UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

Thiago Lima Emmanuel

DESEMPENHO FINANCEIRO E RESPONSABILIDADE SOCIAL NO BRASIL

Dissertação de Mestrado em Administração

Orientador: Prof. André Luiz Carvalhal da Silva
(COPPEAD / UFRJ)

RIO DE JANEIRO

2010

Thiago Lima Emmanuel

DESEMPENHO FINANCEIRO E RESPONSABILIDADE SOCIAL NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (COPPEAD) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. André Luiz Carvalho da Silva

Rio de Janeiro

2010

Emmanuel, Thiago Lima

Desempenho financeiro e responsabilidade social no Brasil / Thiago Lima Emmanuel

– 2010

37 f.: il.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2010.

Orientador: André Luiz Carvalho da Silva.

1. Finanças. 2. Responsabilidade Social. 3. Desempenho - Teses.

I. Carvalho da Silva, André Luiz (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Instituto COPPEAD de Administração. III. Título

Thiago Lima Emmanuel

DESEMPENHO FINANCEIRO E RESPONSABILIDADE SOCIAL NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (COPPEAD) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Aprovada por:

Orientador

Prof. André Luiz Carvalhal da Silva, D. Sc. (COPPEAD/UFRJ)

Profª. Margarida Maria Gomes Pereira Sarmiento Gutierrez, D. Sc. (COPPEAD/UFRJ)

Prof. Marcelo Verdini Maia, Ph.D. (PUC-RIO)

AGRADECIMENTOS

Agradeço, antes de tudo, ao meu pai Geraldo e minha mãe Rosângela, pela confiança e pelo suporte em toda minha vida, em especial nesses últimos dois anos. Espero um dia retribuir, pelo menos metade, todo o carinho e dedicação que vocês têm e tiveram por mim.

Agradeço à minha namorada Isabel, que soube entender o momento difícil que passamos e que soube abrir mão de muitas coisas junto comigo.

Agradeço à minha avó Rita e minha irmã Isabela, que mesmo de longe, sempre torceram pelo meu sucesso.

Agradeço ao meu orientador André Carvalhal pelas idéias e pelo suporte durante todo esse estudo.

Agradeço a todos que fazem parte do Coppead, desde o diretor ao pessoal da cantina. O sonho do mestrado começou em fevereiro de 2007 no curso de formação em finanças e hoje vai se concretizando.

Agradeço, por fim, aos meus amigos da turma 2008, que fizeram parte da minha família durante esses dois anos e vão deixar muita saudade.

RESUMO

Emmanuel, Thiago Lima. **Desempenho Financeiro e Responsabilidade Social no Brasil**. Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

A presente dissertação analisa a relação entre a responsabilidade social e o desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Esse tema tem sido amplamente debatido por acadêmicos e por gestores de grandes empresas e apresenta muitas discussões e pontos de vistas antagônicos. São muitas as pesquisas que tentam relacionar a responsabilidade social com a performance financeira das empresas. Não há, porém, um consenso definitivo sobre o assunto. Apesar de uma enorme gama de pesquisas empíricas sobre esse tema, são poucos os trabalhos que abordam o assunto no Brasil. Essa dissertação tem como objetivo responder as seguintes questões: (i) empresas brasileiras que investem mais em práticas de responsabilidade social apresentam maior desempenho financeiro? (ii) maior nível de transparência sobre os investimentos sociais traz algum tipo de recompensa? Nossos resultados indicam que as empresas que divulgam balanço social possuem desempenho superior ao das empresas que não divulgam. Além disso, todas as medidas de desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e retorno anormal) são relacionadas positivamente com os investimentos sociais.

Palavras-chave: responsabilidade social, desempenho das empresas.

ABSTRACT

Emmanuel, Thiago Lima. **Desempenho Financeiro e Responsabilidade Social no Brasil**. Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

This thesis analyses the relationship between social responsibility and financial performance of Brazilian companies listed on BM&FBovespa. This subject has been largely discussed by academics and by managers of big companies and presents many discussions and different points of view. There are a considerably number of research that tries to link social responsibility and financial performance. However, there is not a fully established consensus about the issue. Despite of a great number of empirical research regarding this subject, there are few studies that use the Brazilian market as reference. This study has the objective to answer the following questions: (i) Do Brazilian companies that invest more in social responsibility have a better financial performance? (ii) Does a greater level of transparency on social investments generate some kind of reward? Our results indicate that companies that disclose social information have a superior performance when compared with companies that do not disclose. Moreover, all the measures of financial performance (ROA, ROE, P/B and abnormal return) are positively related with social investments.

Keywords: social responsibility, firm performance.

SUMÁRIO

1 Introdução	9
2 Revisão Bibliográfica	13
2.1 Performance Social.....	14
2.2 Performance Financeira.....	16
2.3 Metodologias Empregadas.....	17
2.4 Resultados das Pesquisas.....	19
2.5 Estudos Realizados no Brasil.....	20
3 Dados e Metodologia	22
3.1 Hipóteses.....	22
3.2 Dados.....	22
3.3 Metodologia.....	24
4 Resultados	27
5 Conclusões	33
6 Referências Bibliográficas	35
Apêndice	37

1 Introdução

O tema responsabilidade social desperta interesse crescente na sociedade. A sustentabilidade passou a ser componente importante nas estratégias empresariais. O desafio, porém, reside no nível de investimento que deve ser despendido em práticas sociais. Para investigar a questão o presente estudo tem como objetivo central analisar a relação entre investimentos em práticas sociais e o desempenho financeiro de empresas brasileiras.

Após anos de prosperidade e avanços em diversas áreas, a economia mundial começa a apresentar algumas sérias consequências desse processo. As grandes corporações cresceram e se internacionalizaram ao longo do tempo, foram e certamente serão as grandes impulsionadoras do progresso. Como contra partida, suas ações econômicas e suas estratégias terão um impacto social cada vez mais profundo (Mintzberg, 1984).

Durante muito tempo, talvez em razão dos grandes lucros e significativos avanços das empresas, tenha ocorrido uma grande miopia em relação aos efeitos colaterais das ações humanas e não foi dada a devida atenção para assuntos importantes como: degradação ambiental e desigualdade social (Freeman, Martin e Parmar, (2007). Vários eventos recentes como aquecimento global, catástrofes ambientais e aumento da criminalidade corroboram essa constatação.

Outra inegável evidência é a crescente conscientização da população em geral para os perigos e as ameaças desses impactos sociais e ambientais. Com isso, aumentam consideravelmente as pressões exercidas sobre as empresas pelos diversos *stakeholders* que a compõem. Assim, clientes, empregados, fornecedores, comunidade, governo, tendem a pressionar as empresas para que ajam com responsabilidade social e ambiental ao buscar seus objetivos.

Nesse cenário, um dilema emerge para as companhias: investir em ações de responsabilidade social traz algum tipo de recompensa para a empresa? Em outras palavras, as empresas que adotam práticas visando ao benefício dos *stakeholders* têm uma performance financeira superior? A questão parece ser de difícil solução, uma vez que, por um lado, a empresa está atendendo às demandas dos seus

stakeholders e, por isso, deveriam ser recompensadas pela sociedade e, em particular, pelos seus clientes; por outro lado, ela está destinando para ações “responsáveis” recursos que poderiam ter outros fins como re-investimento na própria empresa, aquisições, treinamento, ou, até mesmo, distribuição de dividendos. Sendo assim, incorre-se em custos maiores, o que seria possivelmente prejudicial à própria companhia.

Entre aqueles que acham que investir em práticas sociais é prejudicial para o desempenho de uma companhia destaca-se Milton Friedman. No seu famoso artigo escrito para o New York Times Magazine em 1970, ele já tratava do assunto e se posicionava radicalmente contra tais investimentos. Friedman (1970) acreditava que quem deveria se preocupar com a sociedade era o governo e eventualmente as pessoas físicas num ato individual. Isso jamais deveria ser atribuição das empresas. O objetivo e a razão de existir de uma corporação seria gerar mais dinheiro para seus donos ou acionistas. Friedman ia além, ao afirmar que a verdadeira responsabilidade social das companhias era aumentar seus lucros.

Na sua visão, os gestores são treinados para gerar riquezas para suas empresas e não possuem “habilidade social” para saber qual a melhor maneira de investir em ações responsáveis. Segundo Friedman, o executivo não tem mandato para destinar recursos para tais práticas e, uma vez que decida fazer isso, está agindo contra os interesses da empresa e de seus donos. O autor chega a comparar os investimentos desse tipo com práticas socialistas que ameaçam o capitalismo.

Friedman adota um discurso que pode ser interpretado como demasiadamente radical. Entretanto, sua visão certamente é compartilhada por muitos acadêmicos e executivos de empresas. Investimentos responsáveis são, na maioria das vezes, custosos e o retorno é quase sempre incerto e de longo prazo. Portanto, companhias que optem por fazer esse tipo de investimento em detrimento de algum outro podem ver-se em desvantagem competitiva, uma vez que seus concorrentes podem estar destinando os mesmos recursos em melhorias no seu produto ou no seu processo produtivo.

Desde a publicação do famoso artigo de Milton Friedman até hoje se passaram aproximadamente quatro décadas, o cenário econômico e competitivo mudou e vem se reinventando de uma forma cada vez mais dinâmica. É fundamental que as

empresas acompanhem essas mudanças ao estabelecer suas estratégias para o futuro. Prahalad e Hamel (1994) atribuíram a derrocada de algumas das mais poderosas empresas do mundo à ineficiência dos seus gestores em prever e a responder às novas realidades competitivas. Novas forças estão remodelando o panorama de competição da indústria e as fontes de vantagens competitivas também mudam. Essas novas forças pressionam os gestores a repensar a maneira de atuação das suas companhias para que não sejam superadas pelas suas rivais. A preocupação com as ações sociais e mudanças das expectativas dos clientes estão entre as forças que tendem a pressionar a mudança de comportamento das corporações nos próximos anos.

Nesse sentido, Freeman, Martin e Parmar (2007) apresentam a idéia do “capitalismo dos *stakeholders*”, capitalismo baseado na ética e na moral, que enxerga a relação com os *stakeholders* como essencial para a criação de valor para a companhia. Ao contrário do proposto por Friedman (1970), o foco da empresa não deve limitar-se a gerar riqueza para os acionistas, e sim gerar bem-estar para todos aqueles grupos que são afetados ou afetam a empresa.

Na mesma linha, Mintzberg (1984) afirma que o conceito de responsabilidade social voluntário das empresas surgiu para dar legitimidade às ações das mesmas. Se essas não obtiverem a legitimidade perante seus clientes, funcionários, comunidade e outros *stakeholders*, não encontrarão sustentação para o seu negócio.

Quem compartilha dessa visão acredita que possa haver recompensas por praticar ações de responsabilidade social, ou seja, crê que os custos incorridos na implementação de tais ações são superados por resultados melhores em razão de uma possível reputação melhor. São vários os exemplos em que isso pode acontecer: uma empresa que investe em embalagens recicláveis ou que notoriamente polui menos pode conquistar os clientes que valorizam aspectos ambientais e assim gerar mais riqueza; companhias que dão benefícios aos seus funcionários podem motivá-los e alcançar resultados melhores ou tendem a atrair os profissionais mais qualificados.

Por tomarem medidas que estão além das regras impostas pelas leis, essas empresas estão menos sujeitas a multas e a insatisfações podendo ser percebidas como menos arriscadas e mais atraentes para investidores e financiadores,

podendo, inclusive, obter melhores condições de crédito. Por outro lado, companhias que não se comprometem com aspectos sociais podem entrar em conflito com alguns dos seus *stakeholders* e serem vítimas de boicotes, greves e até mesmo destruição de alguns bens físicos (Ruf et al. (2001)).

Os defensores da teoria dos *stakeholders* acreditam que a construção de uma reputação social positiva perante a sociedade agrega valor para a empresa, especialmente a longo prazo. Segundo a teoria do *Resource Based View*, uma empresa tem um recurso que pode ser considerado como fonte de vantagem competitiva sustentável se esse recurso for raro, valioso, dificilmente imitável e não substituível por outro recurso (Barney (1991)). Uma reputação positiva de uma empresa pode ser uma vantagem competitiva sustentável se poucos no mercado tiverem tal reputação (Barney (1991) e Ruf et al. (2001)) e, como a construção de tal imagem requer muito tempo e custos, as empresas que já a possuem podem desfrutar de uma posição melhor no mercado.

Por gerar muitas discussões e apresentarem pontos de vistas tão antagônicos, o assunto tem sido amplamente debatido tanto por acadêmicos quanto por gestores de grandes empresas ao longo de mais de quatro décadas. São muitas as pesquisas que tentam relacionar a performance social com a performance financeira das empresas. Não há, porém, um consenso sobre o assunto.

Apesar de uma enorme gama de pesquisas empíricas sobre esse tema, são poucos os trabalhos que abordam o assunto no Brasil. O presente estudo analisa a relação entre a responsabilidade social e o desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. A dissertação tem como objetivo responder as seguintes questões: (i) empresas brasileiras que investem em práticas de responsabilidade social apresentam maior desempenho financeiro?; (ii) maior nível de transparência sobre os investimentos sociais traz algum tipo de recompensa?

Nossos resultados indicam que as empresas que divulgam balanço social possuem desempenho superior ao das empresas que não divulgam. Além disso, todas as medidas de desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e retorno anormal) são relacionadas positivamente com os investimentos sociais.

O trabalho está estruturado em 5 seções. Na seção 2, apresentamos um resumo de algumas pesquisas sobre o tema. A seção 3 mostra os dados e metodologia empregada, e a seção 4 apresenta os resultados encontrados. Na seção 5, são feitas as considerações finais e sugeridos novos estudos.

2 Revisão Bibliográfica

Existe na literatura um grande número de trabalhos tratando a relação entre desempenho financeiro e desempenho social das empresas. Apesar de mais de quarenta anos de pesquisas e discussões sobre o tema, parece não haver uma conclusão definitiva e o assunto está longe de ser consenso entre acadêmicos e profissionais.

A maior dificuldade encontrada em tais pesquisas é definir quais empresas, de fato, apresentam bom desempenho sócioambiental, e, ainda mais complicado, qual a melhor maneira de se auferir tal desempenho. Segundo Becchetti et al. (2008), uma definição mínima de responsabilidade social está ligada ao fato de as empresas escolherem como estratégia não burlar leis e regulamentos ao almejar a maximização da riqueza dos seus acionistas. Além disso, uma definição mais rígida diz que responsabilidade social estaria diretamente relacionada a adoção de práticas que afetam positivamente o bem-estar de alguns dos seus *stakeholders*. Ou seja, as empresas fazem mais do que apenas seguir as leis impostas (McWilliams e Siegel (2000)).

O conceito de responsabilidade social é muito amplo e é formado por inúmeras variáveis. A percepção de qual dessas variáveis são mais ou menos importantes varia de indivíduo para indivíduo, o que traz uma grande subjetividade ao conceito. Como consequência disso, os estudos anteriores apresentam uma grande variedade de metodologias tanto para obter uma medida precisa do desempenho social das organizações quanto para o método utilizado para relacionar este com a performance financeira. Aupperle et al. (1985) criticam a simplicidade de muitas dessas metodologias e afirmam que algumas pesquisas são carregadas de ideologias e interpretações emocionais que tendem a influenciar o resultado final.

Além de divergências em relação aos métodos utilizados para verificar a relação entre desempenho financeiro e social, os resultados obtidos em estudos anteriores também são distintos e poucos esclarecedores. Alguns autores encontram relações positivas, outros, relações negativas, e alguns não encontram nenhuma relação significativa entre as variáveis financeiras e sociais. Ullmann (1985) atribui a inconsistência dos resultados aos diferentes métodos de medir desempenho social utilizados pelos autores.

A presente revisão bibliográfica está estruturada da seguinte maneira: a seção 2.1 apresenta diferentes maneiras encontrada pelos autores para medir desempenho social; a seção 2.2 mostra os principais indicadores financeiros presentes nos estudos; a seção 2.3 mostra os principais métodos utilizados; a seção 2.4 resume os principais resultados; e a seção 2.5 apresenta alguns dos estudos feitos no Brasil recentemente.

2.1 Performance Social

A forma de avaliação do desempenho social das empresas é o ponto mais crítico e polêmico das pesquisas realizadas sobre o assunto. Na maioria das vezes, tal desempenho é avaliado por terceiros, que estão sujeitos a vieses e a pré-julgamentos. Os métodos são quase sempre subjetivos e muitas vezes questionáveis.

Waddock e Graves (1997), McWilliams e Siegel (2000), Ruf et al. (2001) e Becchetti et al. (2008) usam como base para as suas pesquisas a avaliação realizada pela Kinder, Lydenberg e Domini (KLD). A KLD é uma empresa independente que atribui notas ou *ratings* relacionados às práticas sociais e ambientais das 3000 maiores empresas listadas nos EUA.

A KLD possui analistas especializados por tipo de indústria, que utilizam diversas fontes de informações (notícias veiculadas na mídia, informações da empresa, comunicados públicos, informações de organizações não governamentais, etc.). A partir das mesmas, são atribuídos pontos positivos (forças) e negativos (preocupações) para mais de 90 pontos divididos em 8 grandes grupos: relacionamento com a comunidade, governança corporativa, diversidade dos trabalhadores (minorias), relação com os empregados, direitos humanos, qualidade

dos produtos, aspectos ambientais e envolvimento com negócios controversos (bebida, jogos, tabaco, etc.).

Uma das críticas envolvendo essa metodologia é que não há uma diferenciação dos itens. Um aspecto negativo (preocupação) como um derramamento de algum insumo químico em um rio tem o mesmo peso de outro aspecto negativo como uma relação difícil com algum sindicato de trabalhadores. Para contornar essa aparente limitação, Waddock e Graves (1997) pediram que especialistas em desempenho social avaliassem o grau de importância, numa escala de 0 a 100, de cada um dos 8 grupos presentes no método KLD. A partir da média dos graus atribuídos, foram estabelecidos diferentes pesos para cada grupo. Ruf et al. (2001) também ponderam os itens analisados pelo método KLD, mas usam questionários enviados a investidores “sociais” para atribuir os pesos.

McWilliams e Siegel (2000) e Becchetti et al. (2008) utilizam como *proxy* para performance social a inclusão ou não no índice social Domini 400. As empresas elegíveis para tal índice são aquelas que possuem as melhores avaliações segundo o método KLD.

Preston e O'Bannon (1997) utilizam os dados sobre a reputação de 67 grandes empresas americanas divulgados pela revista Fortune anualmente. O índice de reputação da Fortune é baseado em questionários enviados a mais de 8000 executivos e especialistas de fora das indústrias que avaliam dando notas de 0 a 10 para 8 quesitos sociais: qualidade da administração, qualidade dos produtos e serviços, inovações, propensão a investir a longo prazo, habilidade para selecionar e reter bons profissionais, boa utilização dos seus ativos, responsabilidade com a comunidade e o meio ambiente, e estabilidade financeira. Os autores utilizam 3 critérios dos 8 avaliados pela revista: responsabilidade com a comunidade e o meio ambiente, habilidade para selecionar e reter bons profissionais e qualidade dos produtos e serviços.

Stanwick e Stanwick (1998) também utilizam como *proxy* para performance social o índice da revista Fortune, mas além de considerar todos os itens, consideram como *proxy* para desempenho ambiental o nível de poluição gerado pelas empresas. Tal nível foi obtido através do relatório de resíduos tóxicos elaborado pelo *Environmental Protection Agency* (EPA).

Pava and Krausz (1996) classificam como empresas que têm bom desempenho social aquelas ditas responsáveis pelo *Council of Economics Priorities* (CEP), organização sem fins lucrativos que pesquisa e premia empresas com bons fundamentos sociais. Os estudos do CEP foram os mais usados para auferir o desempenho social nos primeiros estudos na década de 70. Seus quesitos de avaliação são: meio ambiente, ascensão de mulheres e minorias, transparência de informações, relação com trabalhadores, caridade e relacionamento com a comunidade, contratos militares e energia nuclear, tabaco e passivos gerados por seus produtos e preocupação com o Terceiro Mundo.

2.2 Performance Financeira

Diferente do desempenho social, a performance financeira utilizada nos estudos é obtida de maneira mais direta através de bancos de dados como Bloomberg, Compustat, etc. Os indicadores utilizados são quase sempre os mesmos e dividem-se em, basicamente, dois grupos: indicadores contábeis e indicadores de mercado.

Entre os indicadores contábeis, os mais usados são ROA (*Return on Asset*) e ROE (*Return on Equity*). Waddock e Graves (1997), McWilliams e Siegel (2000) e Ruf et al. (2001) utilizam, além do ROA e ROE, o ROS (*Return on Sales*) e o crescimento das vendas. Becchetti et al. (2008) utilizam o número de vendas por empregados, além dos tradicionais ROA e ROE.

Entre os indicadores de mercado, o mais usado é o retorno das ações ajustado pelo seu nível de risco. Cohen et al. (1997) e Makni et al. (2009) usam o retorno de mercado como sendo a soma dos dividendos pagos e da valorização do preço da ação, dividido pelo seu preço inicial. Para ajustar pelo nível de risco utilizaram o beta dos ativos. Cohen et al. (1997) salientam a importância de utilizar variáveis de mercado para medir o desempenho financeiro das companhias, uma vez que o retorno de mercado traduz melhor como os acionistas vêem a empresa a longo prazo, enquanto os indicadores contábeis mostram como a empresa se apresenta no presente momento. Caso os acionistas acreditem que um melhor desempenho social trará algum benefício futuro para a performance da companhia, isso deverá refletir-se nos preços das ações hoje. Outro ponto abordado pelos autores diz

respeito a possíveis fraudes nos balanços e, conseqüentemente, nos indicadores contábeis.

Pava e Krausz (1996) abordam o desempenho de uma forma mais ampla. Os autores adotam 4 grupos como critério de performance financeira. O primeiro grupo usa indicadores de mercado, como retorno de mercado, preço por lucro (P/L) e o valor de mercado sobre patrimônio líquido (P/B – *price to book*). O segundo grupo utiliza medidas contábeis, entre elas, ROA, ROE e LPA (lucro por ação). O terceiro grupo apresenta diversas medidas de risco, como beta de mercado e a proporção de capital de terceiros e capital próprio. A intenção é verificar se empresas responsáveis são mais ou menos arriscadas do que as demais. O último grupo mede outras características como nível de dividendos distribuídos, número de linhas de negócios, intensidade de investimento de capital, etc.

2.3 Metodologias Empregadas

A imensa maioria dos trabalhos examina a relação entre performance financeira e performance social, mas outras duas relações também são importantes para uma compreensão mais ampla do tema. São poucos os estudos que conseguem abordar todas as relações em um só modelo (Freedman e Jaggi (1982)). Segundo Ullmann (1985), as três relações são:

- a) Informações disponíveis sobre práticas sociais *versus* performance social: os estudos visam compreender se há alguma relação entre a qualidade e quantidade das informações fornecidas pelas companhias com o desempenho social apurado na prática.
- b) Informações disponíveis sobre práticas sociais *versus* performance financeira: os trabalhos que examinam essa relação tentam apurar se há algum benefício econômico para as empresas que divulgam mais informações a respeito de suas ações envolvendo assuntos sociais.
- c) Performance social *versus* performance financeira: constitui a grande maioria dos estudos sobre o tema, tenta avaliar a relação entre as duas performances. Em alguns estudos a causalidade também é examinada.

Ingram e Frazier (1983) examinam a primeira relação, ao analisar a performance social das empresas segundo a análise do *Council of Economics Priorities*, com as informações divulgadas sobre tal performance em balanços sociais e outros comunicados das próprias empresas. Os autores encontram uma relação muito fraca entre as informações divulgadas e as ações sociais empregadas de fato. Apesar de fraca, encontram alguns indícios que companhias com performances sociais piores tendem a divulgar mais informações em seus relatórios anuais. Os autores chamam a atenção para o fato de que pode haver falta de qualidade, credibilidade ou pouca relevância nos dados divulgados nos balanços sociais, uma vez que, na maioria das vezes, são voluntários e nem sempre passam por processos confiáveis de auditoria.

Verschoor (1998) examina a segunda relação em uma pesquisa empírica com 500 grandes empresas americanas listadas em bolsa. Ele verificou se as empresas que mostram suas práticas éticas em seus relatórios anuais têm desempenho econômico superior. Da totalidade das companhias estudadas, aproximadamente um quarto divulga algum tipo de informação sobre tais práticas. A partir da identificação das companhias que abriram algum tipo de informação, foram formados dois portfólios: um com empresas que abordavam o assunto em seus relatórios anuais e outro com empresas que não o abordavam. Verschoor encontra resultados que apontam um melhor desempenho financeiro do portfólio de empresas que informam aos acionistas suas práticas éticas.

Os estudos que tratam da terceira relação se dividem em três categorias: comparação de portfólios, estudo de eventos e regressões múltiplas. Pava e Krausz (1996) utilizam uma técnica de comparação de portfólios em sua pesquisa, que compara os indicadores financeiros de 106 empresas divididas em dois grupos: um formado por companhias que foram consideradas responsáveis pelo CEP e outro grupo formado por empresas que não receberam tal classificação.

Becchetti et al. (2008) usam a mesma técnica ao analisar o desempenho econômico de mais de 1000 empresas listadas nos EUA num período de 13 anos. Os autores dividem as empresas em três portfólios, que foram chamados de: “*nondomini*” “*sempredomini*” e “*domini*”, caracterizando, respectivamente, se a companhia nunca

esteve presente, sempre esteve presente ou já esteve presente em algum momento do período analisado no índice social Domini 400.

McWilliams e Siegel (2000) também utilizam o método de comparação de portfólios para verificar a performance econômica de 524 empresas americanas no período de 1991-1996, também comparando companhias que estavam presentes no índice Domini 400 com as demais

Brito (2005) desenvolve sua metodologia baseada nas técnicas de estudos de eventos. Ele verifica se eventos ambientais praticados por empresas brasileiras listadas na BM&Bovespa entre os anos de 1997 e 2004 tiveram algum efeito significativo no retorno de suas ações. O autor considerou eventos positivos (como prêmios e certificações ambientais, além de anúncio de investimentos na área) e negativos (acidentes e irregularidades ambientais). Foram usados setores com alto potencial de impacto ambiental, como siderurgia, mineração, químico, petróleo e gás e papel e celulose.

Makni et al. (2009), Waddock e Graves (1997) e Preston e O'Bannon (1997) utilizam regressões múltiplas para relacionar desempenho financeiro e social. Enquanto o primeiro analisa empresas canadenses, os dois últimos fazem um estudo nos EUA. Além de examinar tal relação, esses autores também verificam a causalidade entre a performance financeira e ambiental. Ruf et al. (2001) também usam regressão múltipla para examinar a relação entre o aumento ou decréscimo do desempenho sócioambiental em dois anos com a variação dos indicadores financeiros.

2.4 Resultados das Pesquisas

Os resultados dos estudos sugerem uma indefinição sobre o assunto. Ullmann (1985) fez um resumo dos resultados obtidos pelas primeiras pesquisas sobre a relação entre performance financeira e social. Analisando 14 estudos realizados entre 1972 e 1984, em geral sem muito rigor econométrico, a maioria (8) apresenta uma relação positiva, apenas 2 apresentam relação negativa, e 4 não encontram relação significativa.

Pava e Krausz (1996) também sintetizam resultados de pesquisas anteriores, apresentando 21 estudos entre 1972 e 1992. Os autores constatam que, na maioria

desses estudos, as empresas com boas práticas têm desempenho igual ou superior às outras empresas. Doze desses estudos mostram uma relação positiva, 1 apresenta relação negativa e 8 não encontram associação significativa. Em seu próprio estudo Pava e Krausz (1996) concluem que não há evidências de que empresas que são vistas como socialmente responsáveis apresentem resultados piores do que as demais. Ao comparar o portfólio ético com o portfólio normal, o primeiro apresenta um desempenho de mercado melhor.

Becchetti et al. (2008) encontram resultados variados. Empresas que estão presentes no índice Domini 400 tendem a ter um indicador de venda por empregado melhor, mas apresentaram ROE menor. McWilliams e Siegel (2000) encontram um possível viés de omissão, pois, segundo eles, a relação entre desempenho social e econômico é especificada incorretamente se não controlar a regressão por investimentos em P&D. Os autores afirmam que pesquisas anteriores demonstram que o grau de investimento em P&D é relacionado positivamente com lucratividade e retornos para os acionistas, e que o grau de investimento em P&D também se relaciona positivamente com o desempenho social. Os autores encontram uma relação positiva e significativa entre o desempenho social e performance econômica, mas, quando controlam pelo grau de investimento em P&D, a relação encontrada não é estatisticamente significativa.

Waddock e Graves (1997) encontram uma relação positiva entre performance sócioambiental e desempenho financeiro. Ruf et. al. (2001) encontram uma relação positiva entre desempenho social, crescimento de vendas e ROS. Por outro lado, Makni et al. (2009) concluem que empresas com performance social melhor apresentam retornos de mercado inferiores, e Aupperle et al. (1985) não encontram relação entre as variáveis.

2.5 Estudos Realizados no Brasil

A maioria dos estudos relacionando desempenho sócioambiental com desempenho financeiro foi realizado no mercado americano. São poucas as pesquisas feitas em países emergentes (Brito (2005)). No Brasil, o número de trabalhos começou a crescer principalmente após o lançamento do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa. O ISE foi criado em 30 de novembro de 2005 e

tem como objetivo medir o retorno de uma carteira teórica composta por empresas melhor classificadas em termos de responsabilidade social e ambiental.

Cavalcante, Bruni e Costa (2009) analisam o retorno e risco da carteira teórica formada pelos ativos presente no ISE com o Ibovespa e IBrX. Desde a criação do ISE, não existe evidência estatística que a carteira formada por empresas com boas práticas sociais e ambientais teve retornos superiores. Por outro lado, nos dias que antecederam a sua criação, a carteira do ISE, que foi obtida retroagindo a composição de ativos que viriam a formar o índice de sustentabilidade, apresentou retornos significativamente maiores, sugerindo que houve uma antecipação na precificação por parte do mercado. Em um teste mais robusto, os autores retiram da carteira do ISE instituições financeiras que representam 60% do índice, já que esta atividade não está muito ligada a litígios ambientais e tem poderio econômico para investir em programas sociais. Após a retirada desses ativos, o ISE apresentou desempenho superior.

Brito (2005) analisa o impacto de notícias positivas e negativas relacionadas a práticas ambientais das empresas brasileiras e concluiu que notícias negativas têm impacto negativo nos preços das ações, enquanto notícias positivas não têm efeito significativo.

Kitahara e Silveira (2008) examinam a relação entre o resultado operacional e investimentos em práticas sociais e ambientais de empresas brasileiras entre 2000 e 2004. Os investimentos em empresas “responsáveis” foram obtidos através dos balanços sociais divulgados pelo IBASE. Os autores obtêm uma amostra composta por 304 empresas totalizando 1024 balanços sociais. Dos itens que compõem o balanço social do formato do IBASE, quatro foram escolhidos como variável independente: investimento social interno, investimento social externo, investimento em meio ambiente e investimentos totais. Os autores encontram que os investimentos sociais têm relação positiva com o resultado operacional, mas não encontram nenhuma relação entre investimentos em meio ambiente e resultado operacional.

3 Dados e Metodologia

3.1 Hipóteses

São testadas duas hipóteses nesse estudo. A primeira delas verifica se o simples fato de as empresas divulgarem os seus investimentos sociais proporciona um resultado financeiro superior. Caso essa hipótese seja confirmada, haverá indícios de que uma maior transparência das empresas no que diz respeito a suas práticas sociais transmite uma mensagem positiva aos clientes e investidores levando a um desempenho melhor. Esse comparativo se assemelha a um estudo de comparação de portfólios, comparando um portfólio formado por empresas que divulgam informações sociais no modelo do Balanço Social do IBASE com um portfólio formado pelas demais empresas.

A segunda hipótese verifica se as companhias que investem mais em ações sociais conseguem auferir uma performance melhor. Se tal hipótese for confirmada, haverá indícios que investimentos em práticas sociais proporcionam às empresas um retorno superior aos gastos incorridos em tais ações. Sendo assim, o estudo analisa duas das três relações citadas por Ullmann (1985): informações sobre práticas sociais x performance financeira e performance social x performance financeira. As hipóteses podem ser resumidas conforme abaixo:

H1: Empresas que divulgam informações sobre os seus investimentos em práticas sociais possuem retornos superiores às demais empresas.

H2: Empresas que investem mais em atividades sociais possuem retornos superiores às demais empresas.

3.2 Dados

Para a realização deste estudo, analisamos 515 empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa no período de 2001 e 2007. Para medir o

desempenho social das empresas, verificamos quais companhias abertas listadas¹ divulgam o Balanço Social no modelo do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE). Entre 2001 e 2007, 84 empresas divulgaram, ao menos uma vez, o Balanço Social no modelo IBASE. O número de companhias que divulgou durante os anos variou bastante, totalizando 375 observações em todo o período, média de 53,6 observações por ano.

Utilizamos o banco de dados do IBASE, uma vez que o mesmo propõe uma metodologia padronizada de balanço social. É certo que muitas empresas já divulgam o seu próprio balanço social nos relatórios anuais, porém não existe, no mercado brasileiro, qualquer norma que obrigue a essa divulgação. Não há, também, nenhum tipo de recomendação sobre a forma ou padrão a serem seguidos. As companhias que disponibilizam balanços sociais fazem-nos voluntariamente e apresentam-nos de diferentes formas.

O modelo utilizado pelo IBASE, por ser padronizado, permite que seja possível a comparação entre empresas, mesmo que atuem em diferentes setores da economia e também permite a possibilidade de comparar o desempenho social de uma mesma companhia ao longo do tempo.

O modelo do Balanço Social está dividido em cinco grandes grupos, que se subdividem em vários itens. Os cinco principais grupos são: indicadores sociais externos, indicadores sociais internos, indicadores ambientais, indicadores de corpo funcional e informações relevantes quanto ao exercício da cidadania empresarial. Todos os gastos incorridos em cada item são divulgados em valores absolutos, em percentual da folha bruta de pagamento e em percentual da receita líquida. Para

¹ O IBASE foi criado em 1981 e teve como principal fundador o sociólogo Herbert de Souza, conhecido como Betinho. O balanço social foi um dos projetos do instituto e teve início em 1997. O seu principal objetivo era criar a cultura da transparência nas divulgações das práticas sociais nas empresas. O IBASE tem uma extensa base de dados com balanços sociais de empresas de grande, médio e pequeno porte ao longo de 13 anos. No fim de 2009, o instituto decidiu finalizar o projeto do balanço social por considerar que o seu principal objetivo, de motivar a transparência das empresas nas suas relações sociais, já estava cumprido. No entanto, o IBASE mantém disponível todo o histórico de balanços disponíveis para consulta.

facilitar a comparação entre empresas, no presente estudo, utilizamos o percentual da receita líquida para medir o nível de investimento das empresas em ações sociais. O modelo completo do Balanço Social do IBASE pode ser visualizado no Apêndice.

Vale ressaltar que nem todas as empresas preenchem todos os itens do balanço e, como o balanço não é auditado, algumas companhias podem divulgar apenas os itens que apresentam grandes investimentos, fato que indubitavelmente traz limitação ao estudo.

3.3 Metodologia

Para medir a relação entre responsabilidade social e performance financeira, usamos quatro indicadores de desempenho (2 contábeis e 2 de mercado). Os dados financeiros, tanto contábeis quanto de mercado, foram extraídos da base de dados Economática.

Dentre os índices contábeis, foram escolhidos o ROA (*return on assets*, medido pela razão entre o lucro operacional e o ativo total) e o ROE (*return on equity*, medido pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido).

O estudo também utilizou indicadores de mercado para medir o desempenho financeiro de uma companhia. A razão de não se limitar a análise de índices puramente contábeis tem dois motivos. O primeiro vem do fato dos indicadores contábeis poderem ser distorcidos por técnicas contábeis diferentes e até mesmo algum tipo de fraude. O outro, e mais importante, é relacionado com o tempo, uma vez que a contabilidade não é capaz de capturar os resultados que virão do futuro. Como a reputação de uma empresa é algo conquistado a médio ou longo prazo, as ações sociais, teoricamente, não se refletiriam no curto prazo e, conseqüentemente, o seu benefício não seria capturado pelos indicadores contábeis. Os indicadores escolhidos foram: retorno anormal e o índice *price-to-book* (P/B).

O retorno anormal é calculado através da diferença entre o retorno observado e o respectivo retorno esperado. Utilizamos a metodologia de cálculo de retorno anormal empregada nos estudos de eventos (Mackinlay (1997)). Anualmente, calculamos os retornos anormais de cada empresa usando o modelo de mercado de 1 fator,

utilizando o Ibovespa como índice de mercado. A janela de estimação adotada inclui dados de 5 anos anteriores. Nosso objetivo é verificar se existem retornos anormais das firmas com melhores práticas sociais.

O segundo indicador utilizado mescla variáveis de mercado e contábeis. O indicador *price-to-book* mede quanto o mercado precifica a empresa comparado ao seu patrimônio líquido. Esse indicador ganhou bastante popularidade após o estudo de Fama e French (1992).

Conforme discutido no item 3.2, o Balanço Social no modelo IBASE se divide em vários itens que são classificados em 5 principais grupos (indicadores sociais externos, indicadores sociais internos, indicadores ambientais, indicadores de corpo funcional e informações relevantes quanto ao exercício da cidadania empresarial).

Como desejamos analisar a relação entre responsabilidade social e desempenho financeiro, concentramos apenas nos 2 primeiros itens do balanço social. Portanto, os dois grupos analisados como variáveis de desempenho social são: indicadores sociais internos e indicadores sociais externos. O primeiro grupo está dividido nos seguintes itens de investimento: alimentação, encargos sociais compulsórios, previdência privada, saúde, segurança e medicina do trabalho, educação, desenvolvimento profissional, auxílio-creche e participação nos lucros. No outro grupo, os itens de investimento são: educação, cultura, saúde e saneamento, habitação, esporte, lazer e diversão, creches, alimentação, combate à fome e segurança alimentar e outros tributos.

Um ponto passível de crítica do balanço social é a presença de itens dentre os indicadores sociais internos e externos que se referem a tributos e encargos sociais compulsórios. Como tal dispêndio é uma obrigação das empresas, isso não poderia ser considerado como uma ação voluntária com características sociais. Criamos, então, novos índices de desempenho social, iguais aos anteriores, aqui referidos como “voluntários”, que excluem da análise os gastos com tributos e encargos sociais compulsórios.

A primeira análise realizada visa testar a hipótese 1, ou seja, se as empresas que divulgam informações sobre os seus investimentos sociais no modelo IBASE têm desempenho financeiro superior. Para isso, separamos a nossa base de dados em

dois grupos de acordo com a divulgação do balanço social e comparamos os resultados das variáveis financeiras (ROA, ROE, P/B e retorno anormal) entre os dois grupos. Utilizamos o teste de Mann-Whitney para analisar se existe diferença significativa entre o desempenho financeiro entre os dois grupos de empresas.

Em seguida, como nossa amostra contém 515 empresas ao longo de 7 anos (2001 a 2007) rodamos um painel com efeitos fixos para analisar a relação entre desempenho financeiro e divulgação dos investimentos sociais no modelo IBASE. Como analisamos modelos em painel, testamos a eficiência de diversos métodos (efeitos fixo e aleatório) através do teste de Hausmann. Os resultados do teste (não reportados) mostram que os modelos estimados por efeitos fixos são os mais adequados. Os modelos são estimados de acordo com a equação a seguir. Vale ressaltar que todos os modelos são ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade:

$$DESEMP_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 BALSOC_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

onde DESEMP é o desempenho financeiro da empresa (medido alternadamente pelo ROA, ROE, P/B e retorno anormal), *BALSOC* é uma variável *dummy* que indica se a empresa divulga Balanço Social no modelo IBASE, *TAM* é o tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), *ALAV* é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e passivo total), e *CRESC* é a média anual do crescimento da receita operacional nos últimos 3 anos.

Para testar a hipótese 2, também rodamos um painel com efeitos fixos para analisar a relação entre desempenho financeiro, investimentos e responsabilidade social. Para esta etapa do estudo, utilizamos apenas as empresas que divulgaram Balanços Sociais no modelo IBASE no período analisado. Nesse caso, incluímos alternadamente 3 variáveis explicativas: indicadores sociais internos, indicadores sociais externos, e total de indicadores sociais (soma dos indicadores sociais internos e externos). Para testar a robustez dos resultados, utilizamos também esses três indicadores sociais sem considerar as obrigações tributárias e sociais compulsórias, aqui referidos como “voluntários”. Os modelos são estimados de acordo com a equação a seguir. Vale ressaltar que todos os modelos são ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade:

$$DESEMP_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 SOCINT_{i,t} + \beta_3 SOCEXT_{i,t} + \beta_4 SOCTOT_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} \\ + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

onde DESEMP é o desempenho financeiro da empresa (medido alternadamente pelo ROA, ROE, P/B e retorno anormal), SOCINT é o indicador social interno (soma dos seguintes itens como percentual da receita líquida: alimentação, encargos sociais compulsórios, previdência privada, saúde, segurança e medicina do trabalho, educação, desenvolvimento profissional, auxílio-creche e participação nos lucros), SOCEXT é o indicador social externo (soma dos seguintes itens como percentual da receita líquida: educação, cultura, saúde e saneamento, habitação, esporte, lazer e diversão, creches, alimentação, combate à fome e segurança alimentar e outros tributos), SOCTOT (soma de SOCINT e SOCEXT), TAM é o tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), ALAV é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e passivo total), e CRESC é a média anual do crescimento da receita operacional nos últimos 3 anos. Além das variáveis SOCINT, SOCEXT e SOCTOT, também usamos os investimentos sociais voluntários: indicadores sociais internos sem tributos (SOCINTV), indicadores sociais externos sem tributos (SOCEXTV) e indicadores sociais total sem tributos (SOCTOTV).

4 Resultados

Após analisar a dispersão dos dados, foi observada a presença de muitos *outliers* nos dados, especialmente no grupo das empresas que não divulgam o Balanço Social no modelo IBASE. O outro grupo, das empresas que divulgam o Balanço Social, também apresenta bastante *outliers*, porém em menor proporção. Sendo assim, realizamos as análises sem e com os *outliers*. Como os resultados não mudam significativamente, optamos, por uma questão de espaço, por apresentar na dissertação apenas os resultados das análises sem os *outliers*².

A Tabela 1 mostra a estatística descritiva das variáveis usadas nesse estudo. Pode-se notar que, na média, as empresas brasileiras em nossa amostra possuem uma rentabilidade atrativa anual (ROA de 3,3%, ROE de 10,3% e retorno anormal de

² Consideramos *outliers* os valores que ultrapassam uma distância de 1,5 vezes a amplitude interquartílica. Os resultados com a presença dos *outliers* estão à disposição do leitor.

15,0%), preço de mercado 50% superior ao valor contábil, baixa alavancagem (26%) e boas oportunidades de crescimento (16% de crescimento histórico de vendas).

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Estatística descritiva das variáveis usadas no estudo de 2001 a 2007. A definição das variáveis pode ser vista na seção 3.

	Média	Mediana	Des Pad	Mínimo	Máximo
ROA	3,3%	2,8%	7,7%	-30,7%	33,1%
ROE	10,3%	10,1%	19,4%	-63,0%	85,0%
P/B	1,5	1,1	1,5	-4,5	7,9
RETAN	15,0%	1,5%	66,6%	-206,1%	284,6%
TAM	13,6	13,7	2,0	4,3	19,6
ALAV	25,9%	24,4%	20,5%	0,0%	112,5%
CRESC	16,5%	15,4%	17,5%	-50,4%	89,6%

A primeira análise visa testar a hipótese 1, ou seja, se as empresas que divulgam informações sobre os seus investimentos sociais no modelo IBASE têm desempenho financeiro superior. Para isso, separamos a nossa base de dados em dois grupos de acordo com a divulgação do balanço social e comparamos os resultados das variáveis financeiras (ROA, ROE, P/B e retorno anormal) entre os dois grupos. Utilizamos o teste de Mann-Whitney para analisar se existe diferença significativa no desempenho financeiro entre os dois grupos de empresas.

A Tabela 2 mostra os resultados. Podemos perceber que, à exceção do retorno anormal, as empresas que divulgam balanço social possuem desempenho (ROA, ROE e P/B) superior ao das empresas que não divulgam. O ROA, ROE e P/B das empresas que divulgam o balanço social são iguais a 4,6%, 15,5% e 1,46, bem superiores aos indicadores das empresas que não divulgam o balanço social (2,3%, 10,6% e 1,16, respectivamente). A diferença é significativa tanto do ponto de vista estatístico como econômico.

Tabela 2 – Desempenho Financeiro das Empresas Conforme Divulgação do Balanço Social

Medidas de desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e RETAN) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa de 2001 a 2007, classificadas em 2 grupos de acordo com a divulgação ou não do Balanço Social no modelo IBASE. A definição das variáveis pode ser vista na seção 3. Realizou-se o teste de Mann-Whitney para verificar se o desempenho médio dos dois grupos de empresas é diferente. ***, **, e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

	Divulgam Balanço Social	Não Divulgam Balanço Social
ROA	4,6%***	2,3%
ROE	15,5%***	10,6%
P/B	1,5***	1,2
RETAN	0,6%	7,4%

A Tabela 3 mostra os resultados do painel com efeitos fixos para analisar a relação entre desempenho financeiro e divulgação dos investimentos sociais no modelo IBASE. Os resultados são semelhantes aos da Tabela 2, ou seja, à exceção do retorno anormal, as empresas que divulgam balanço social possuem desempenho (ROA, ROE e P/B) superior ao das empresas que não divulgam.

A Tabela 4 mostra os resultados do painel com efeitos fixos para analisar a relação entre desempenho financeiro e os indicadores sociais (internos, externos e total) das empresas brasileiras. Podemos concluir que empresas mais socialmente responsáveis possuem maior ROE e P/B (não existe evidência para ROA e retorno anormal). Os resultados são estatisticamente significativos, e a influência dos indicadores sociais externos parece ser mais importante do que a dos indicadores sociais internos.

Tabela 3 – Painel com Efeitos Fixos da Relação entre Desempenho Financeiro e Divulgação do Balanço Social

Painel com efeitos fixos em que a variável dependente é o desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e RETAN) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa de 2001 a 2007, e a variável explicativa é BALSOC (variável *dummy* que indica divulgação do Balanço Social no modelo IBASE). O tamanho, alavancagem e crescimento das empresas são usados como variáveis de controle. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, estão em parênteses. ***, **, e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

	ROA	ROE	P/B	RETAN
BALSOC	0,03*** (0,00)	0,16*** (0,00)	0,50*** (0,00)	-0,09*** (0,00)
TAM	0,03*** (0,00)	0,04*** (0,01)	0,29*** (0,00)	-0,04*** (0,00)
ALAV	-0,01*** (0,00)	0,01* (0,06)	-0,01*** (0,01)	0,01*** (0,00)
CRESC	0,00 (0,20)	0,00 (0,30)	0,00 (0,30)	0,01*** (0,00)
R ² aj	0,33	0,15	0,27	0,25

A Tabela 5 mostra os resultados do painel com efeitos fixos para analisar a relação entre desempenho financeiro e os indicadores sociais (internos, externos e total) voluntários, ou seja, sem considerar as obrigações tributárias e sociais compulsórias. Os resultados indicam que todas as medidas de desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e retorno anormal) são relacionadas positivamente com os investimentos sociais voluntários. Os resultados são estatisticamente significativos, e tanto os indicadores sociais internos como externos são importantes, quando consideramos apenas a dimensão dos investimentos voluntários.

Tabela 4 – Painel com Efeitos Fixos da Relação entre Desempenho Financeiro e Indicadores Sociais

Painel com efeitos fixos em que a variável dependente é o desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e RETAN) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa de 2001 a 2007, e as variáveis explicativas são indicadores sociais (interno, externo ou total). O tamanho, alavancagem e crescimento das empresas são usados como variáveis de controle. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, estão em parênteses. ***, **, e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

	ROA		ROE		P/B		RETAN	
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
SOCINT	0,01 (0,60)		0,08 (0,25)		0,04* (0,08)		0,32** (0,02)	
SOCEXT	0,01 (0,28)		0,04** (0,04)		0,08* (0,03)		0,02 (0,59)	
SOCTOT		0,01 (0,17)		0,06*** (0,00)		0,07** (0,03)		0,03 (0,59)
TAM	0,01*** (0,01)	0,01*** (0,01)	-0,07*** (0,01)	-0,08*** (0,00)	0,71*** (0,00)	0,79*** (0,00)	0,06 (0,61)	0,02 (0,89)
ALAV	-0,01*** (0,00)	-0,01*** (0,00)	0,00 (0,94)	0,00 (0,20)	-0,05*** (0,00)	-0,04*** (0,00)	-0,01*** (0,01)	-0,01* (0,10)
CRESC	0,01** (0,04)	0,01** (0,03)	0,02 (0,43)	0,02 (0,42)	-0,53* (0,10)	-0,62*** (0,00)	0,30** (0,03)	0,09 (0,59)
R ² aj	0,45	0,46	0,20	0,20	0,43	0,50	0,23	0,23

Tabela 5 – Painel com Efeitos Fixos da Relação entre Desempenho Financeiro e Indicadores Sociais Voluntários

Painel com efeitos fixos em que a variável dependente é o desempenho financeiro (ROA, ROE, P/B e RETAN) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa de 2001 a 2007, e as variáveis explicativas são indicadores sociais (interno, externo ou total) voluntários, ou seja, sem considerar as obrigações tributárias e sociais compulsórias. O tamanho, alavancagem e crescimento das empresas são usados como variáveis de controle. Os p-valores, ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade, estão em parênteses. ***, **, e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

	ROA		ROE		P/B		RETAN	
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
SOCINTV	0,04*** (0,00)		0,28*** (0,01)		0,40* (0,05)		0,78*** (0,01)	
SOCEXTV	0,18** (0,02)		1,24*** (0,00)		0,92** (0,04)		3,73** (0,03)	
SOCTOTV		0,03*** (0,00)		0,39*** (0,00)		0,60** (0,05)		0,90*** (0,00)
TAM	0,01** (0,02)	0,01*** (0,01)	-0,13*** (0,00)	-0,11*** (0,00)	0,71*** (0,00)	0,75*** (0,00)	0,04 (0,74)	0,05 (0,61)
ALAV	-0,01*** (0,00)	-0,01*** (0,00)	0,00 (0,25)	0,01*** (0,00)	-0,05*** (0,00)	-0,05*** (0,00)	-0,01*** (0,01)	-0,01*** (0,01)
CRESC	0,00 (0,96)	0,00 (0,95)	0,11*** (0,00)	0,11*** (0,00)	-0,50*** (0,01)	-0,44*** (0,01)	0,29*** (0,01)	0,32*** (0,00)
R ² aj	0,44	0,45	0,20	0,20	0,50	0,50	0,22	0,23

5 Conclusões

O objetivo principal desse estudo é analisar a relação entre investimento em práticas sociais e o desempenho financeiro das empresas usando a realidade brasileira. A grande contribuição do trabalho é construir uma base com dados de práticas sociais padronizados e relacioná-los com indicadores financeiros de empresas abertas

Assim como nas pesquisas anteriores, realizadas principalmente nos EUA, a principal limitação desse estudo é encontrar uma base de dados consistente sobre dados de práticas sociais. A base de dados do IBASE, por ter um balanço padronizado para todas as entidades, nos permite comparar os investimentos em práticas sociais de empresas diferentes e da mesma empresa ao longo do tempo. Mas existem limitações, tais como, a falta de auditoria sobre os dados e a inclusão de alguns itens como “tributos pagos” e investimento em “alimentação”, que podem ser entendidos como obrigação das empresas. Outra limitação é o fato de não haver ponderação de importância entre os itens.

Apesar dessas limitações, o estudo é de grande relevância. A responsabilidade social é um tema cada vez mais discutido na sociedade e está inserido na realidade e estratégia das empresas. No início de 2010, após um grande desastre ambiental no Golfo do México, a empresa British Petroleum perdeu US\$ 90 bilhões em valor de mercado. Alguns analistas chegaram a prever sua concordata ou a venda da empresa. Tal episódio mostra o poder da opinião pública sobre questões sociais e ambientais e a influência que tais ações podem ter nas empresas.

O principal ponto que surge é: qual é o grau de investimento em práticas sociais que deve ser despendido pelas companhias? As empresas devem apenas evitar grandes escândalos sociais ou devem investir mais, beneficiando a sociedade e esperando alguma recompensa de imagem? Tais investimentos são, muitas vezes, custosos e com resultados incertos e, provavelmente, de longo prazo.

Os resultados desse estudo apontam para a conclusão que investir em práticas de responsabilidade social traz benefícios para as empresas. As empresas que mais investem nessas ações têm um resultado melhor em todos os indicadores de desempenho estudados. O estudo mostra que o retorno obtido, seja através de

empregados mais motivados ou clientes mais identificados com as empresas, é maior que os custos incorridos para implantar tais ações.

A dissertação também analisa se maior transparência dos investimentos em práticas sociais traz algum benefício para as empresas. Os resultados mostram que as empresas que divulgam o balanço social têm desempenho financeiro melhor para quase todos os indicadores estudados, mostrando que as empresas transparentes são valorizadas pela sociedade e pelo mercado.

O estudo tem como objetivo encorajar mais pesquisas sobre o assunto usando como referência o mercado brasileiro. Como sugestão de novos temas, a principal é utilizar novos métodos para avaliar o desempenho social das empresas. Outro assunto não abordado aqui é estudar qual é o sentido da relação entre desempenho social e desempenho financeiro. Alguns autores afirmam que empresas com muitos recursos disponíveis tendem a investir mais em práticas sociais. Logo, apenas empresas com bom desempenho econômico teriam bom desempenho social, daí a importância de verificar o sentido da relação.

6 Referências Bibliográficas

- AUPPERLE, K.; CAROLL, A.; HATFIELD, J. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28, p. 446–463, 1985.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, p. 99-120, 1991.
- BECCHETTI, L.; GIACOMO, S.; PINNACCHIO, D. The impact of social responsibility on productivity and efficiency of US listed companies. *CEIS Working Paper*, 210 e *Applied Economics*, forthcoming, 2008.
- BRITO, B. *A Reação do Mercado Acionário Brasileiro a Eventos Ambientais*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.
- CAVALCANTE, LUIZ RICARDO M. T.; BRUNI, ADRIANO L.; COSTA, FÁBIO JOSÉ M. Sustentabilidade empresarial e valor das ações: uma análise na Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 3, p. 70-86, 2009.
- COHEN, M.A.; FENN, S.A.; KONAR, S. Environmental and financial performance: are they related? *Investor Responsibility Research Center*, 1997.
- FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Finance*, 47, p. 427-465, 1992.
- FREEDMAN, M.; JAGGI, B. An analysis of the impact of corporate pollution disclosures included in annual financial statements on investors' decisions. *Advances in Public Interest Accounting*, 1982.
- FREEMAN, R. E.; MARTIN, K.; PARMAR, B. Stakeholder capitalism. *Journal of Business Ethics*, 17, p. 303–314, 2007.
- FRIEDMAN, M. The social responsibility of business. *New York Times Magazine*, 1970.
- INGRAM, R.; FRAZIER, K. Environmental performance and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 18, p. 614–622, 1983.
- KITAHARA, JOSÉ RENATO; SILVEIRA, JOSÉ AUGUSTO G. Existe relação entre os investimentos em responsabilidade social e o desempenho financeiro das empresas que apresentam lucro? Rio de Janeiro : EnANPAD, 2008.

- MACKINLAY, A.C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, p. 13-39, 1997.
- MAKNI, RIM; FRANCOEUR, CLAUDE; BELLAVANCE, FRANÇOIS. Casualty between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms. *Journal of Business Ethics*, 89, p. 409-422, 2009.
- MINTZBERG, HENRY. Who control the corporation? *California Management Review*, 27, p. 90 – 115, 1984.
- MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, p. 603–609, 2000.
- PAVA, L.; KRAUSZ, J. The association between corporate social responsibility and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 15, p. 321– 357, 1996.
- PRAHALAD, C. K.; HAMEL, GARY. Strategy as a field of study : Why search for a new paradigm? *Strategic Management Journal*.15, p. 5-16 1994.
- PRESTON, L.; O'BANNON, D. The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society*, 36, p. 5–31, 1997.
- RUF, B.; MURALIDHAR, K.; BROWN, R.; JANNEY, J; PAUL. K. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32, p. 143–156, 2001.
- STANWICK, P.; STANWICK, S. The relationship between corporate social performance, and organizational size, financial performance, and environmental performance: An empirical examination. *Journal of Business Ethics*, 17, p. 95–204, 1998.
- ULLMANN, ARIEH A. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*, 10, N° 3, p. 540-557, 1985.
- VERSCHOOR, C. A study of the link between as corporation's financial performance and its commitment to ethics. *Journal of Business Ethics*, 17, p. 1509–1516, 1998.
- WADDOCK, S.; GRAVES, S. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18, p. 303–319, 1997.

Apêndice – Balanço Social Modelo IBASE

1. Base de Cálculo		Valor (mil reais)		
Receita Líquida (RL)		15.982.117		
Resultado Operacional (RO)		6.375.943		
Folha de Pagamento Bruta (FPB)		6.932.406		
2. Indicadores Sociais Internos		Valor (mil R\$)	% sobre FPB	% sobre RL
Alimentação		498.780	7,19%	3,12%
Encargos sociais compulsórios		1.032.134	14,89%	6,46%
Previdência privada		319.046	4,60%	2,00%
Saúde		298.200	4,30%	1,87%
Segurança e medicina no trabalho				
Educação				
Cultura				
Capacitação e desenvolvimento profissional		57.872	0,83%	0,36%
Creches ou auxílio-creche		41.156	0,59%	0,26%
Participação nos lucros ou resultados		414.260	5,98%	2,59%
Outros		103.508	1,49%	0,65%
Total - Indicadores Sociais Internos		2.764.956	39,88%	17,30%
3. Indicadores Sociais Externos		Valor (mil R\$)	% sobre RO	% sobre RL
Educação		5.654	0,09%	0,04%
Cultura		66.927	1,05%	0,42%
Saúde e saneamento		4.367	0,07%	0,03%
Habitação				
Esporte		8.841	0,14%	0,06%
Lazer e diversão				
Creches				
Alimentação				
Combate à fome e segurança alimentar		64	0,00%	0,00%
Outros		24.690	0,39%	0,15%
Total das contribuições para a Sociedade		110.543	1,73%	0,69%
Tributos (excluídos encargos sociais)		4.926.563	77,27%	30,83%
Total Indicadores Sociais Externos		5.037.106	79,00%	31,52%
4. Indicadores Ambientais		Valor (mil R\$)	% sobre RO	% sobre RL
Investimentos relacionados com a produção/operação da empresa				
Investimentos em programas e/ou projetos externos		15.338	0,24%	0,10%
Total dos Investimentos em Meio Ambiente		15.338	0,24%	0,10%
Quanto ao estabelecimento de metas anuais para minimizar resíduos, o consumo em geral na produção/operação e aumentar a eficácia na utilização de recursos naturais, a empresa:				
5. Indicadores do Corpo Funcional				
Nº de empregados(as) ao final do período		79.306		
Nº de admissões durante o período		8.624		
Nº de empregados(as) terceirizados(as)		7.293		
Nº de estagiários(as)		676		
Nº de empregados(as) acima de 45 anos		7.336		
Nº de mulheres que trabalham na empresa		37.738		
% de cargos de chefia ocupados por mulheres		42		
Nº de negros(as) que trabalham na empresa		9.754		
% de cargos de chefia ocupados por negros(as)		13		
Nº de portadores de deficiência ou necessidades especiais		860		
6. Informações relevantes quanto ao exercício da cidadania empresarial		2006	Metas 2007	
Relação entre a maior e a menor remuneração da empresa		20,80		
Número total de acidentes de trabalho		461		
Os projetos sociais ambientais desenvolvidos pela empresa foram definidos por:		direção e gerências	direção e gerências	
Os padrões de segurança e salubridade no ambiente de trabalho foram definidos por:		todos(as) +Cipa	todos(as) +Cipa	
Quanto à liberdade sindical, ao direito de negociação coletiva e à representação interna dos(as) trabalhadores(as), a empresa:		não se envolve	incentivará e seguirá a OIT	
A previdência privada contempla:		todos(as) empregados(as)	direção	