um papel fundamental na criação de valores sustentáveis em relação à preservação ambiental tanto dentro da empresa, como em toda a Sociedade. Há de se entender que uma organização pode obter vantagens competitivas a partir de uma boa administração dos recursos naturais.

Da mesma forma, os acionistas devem contribuir e alinhar seus objetivos, buscando tomar decisões que considerem a importância dos recursos naturais, já que estes são limitados. Um dos critérios que os acionistas devem levar em consideração antes de investir seu capital pode ser a verificação de programas de proteção ambiental e obtenção da certificação pela ISO 14001 nas empresas.

A partir desse raciocínio, as empresas devem ser socialmente responsáveis, atendendo não só os interesses dos acionistas, mas também de todos os interessados na organização.

A geração de valor é um dos principais objetivos para as empresas. Daí se destaca a importância de saber alocar os

recursos necessários para gerar os resultados esperados e criar valor.

Dentre as empresas analisadas, a Sadia foi a única empresa que apresentou uma redução na geração de valor para o acionista após a obtenção da certificação pela ISO 14001.

Há evidências, portanto, de que ocorreu uma relação positiva entre a obtenção da certificação pela ISO 14001 e a geração de valor ao acionista, nas outras três empresas estudadas.

Destacamos, porém, que não é possível fazer nenhuma inferência para o universo de empresas de capital aberto, por tratar-se de um estudo descritivo e exploratório do impacto no valor das ações de apenas quatro empresas, selecionadas de forma não-probabilística.

A partir da análise das variáveis principais, dependente e independente, aqui propostas, é possível observar que no universo das empresas pesquisadas, os acionistas parecem valorizar as empresas preocupadas com o meio ambiente e também parecem priorizar empresas que possuem certificação pela ISO 14001.

Diante dos resultados obtidos, é possível observar que a obtenção da certificação pela ISO 14001 no Brasil é uma ferramenta a ser explorada pelas empresas, sendo uma forma de auxiliar na formulação e implementação mais eficaz de estratégias de negócios direcionadas à gestão ambiental, além de neutralizar as ameaças ambientais, sejam elas atuais ou potenciais.

As empresas devem mudar essa visão de que a certificação é um mero instrumento de captação financeira, e partir para a mentalidade de que ela contribui de maneira significativa na criação de vantagens competitivas e para o bem estar da Sociedade, concomitantemente. Tanto as empresas quanto os acionistas estão percebendo a importância de considerar o meio ambiente nas suas decisões.

Os próximos passos a serem dados nessa linha de pesquisa seriam o aprofundamento do universo de pesquisa, incluindo outras empresas que obtiveram a certificação pela ISO 14001, e a análise da correlação entre o TSR e a obtenção do certificado em períodos mais longos e mais curtos de tempo, para entender a reação do mercado no curto prazo e no longo prazo. ■

Referências bibliográficas

BANCO MUNDIAL (1992), **Desenvolvimento e Meio Ambiente: Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial 1992**. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

COPELAND, T.; KOLLER, T. e MURRIN, J. (2002), **Avaliação de Empresas: Calculando e Gerenciado o Valor das Empresas**. 3ª ed., Makron, São Paulo.

DONAIRE, D. (1999), **Gestão Ambiental na Empresa**. Atlas, São Paulo.

HERMAN, P. e MOTTA, R. (1994), **Valorando a Natureza:**

Análise Econômica para o Desenvolvimento Sustentável. Campus, Rio de Janeiro.

RAPPAPORT, A. (2001), **Geração de Valor para o Acionista: Um Guia Prático para Administradores e Investidores**. Atlas, São Paulo.

SCHMIDHEINY, S. (1992), **Mudando o Rumo**. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

VALLE, C. E. (1995), **Como se Preparar para as Normas ISO 14000: Qualidade Ambiental**. Pioneira, São Paulo.

Sim, desejo assinar a revista Pessoal por 12 edições por apenas 35 Euros

DADOS PESSOAIS

Nome: _____

Morada: _____

Localidade: _____

Telefone de contato: _____

E-mail: _____

INDIQUE A FORMA DE PAGAMENTO PREFERIDA

AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO EM CONTA. Por ordem minha contra ordem que procederei, a partir desta comunicação, ao estabelecimento de cobrança de crédito em nome da Editora, para a emissão de boleto bancário em nome do estabelecimento.

Titular da conta (nome completo): _____

Nº da conta corrente (com agência): _____

DÉBITO NO CARTÃO DE CRÉDITO. Mastercard Visa American Express Outros (informar): _____

Se preferir, por ordem de segurança, faça a assinatura através de cartão de crédito por telefone (21 337 0381) ou presencial, (exceto a partir de 01/05/2009) _____

CHEQUE. Em ordem da Vasp Premium. Junto envio cheque nº: _____

Neste caso, envie o cheque preenchido e o cheque no valor correspondente à assinatura dentro de um envelope fechado. Enviar para: VASP PREMIUM, ABRVINDO 1172-2728-511, AQUILINA CAÇEMA

LEIA: PRECISA DE AJUDA? LIGUE PARA: 0800-080000

TEL: 21-337-0381 FAX: 21-337-0382

WWW.VASP.PREMIUM.COM.BR

2728-511, AQUILINA CAÇEMA

ESTE CARTÃO PODE SER FOTOCOPIADO

