

Responsabilidade Social Corporativa e Criação de Valor para os Acionistas: uma via de mão dupla, independente de causa e efeito

LUCAS JOSÉ VILLAS BOAS GIVISIEZ
PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS
lucas@pucminas.br

ARMINDO DOS SANTOS DE SOUSA TEODÓSIO
PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS
armindo.teodosio@gmail.com

Responsabilidade Social Corporativa e Criação de Valor para os Acionistas: uma via de mão dupla, independente de causa e efeito

Resumo:

O artigo analisa a relação entre responsabilidade social corporativa e criação de valor para os acionistas. Para tanto, a revisão bibliográfica que sustenta a investigação realizada discute os pressupostos por detrás da Teoria da Firma e os que sustentam a adoção da responsabilidade social por parte das corporações. Busca-se articular essas duas perspectivas, superando o suposto antagonismo que algumas abordagens e autores supõem existir. A pesquisa é natureza quantitativa, analisando empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Os resultados apresentados a partir da avaliação das ações que compõem o IBrX-50, representando 47 empresas (50 ações) e ISE representando 34 empresas (38 ações) e reduzindo a análise do IBrX-50 a 22 ações, uma vez que 28 são consideradas ações de empresas socialmente responsáveis, demonstra que vale a pena manter as práticas socialmente responsáveis, já que o retorno para os investidores tem compensando esse dispêndio adicional. Os resultados encontrados permitem entender a relação entre agregação de valor aos acionistas e a adoção da responsabilidade social corporativa, sem estabelecer relações de causa e efeito, mas efetivamente uma relação de mão dupla. Esses resultados podem inspirar novas investigações, sobretudo em setores marcados por conflitos socioambientais.

Palavras-Chave: Responsabilidade Social Corporativa; Criação de Valor; Teoria dos *Stakeholders*; Índice de Sustentabilidade.

Corporate Social Responsibility and Value Creation for Shareholders: a two-way path, independent of cause and effect

Abstract:

The article analyzes the relationship between corporate social responsibility and creation of value for shareholders. To that end, the bibliographic review that underpins the research carried out discusses the assumptions behind the Firm Theory and those that support the adoption of corporate social responsibility. It seeks to articulate these two perspectives, overcoming the supposed antagonism that some approaches and authors suppose to exist. The research is quantitative in nature, analyzing companies that make up the Sustainability Index of the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA). The results presented from the evaluation of the shares that make up the IBrX-50, representing 47 companies (50 shares) and ISE representing 34 companies (38 shares) and reducing the analysis of the IBrX-50 to 22 shares, since 28 are considered actions of socially responsible companies, demonstrates that it is worth maintaining socially responsible practices, since the return to investors has compensated for this additional expenditure. The results found allow us to understand the relationship between value adding to shareholders and the adoption of corporate social responsibility, without establishing cause and effect relationships, but effectively a two-way relationship. These results may inspire further research, especially in sectors marked by socio-environmental conflicts.

Key-words: Corporate Social Responsibility; Value Creation; Stakeholders Theory; Sustainability Index.

Introdução

Este artigo tem como discussão teórica a visão clássica da teoria da firma e a teoria dos *stakeholders*. As teorias e suas correntes se amparam da visão de lucro e maximização de riqueza dos acionistas *versus* a responsabilidade social. Não obstante, se há uma visão estratégica para sua atuação com responsabilidade social visando o lucro ou por demanda e pressão social para que ela exista, os ganhos são mútuos. Um resultado de ganho baseado nas premissas modernas de negociação (Thompson, 2010) e não de soma zero (Nash, 1953).

Estudos demonstram uma relação entre ganho corporativo e a responsabilidade social em economias modernas, apresentadas na seção destinada ao referencial teórico deste artigo. Dessa forma, na seção Referencial Teórico, discute-se a Teoria da Firma e a Teoria dos *Stakeholders*, analisando a Responsabilidade Social Empresarial (RSE) e, em seguida, as chamadas Performance Social Corporativa (CSP) e Performance Financeira Corporativa (CFP).

O objetivo do artigo é relacionar o desempenho das empresas socialmente responsáveis com aquelas que não são enquadradas nessa categoria e perceber suas performances financeiras corporativas. Este ensaio teórico tem como problema a ser investigado a possibilidade de perceber ganhos financeiros adicionais de empresas com ações socialmente responsáveis em relação a empresas que não são consideradas socialmente responsáveis. A literatura tem mostrado diversos resultados em favor e desfavor dessa tese.

Para a pesquisa proposta a relação de causa e efeito não é relevante. O importante é observar se há ganhos financeiros adicionais independente da relação de causalidade. Portanto, a resposta da pergunta “empresas são socialmente responsáveis por pressão social ou são socialmente responsáveis por melhorarem resultados financeiros?” não é significativa para a proposta da pesquisa, uma vez que empresas de fins lucrativos que tiverem resultado financeiros maiores com ações socialmente responsáveis serão responsáveis independente da motivação. Esse ganho é uma via de mão dupla desejável. Nesse sentido, objetivo geral do artigo é estabelecer uma comparação entre as empresas socialmente responsáveis e seu desempenho financeiro, *vis a vis* as empresas que não são consideradas socialmente responsáveis. A proposta intrínseca é perceber se as ações das empresas socialmente responsáveis refletem positivamente ou não nos resultados financeiros. Para tanto, o grupo controle serão os resultados financeiros das empresas que não são consideradas socialmente responsáveis.

Para atingir o objetivo geral, estabelecer-se-á os seguintes objetivos específicos:

- avaliar o desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa comparativamente com o Índice Brasil 50 (IBrX-50);
- analisar indicadores financeiros das empresas que pertencem ao ISE em comparação aos indicadores financeiros das empresas que compõe o IBrX-50, não eletivas ao ISE;
- fazer uma análise da evolução numérica das empresas que compõe o ISE, bem como uma análise qualitativa;
- acrescentar na análise, ainda não estudado pela literatura de Performance Social Corporativa versus Performance Financeira Corporativa (CFP), o indicador *Spread* do Acionista que corresponde com o valor econômico agregado (EVA).

É analisado o contexto brasileiro através de uma análise qualitativa das empresas que estão incorporadas ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Em seguida, faz-se uma comparação dessas empresas com aquelas que fazem parte do Índice Brasil 50 (IBrX-50), que segue o desempenho das 50 (ações) ativos de empresas com maior índice de negociabilidade. Todos esses índices acompanham ações de empresas sociedades anônimas de capital aberto do mercado de ações brasileiro negociados na BM&FBovespa.

Referencial Teórico

No século XX, a partir da década de 1950 se inicia as primeiras pesquisas sobre atuação da empresa na sociedade para além da visão lucrativa. Os primeiros estudos nessa perspectiva se concernem na atuação ética da empresa, ações filantrópicas e sua responsabilidade social. (Bakker; Hond, 2005).

A discussão evolui na dicotomia entre basicamente duas visões: a econômica-financeira e a social. O ponto focal entre as duas se baseiam: a primeira, as empresas devem maximizar a riqueza dos acionistas, através da maximização do lucro; analisar suas escolhas entre risco e retorno; e, a segunda, a responsabilidade social está focada nos impactos da ação empresarial na sociedade e suas responsabilidades inerentes.

A primeira visão é foco da evolução desde Adam Smith ainda no século XVIII com a obra “A Riqueza das Nações”. No século passado, século XX, Coase (1937) e Friedman (1970) a ratificam com a teoria da firma e a economia dos custos de transação e a teoria da firma com maximização do lucro, respectivamente. Ademais, acrescenta-se a essa corrente a teoria de seleção de ativos (portfólio), a partir da ótica de decisões otimizadas baseadas na relação risco e retorno de Markowitz (1952), que marca a teoria moderna de finanças.

A segunda visão também evoluiu, mas a partir somente de 1950, como supramencionado. Os estudos de maior destaque pela literatura que contrapõem a primeira corrente é a teoria dos *stakeholders* com o trabalho de Carroll (1979) e Freeman (1984). Pela ótica da teoria dos *stakeholders* o objetivo da empresa, segundo Clarkson (1988) seria criar e distribuir riqueza aos *stakeholders* primários.

A justificativa deste estudo para a academia é ratificar a ideia da pesquisa contínua e dialética da perspectiva social *versus* financeira e, neste sentido, é oportuno destacar que “...*this paper offers no resolution to this debate. As long as we desire capitalism with a safety net, this is a dialectic tension that our society must continuously manage, not resolve. However, this paper has shed light on the business case for CSR.*” (Barnett, 2007, p.812).

Teoria da Firma *versus* Teoria dos Stakeholders

A mera abertura de uma empresa de fins lucrativos por parte das pessoas pressupõe necessariamente uma premissa de lucro.

Essa iniciação pressupõe o planejamento elaboração e análise, perpassando entre aspectos legais e ambientais, a análise mercadológica e econômica financeira, onde a possibilidade de abrir um negócio planejado necessariamente implica na aprovação e viabilidade dessas duas últimas perspectivas. (Wolier; Washington, 1996).

Realmente diversos autores como (Friedman, 1962; Copeland; Murrin; Koller, 1994) afirmam que o interesse econômico e financeiro de uma empresa é a de maximização de riqueza dos detentores de capital e, por efeito o valor presente da empresa e de seus fluxos de caixa (Mackey; Mackey; Barney, 2007)

Os manuais básicos dos cursos de administração financeira ratificam essa perspectiva ao focar que o papel de uma empresa e de seus gestores são a maximização de riqueza dos acionistas, sendo a maximização do lucro um meio para esse fim. (Ross; Westerfield, 1997; Rappaport, 2001).

Também a moderna teoria de finanças, com o trabalho seminal de Markowitz (1952) pressupõe que um investidor em frente a duas ou mais oportunidades de investimentos seleccione seus ativos a partir da otimização dos retornos de acordo com seu risco associado, ou seja, entre duas alternativas de investimentos de mesmo risco será escolhido sempre aquele

de maior retorno e entre duas alternativas de investimentos de mesmo retorno, sempre será levado a escolher o de menor risco.

Contudo, a visão sócio econômica acredita que a obrigação da empresa transcende a geração de lucros, incluindo a proteção e melhoramentos em prol da sociedade. O foco da visão sócio econômica está orientado para a crença da sociedade quanto ao comportamento desejável por uma empresa. (Fisher, 2004)

Com o surgimento da Teoria dos *Stakeholders*, consubstanciado no trabalho de Freeman (1984), a administração visando os *stakeholders* é uma boa prática gerencial, ainda que frequentemente encontre a crítica de empresas que investem na gestão do stakeholder e melhoram seu desempenho social são penalizadas pelos investidores que estão interessados somente no retorno financeiro.

O termo *stakeholder* foi definido por Freeman (1984) como qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pelos objetivos organizacionais.

A visão estreita no lucro ou maximização de riqueza ignorando uma gestão voltada aos *stakeholders* (empregados, fornecedores, consumidores e sociedade) sustentados pelos estudos de Swanson, 1999; Whetten, Rands, & Godfrey, 2001; Clarkson, 1995; Donaldson & Preston, 1995; Freeman, 1984; Mitchell, Agle, & Wood, 1997; Paine, 2002; Wood & Jones, 1995, deve contrapor a maximização, mesmo que reduza o valor presente dos fluxos de caixas das empresas em prol de um dever social. (Mackey, Mackey & Barney, 2007)

Barnett (2007) ao fazer uma revisão teórica da crítica da Responsabilidade Social Empresarial (RSE) baseada, entre outros, em Dressel, (2003) e Friedman (1970), suscita que muitas atividades empresariais já são obrigadas por lei, como por exemplo, oferecer condições de igualdade de oportunidades de emprego, mas contradito por McWilliams e Siegel (2001), uma vez que a responsabilidade social das empresas está para além dos interesses da empresa e aquilo que é exigido por lei e, portanto, definem amplamente aquelas ações que aparecem para promover algum bem social.

No entanto, o contra argumento retorna com a seguinte pergunta: mas por que, em face de um ambiente empresarial competitivo, fazer empresas e fins lucrativos voluntariamente alocar recursos escassos adicionais para o desenvolvimento social como uma prática universal (Dressel, 2003)? Certamente, esses recursos poderiam ser mais bem aproveitados na melhoria da eficiência da empresa, ou poderia ser devolvido aos acionistas. Este é o cerne do argumento contra a RSE. Os críticos da RSE afirmam que gastar recursos limitados em questões sociais necessariamente diminui a posição competitiva de uma empresa por desnecessariamente aumentar os seus custos. Além disso, mesmo se uma empresa tem recursos de folga mas não favorável a oportunidades de investimento e mesmo se o custos de RSE não é amplo o suficiente para colocar a empresa em desvantagem competitiva, a empresa ainda deve abster-se de RSE. Dedicar os recursos corporativos para o bem-estar social é o mesmo que uma redistribuição involuntária de riqueza, de acionistas, que são os legítimos proprietários da corporação. (Barnett, 2007)

Cabe mencionar que, sob a perspectiva da Teoria dos *Stakeholders*, o desempenho social corporativo é avaliado em termos de atendimento da demanda de múltiplos públicos de interesse, sendo a satisfação das demandas dos *stakeholders* um custo inevitável. (Barbosa & Lemme, 2007)

Porém Mackey; Mackey; Barney (2007) acrescentam que há uma maneira de resolver este conflito ao observar que pelo menos algumas formas de comportamento social responsável pode realmente melhorar o valor presente dos fluxos de caixa futuros de uma empresa; e, por isso, pode ser consistente com o interesse de maximização de riqueza dos acionistas.

Se os benefícios financeiros para a corporação podem atender ou exceder os custos das suas contribuições ao bem estar social, se assim for, a RSE pode ser justificada como um sábio investimento.

Entende-se como conceito de RSE aquele definido por Carroll (1979). Esta escolha se baseou na revisão teórica de 30 anos de (Bakker & Hond, 2005). Dessa maneira, entende-se como RSE a responsabilidade de uma empresa abranger os campos econômico, legal, ética e expectativas discricionários que a sociedade tem das organizações em um determinado ponto no tempo. (Carroll, 1979)

Performance Social Corporativa (CSP) e Performance Financeira Corporativa (CFP)

A discussão acadêmica sobre a relação entre desempenho social e desempenho financeiro aumenta à medida que cresce o número de empresas em consonância com a Teoria dos *Stakeholders* e interessadas em incorporar práticas de RSE. Para McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988, p. 856), um alto nível de responsabilidade social corporativa é capaz de melhorar o acesso das organizações a captação de recursos. Acrescenta-se, que um baixo nível de responsabilidade social pode levar ao aumento do risco financeiro, a dificuldades na obtenção de capital a taxas satisfatórias e a uma expectativa de aumento dos custos por parte dos investidores. (Barbosa & Lemme, 2007)

McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988) mencionam três argumentos teóricos na discussão sobre a relação entre a RSE e o CFP. Em primeiro, as organizações enfrentam um *trade-off* entre CSP e CFP, ou seja, as empresas socialmente responsáveis incorrem em custos adicionais, colocando-se em desvantagem em relação às empresas menos responsáveis. Em segundo, os custos com responsabilidade social geram benefícios para organizações, em termos de produtividade e empenho dos empregados. Em terceiro, defende que os custos com atividades socialmente responsáveis são significantes, sendo, porém, compensados por uma redução nos demais custos organizacionais.

Antonio Márquez e Charles Fombrun (2005) comentam que a crescente demanda por avaliação de responsabilidade social empresarial (RSE) tem levado também a crescente número de grupos que fornecem essa avaliação para consumidores e investidores. Tal ocorrência tem levado as empresas contratarem equipes próprias para monitorar e comunicar os seus desempenhos sociais. Os autores ainda destacam duas outras tendências que reforçam a visibilidade crescente de classificações de RSE:

- fundos de investimento social: a crescente proeminência dos fundos de investimento composta exclusivamente por empresas que apresentam RSE aumentam a demanda por metodologias sólidas para avaliar o desempenho social das empresas;- regulamentação social: a crescente regulamentação nacional e acordos internacionais têm desenvolvido na direção de compelir as empresas a considerar o social e as implicações ambientais das suas atividades. Diversas agências de classificação social têm trabalhado em parceria e tutela da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OECD).

Ser uma empresa que tem boa avaliação em RSE promove mais vendas, reputação aplausos e prêmios. Não é garantia de aceitação pelos *shareholders* [acionistas], mas é melhor do que ter uma baixa avaliação de RSE. (Márquez & Fonbrun, 2005)

Indicadores de CSP e CFP

Já existem mais de 50 índices de sustentabilidade implementados em bolsas de valores. O primeiro foi a criação do *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), em 1999 na bolsa de Nova Iorque. O segundo a ser lançado, em 2001, foi o FTSE4Good da bolsa de Londres, e o terceiro, em 2003, foi o JSE, de Joanesburgo, África do Sul (Bacarji; Marcondes, 2010).

Na Bolsa brasileira, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) foi o quarto, em 2005. A missão é induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade empresarial e apoiar os investidores na tomada de decisão de investimentos sustentáveis e responsáveis. (Simonetti *et al*, 2005)

Os pesquisadores internacionais atuais têm utilizado o FTSE KLD 400 *Social Index* (KLD400), elaborado pela empresa KLD *Research & Analytics*, Inc, que avalia o desempenho de 400 empresas nos critérios considerados relevantes para a RSE, como relação com a comunidade, diversidade, relação com os funcionários, direitos humanos, segurança e qualidade do produto, meio ambiente e governança corporativa – além de reprovar qualquer tipo de envolvimento das empresas com as indústrias nuclear, bélica ou de tabaco e com conflitos étnicos. (Orellano & Quiota, 2011)

O ISE guarda semelhança com o FTSE KLD 400, uma vez que é uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na BM&FBOVESPA sob o aspecto da sustentabilidade corporativa baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa.

Também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas. (BM&FBOVESPA, 2016)

De acordo com Biderman, Brito & Monzoni (2006), o ISE busca detectar a capacidade de geração de valor das empresas e o nível de risco associado ao seu desempenho em diferentes dimensões da sustentabilidade.

Nos diversos estudos a respeito da relação entre desempenho financeiro e socioambiental é possível observar um dilema comum para seleção dos indicadores de desempenho financeiro (CFP). A utilização de indicadores de mercado ou indicadores contábeis. Como indicador de mercado, Cochran e Wood (1984) utilizam o retorno ao investidor como uma medida de desempenho do ponto de vista dos acionistas (ROE), enquanto outros autores utilizam a variação do preço das ações, acrescentando os dividendos na composição desse indicador (Abbott & Monsen, 1979).

No caso dos indicadores contábeis, os mais utilizados são as variáveis que refletem o desempenho financeiro como resultado das políticas de gestão interna. Tais indicadores são publicados nos relatórios contábeis de balanço patrimonial e demonstrativo de resultado do período. As variáveis mais utilizadas são: retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre as vendas (ROS). (Waddock e Graves, 1997).

Na revisão bibliográfica feita por Marc Orlitzky e Rynes (2003), os autores salientam que diversos estudos (Aupperle et al, 1985; Griffin & Mahon, 1997; Husted, 2000; MC Williams; Siegel, 2001; Pava; Krausz, 1995; Ullmann, 1985; Wartick; Cochran, 1985; Wood, 1991a; 1991b; Wood; Jones, 1995) não mostram de maneira conclusiva a relação causal entre a CFP e CSP.

Todavia, os referidos autores (Orlitzky & Rynes, 2003) fazem uma crítica de alguns erros metodológicos em alguns estudos, porém não comungam da ideia de abandono das pesquisas, como sugere os estudos de Margolis & Walsh (2001); Rowley e Berman (2000).

Entretanto, estudos recentes têm mostrado significâncias estatísticas diferentes entre economias consideradas avançadas e economias em desenvolvimento e, além disso, tem sido explorado a direção de causalidade. O desempenho financeiro subsequente está positivamente associado com responsabilidade social anterior, em apoio da Teoria dos *Stakeholders*. (Wang; Dou; 2015)

Procedimentos Metodológicos

Ainda propor-se-á a utilização de modelos de simulação dinâmica em que esclarecem as relações estruturais de conceitos e tentam revelar as relações entre eles a partir da sua evolução ao longo do tempo a partir de fontes primária de dados.

Por fim, a partir da coleta de dados e descrição, pretende-se fazer uma análise preditiva. (Cooper & Schindler, 2003)

A partir da discussão teórica, o objetivo dessa proposta deste ensaio é avaliar as empresas socialmente responsáveis e a sua performance financeira em detrimento das empresas que não são enquadradas como socialmente responsáveis, a partir dos critérios da metodologia do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) desenvolvido pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVCes) da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP).

O ISE foi originalmente financiado pela *International Finance Corporation* (IFC) a partir de 2005, braço financeiro do Banco Mundial. O ISE é uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na BM&FBovespa.

A coleta de dados foi feita através de informações disponibilizadas pela BMF&FBovespa e sites das próprias empresas sociedades anônimas de capital aberto, que são obrigadas por força de lei a publicarem e divulgarem informações financeiras, caracterizando portanto como fontes primárias

Os cálculos serão realizados pelo o próprio autor a partir de metodologia aqui apresentada. Para algumas das variáveis foram utilizadas a base de dados de empresas especializadas em fornecer serviços para usuários e investidores do mercado financeiro.

O uso de mais de uma empresa para coletar dados e informações imprescindíveis para o estudo foi realizada para se fazer uma triangulação para validar e aumentar a confiabilidade da pesquisa, uma vez que essas empresas são consideradas fontes secundárias. As empresas de fonte de dados secundários foram:

- Fundamentus: site institucional para consulta de Patrimônio Líquido (PL) e Lucro Líquido (LL);

- Quantum: software utilizando-se de consulta também de PL e LL, além da variável Beta.

A análise realizada parte das empresas SAs que compõem o ISE, ou seja, socialmente responsáveis, comparativamente com diversas empresas que compõe o Índice Brasil 50 da Bolsa (IBrX-50).

O propósito é medir a Performance Financeira Corporativa (CFP) no ano de 2016 entre as empresas socialmente responsáveis comparadas as demais a partir do IBrX-50, que contém as 50 ações das empresas mais negociadas da bolsa de valores brasileira, para corroborar ou refutar a tese de empresas socialmente responsáveis têm ganhos financeiros adicionais com sua atuação em comparação ao grupo controle.

Para mensurar o CFP, se propôs como reflexo a análise o indicador *Return On Equity* (ROE), isto é, retorno do acionista, amplamente usado na literatura.

Primeiramente far-se-á uma análise comparativa da evolução histórica de desempenho entre o ISE o Índice Brasil 50 (IBrX-50), todos constantes do Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBovespa e verificar o desempenho entre eles a partir do retorno histórico; média de retorno mensal; risco, ou seja, a volatilidade medida pelo desvio padrão; e, o coeficiente de variação, para compararmos a média de retorno e desvio padrão de um índice com o outro.

Essa primeira análise fará uma relação do desempenho médio das empresas que compõem o índice ISE. Este Índice mede a sustentabilidade corporativa baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa.

Segundo a própria Bolsa de São Paulo, o ISE :

“Também amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade, diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas” (BM&FBOVESPA, 2016).

No segundo momento então, para identificar a relação de Performance Social Corporativa (PSC) e Performance Financeira Corporativa (PFC), propor-se-á, a análise qualitativa a partir de indicadores *Return on Equity* (ROE).

Nesse momento, todas as empresas que compõem os índices propostos serão objeto de análise comparativa entre as consideradas socialmente responsáveis, ou seja, aquelas que pertencem ao ISE e as demais que fazem parte do índice IBrX 50.

Acrescenta-se a essa pesquisa, além da análise dos indicadores já analisados pela literatura, mencionados acima, outro indicador, a saber:

- o risco não diversificável (ou sistêmico) de cada ação que compõe os índices estudados, definido pela variável β (beta) para aglutinar a CFP e subsidiar outros cálculos necessários.
- o Valor Econômico Agregado, Economic Value Added (EVA): indicador de criação de valor para os acionistas. Sendo:

$$EVA = SpreadAcionista * Capital Próprio$$

O mesmo que:

$$EVA = SpreadAcionista * Patrimônio Líquido$$

Para tanto o Spread do Acionista é entendido como:

$$SpreadAcionista = ROE - CustoCapital Próprio$$

Ou ainda,

$$SpreadAcionista = ROE - CAPM$$

O CAPM (Cost Asset Price Model), modelo de precificação do capital próprio é:

$$CAPM = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Onde:

Rf é o retorno livre de risco, que será utilizada taxa básica de juros (Selic) média do período analisado, a partir do último Boletim Focus – Relatório de Mercado do Banco Central do Brasil de 2016;

O Rm será o retorno do ano de 2016 do IBrX 50 para as empresas que estão nesse índice e, o Rm do ISE também de 2016 para empresas socialmente responsáveis.

O β (beta) foi fornecido pela empresa Quantum.

Em síntese, mesmo tendo se feito diversos cálculos, esta pesquisa será de caráter qualitativa dos indicadores coletados.

Sendo assim, os calculados realizados foram simplesmente para mensurar e comparar o desempenho de empresas socialmente responsáveis versus o grupo controle a partir das ações (empresas) que compõem um Índice Brasil 50 (IBrx-50) que reflete as 50 ações de empresas mais negociadas na bolsa de valores do Brasil no ano de 2016. Contudo, dessas 50 ações serão retiradas aquelas que compõem simultaneamente os dois índices.

A principal limitação desta pesquisa foi à comparação dos resultados do ROE, Beta, CAPM e *Spread* do Acionista exclusiva do último ano (2016).

Análise dos Dados

O ISE é composto por 38 ações de 34 empresas e o IBrX-50 é composto por 50 ações de 47 empresas. Vinte e duas 22 ações do IBrX-50 fazem parte simultaneamente os dois índices.

Ao se calcular o retorno histórico do ISE, apesar da Bolsa declarar que sua fundação ocorreu em 2005, só existia informações para um único mês para acompanhar o índice (janeiro de 2005) e em seguida um interstício do restante do ano até voltar a apresentar dados em janeiro de 2006. Por este motivo, o retorno histórico foi feito de janeiro de 2006 a dezembro de 2016, para ambos os índices, totalizando 11 anos.

O retorno histórico do ISE foi de 131,63% contra 129,76%. Aproveitou-se para fazer a média de retorno mensal; a volatilidade mensal, medida pelo desvio padrão (DP); e, o coeficiente de variação. Os dados estão sintetizados na Tabela 1, a seguir:

	ISE	IBrX-50
Retorno histórico (início 2006 a fim 2016)	131,63%	129,76%
Média de Retorno mensal	0,68%	0,70%
Volatilidade (desvio padrão)	5,65%	6,13%
Coeficiente de Variação	835,46%	871,53%

Fonte: BMFBovespa (2017); cálculos autores.

Mesmo com 22 ações de empresas socialmente responsáveis integrando o IBrX, o resultado do desempenho do ISE só ficou ligeiramente abaixo na média de retorno mensal, contudo, o risco é menor e, foi refletido no Coeficiente de Variação como melhor do que o IBrX-50.

O Coeficiente de Variação, divisão da média de retorno pelo desvio padrão, calcula o risco assumido para cada unidade de retorno esperado. Em outras palavras, ele faz a

proporção dos dois fatores, permitindo que comparações entre aplicações com retornos esperados e riscos distintos sejam comparáveis. Quanto menor for o Coeficiente de Variação melhor, pois significa que o investidor está assumindo um menor risco para cada percentual de retorno esperado.

Ao iniciar os cálculos do custo do capital próprio de cada ação através do CAPM, mais especificamente o prêmio de risco medido pela diferença entre o retorno dos respectivos índices e a Selic média, ambos para o ano de 2016, encontramos um prêmio negativo para as ações pertencentes ao ISE, uma vez que o retorno do ISE foi de 13,79%, contra um retorno de 36,82% do IBrX-50 e a Selic média, retirado do Boletim Focus do Banco Central, foi de 14,16%.

Quatro empresas, duas do IBrX-50 e três (uma delas compoendo em ambos os índices) do ISE não encontramos os valores de PL e LL de maneira consistente. Portanto, 4 empresas saíram do cômputo dos cálculos dos índices.

Para viabilizarmos os cálculos e análise propostas nessa metodologia tirou-se a média dos retornos dos índices, 25,3%, para calcularmos o CAPM e o Spread do Acionista.

Se ainda expurgarmos as ações do ISE que compõem o IBrX-50 e as que não encontramos dados para análise, resultou portanto em 28 ativos coincidindo com 28 empresas e; no caso do ISE, 38 ativos, sendo 34 empresas, mas analisadas 30 empresas. Desta maneira, encontramos os seguintes resultados:

Tabela 2 - Síntese Indicadores Ações IBrX-50* versus ISE

	ROE		Beta		CAPM		Spread do Acionista		
	IBrX-50	ISE	IBrX-50	ISE	IBrX-50	ISE	IBrX-50	ISE	
MAIOR	16,6%	29,8%	2,17	1,67	38,3%	32,8%	-9,0%	5,7%	
MENOR	-14,5%	14,2%	-	0,04	0,18	13,7%	12,1%	-49,6%	-39,5%
MÉDIA	1,2%	5,5%	1,08	0,84	26,2%	22,8%	-25,0%	-17,7%	
MEDIANA	1,2%	4,2%	0,95	0,89	24,8%	23,0%	-20,9%	-18,4%	
MODA	1,0%	3,6%	#N/D	#N/D	#N/D	14,2%	#N/D	-14,2%	

Fonte: Elaboração e cálculo dos autores

Nota: IBrX-50* são 28 ações, uma vez que expurgou-se aquelas que também fazem parte do ISE.

#N/D: os resultados não se repetiram.

A Tabela 2, ordena-se os maiores valores encontrados, os menores valores encontrados, as médias encontradas, os valores centrais (mediana) e os valores que mais se repetem na série (moda).

Na série de dados dos IBrX-50 foram expurgadas as ações que também fazem parte do ISE para deixarmos sob análise do índice controle somente ações de empresas não consideradas socialmente responsáveis. De 50 ações do índice, expurgou-se 22, restando portanto, 28. O ISE têm 38 ações que o compõe.

O desempenho do Retorno do Acionista das ações que compõe o ISE foram melhores em todos os quesitos.

A partir do beta, interpretado como o risco não diversificável, onde o valor mais próximo de 0 (zero) é o melhor resultado, novamente o ISE saiu melhor em 3 de 4 quesitos encontrados.

O CAPM, custo do capital próprio, será melhor quanto menor for o valor. Mais uma vez, dos quatro resultados comparáveis encontrados o ISE ganha em todos os resultados.

Por fim, o último indicador de desempenho encontrado para 2016, o Spread do Acionista. Esse indicador, como descrito na metodologia, é a diferença do quanto foi o retorno da empresa em relação o quanto era a expectativa de retorno do acionista. Se o Spread é positivo, o Valor Econômico Adicionado (EVA), medido em valores financeiros, é positivo. Ou seja, o ideal é encontrarmos valores maiores do que zero. Caso os valores forem abaixo de zero, quanto menor menos pior.

Mais uma vez, o resultados das ações que compõem o ISE sobressaíram em relação ao IBrX-50 em 2016. Dos quatro dados comparáveis, todos os quatro o ISE apresentou melhor resultado.

Ainda sobre o *Spread* do Acionista e, por efeito, o EVA, só valores positivos para 3 empresas que compõem o ISE e não foi encontrado nenhum valor positivo para as empresas que não são consideradas socialmente responsáveis.

Considerações Finais

Apesar da pesquisa tem centrado a maior parte da sua atenção no ano de 2016, percebeu-se que todos os resultados apresentados respaldam a tese que empresas socialmente responsáveis apresentam também retornos para os acionistas de maneira satisfatória.

A literatura apresenta uma dissonância entre duas correntes. Aquelas voltadas na teoria da firma, mais especificamente na defesa da maximização do lucro incompatível com ações de responsabilidades sociais, uma vez que aumentariam seus custos e despesas empresariais diminuindo, portanto, a possibilidade de maximização da lucratividade [Coase (1937) e Friedman (1970)] entre outros autores posteriores; e, a teoria dos *stakeholders*, que defende a atuação da empresa voltada a um público maior (empregados, fornecedores, consumidores e sociedade) [Carroll (1979) e Freeman (1984). Clarkson (1988)] e também outros autores posteriores.

O objetivo proposto foi atingido. A tese desta investigação era conciliar essas duas teorias, de forma que o investimento e ganho empresarial possam ser uma via de mão dupla. Se a empresa tiver investimentos socialmente responsáveis e apresentar retorno que atendam os acionistas, de maneira racional, será atraída em fazê-lo. Os ganhos serão sinérgicos, uma vez que atenderão acionistas e demais *stakeholders*, além de manter a reputação empresarial.

Os resultados apresentados a partir da avaliação das ações que compõem o IBrX-50, representando 47 empresas (50 ações) e ISE representando 34 empresas (38 ações) e reduzindo a análise do IBrX-50 a 22 ações, uma vez que 28 são consideradas ações de empresas socialmente responsáveis, demonstra que vale a pena manter as práticas socialmente responsáveis, já que o retorno para os investidores tem compensando esse dispêndio adicional.

As discussões e resultados encontrados no presente estudo podem inspirar novos debates sobre a relação entre performance financeira e atividade voltada à responsabilidade social empresarial. Estudos setoriais, sobretudo em contextos marcados por problemas ambientais relevantes, como aqueles que tem marcado o setor mineral brasileiro, podem jogar novas luzes sobre um debate relevante e nem sempre marcado pela constatação da relação entre sustentabilidade financeira das corporações e sustentabilidade socioambiental.

Referências

BM&FBOVESPA. (2016). O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Recuperado a partir de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm.

Barbosa, Luciane Neves & Lemme, Celso Funcia. (2007). A Relação entre Responsabilidade Social Corporativa e Criação de Valor para os Investidores: o Caso da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras). *XXX I EnANPAD*. Rio de Janeiro.

Bacarji, Celso & Marcondes, Adalberto. (2010). *ISE: sustentabilidade no mercado de capitais*. (1ª ed.). São Paulo: Report Ed, 173.

Barnett, Michael. (2007). *Stakeholder influence capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility*. *Academy of Management review*, 32(3) 794-816.

Biderman, R.; Brito, R.& Monzoni, M. (2006). Finanças Sustentáveis e o Caso do Índice de Sustentabilidade Empresarial. In: *IX Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais*, FGV-SP, SIMPOI 2006 ANAIS / PROCEEDINGS. Rio de Janeiro: Editora FGV.

Boaventura, João Maurício Gama; Monzoni Neto, Mario Prestes & Simonetti, Roberta. (2012). Estudo da Relação entre Performance Social Corporativa – CSP e Performance Financeira Corporativa – CFP em Empresas Brasileiras. *XXX VI EnANPAD*. Rio de Janeiro.

Bakker, Frank G. A de; Groenewegen, Peter & Hond, Frank Den. (2005) A bibliometric analysis of 30 years of research an theory o corporate social responsibility and corporate social performance. *Business Society* 44:283.

Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *Academy of Management Review*, 4, 497-505.

Coase, R. H. (1937, Nov.). The Nature of the Firm. *Economica, New Series*, 4(16) 386-405.

Damodaran, Aswath. (1999). *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Elton, Edwin, J.; Gruber, Martin, J. (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*. 1743-1759.

Eurosif. (2010) *European SRI Study*. Revised Edition. Paris.

Fisher, Josie. (2004) Social responsibility and ethics: clarifying the concepts. *Journal of Business Ethics*, (52), 391–400.

Freedman, M., & Stagliano, A. J. (1991) Differences in social cost disclosures: A market test of investor relations. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 4(1): 68–83.

Freeman, R. Edward. (1984). *Strategic management: A stakeholder perspective*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Freeman, R. Edward. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. [S.l.]: Pitman.

Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, Milton. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*.

Griffin, Jennifer J.; Mahon, John F. (1997, mar). The corporate social performance and corporate financial performance debate. *Business & Society*, 36(1), 5-31.

Gujarati, Damodar. (2006). *Econometria Básica*. Maria José Cyhlar Monteriro. (Trad.), Rio de Janeiro: Elsevier.

Haanaes, K. *et al.* (2012) Sustainability Nears a Tipping Point. *MIT Sloan Management Review*. Research Report. Hollywood.

Kitahara, José Renato; Silveira, Augusto Giesbrecht da. (2008). Existe Relação entre os Investidores em Responsabilidade Social e o Desempenho Financeiro nas Empresas que Apresentam Lucro? XXXII EnANPAD. Rio de Janeiro.

Mackey, Alison; Mackey, Tyson. Barney, Jay B. (2007) .Corporate Social Responsibility and Firm Performance: investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*. 32(3), 817-835.

Marc Orlitzky, Frank; Schmidit, Rynes, Sara L. (2003). Corporate Social and Financial Performance A Meta-analysis. *Organizations Studies*, 24(3), 403-441. London.

Markowitz, Harry. (1952, march). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7(1), 77-91.

Márquez, Antonio; Fombrun, Charles. (2005). Measuring Corporate Social Responsibility *Corporate Reputation Review*, 7(4), ABI/INFORM Global p. 304.

Matten, D., Crane, A., & Chapple, W. (2003). Behind the mask: Revealing the true face of corporate citizenship. *Journal of Business Ethics*, 45(1-2), 109-120.

McGuire, Jean B.; Sundgren, Alison; Schneeweis, Thomas. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.

MCWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.

Nash. J. F Jr.(1953). *Two-person Cooperative Games* . *Econometrica*, 128–140.

Orellano, Verônica Ines Fernandez; Quiota, Silvia. (2011). *Análise do Retorno dos Investimentos Socioambientais das Empresas Brasileiras*. RAE. São Paulo. 51(5).

Oro, Ieda Margarete; Eidt, Jorge & Beuren, Ilse Maria. (2006). *Análise da Demonstração do Valor Adicionado sob a Ótica da Responsabilidade Social Corporativa: o caso da Petrobrás*. XXVI ENEGEP. Fortaleza.

Quantum. (2017). Site Institucional. Recuperado a partir de <http://www.quantumfundos.com.br/>

Rappaport, Alfred. (2001). *Gerando Valor para o Acionista: um guia para administradores e investidores*. Alexandre L. G. Alcântara. (Trad.). São Paulo: Atlas.

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D. (1997). *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Atlas

Simonetti, Roberta. (2012). (Org.). Índice O Valor do ISE: principais estudos e a perspectiva dos investidores. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). São Paulo. Recuperado a partir de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm.

Smith, Adam. (1983). *A Riqueza das Nações: investigação sobre sua natureza e suas causas*. Abril Cultural.

Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*. 19, 425.

Thompson, Leigh L. (2009). *O Negociador*. Carlos Tasso Eira de Aquino. (Trad.). São Paulo, Pearson Prentice Hall.

US SIF FOUNDATION (2012). The Forum for Sustainable and Responsible Investment. *Report on Sustainable and Responsible Investments Trends in the United States*. Washington DC. *Executive Summary* (US SIF).

Waddock, S. e Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*.

Wang, Qian; Dou, Junsheng; Jia, Shenghua. (2015). A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business & Society*. 1-39.

Wolier; Samsão; Mathias, Washington F. (1996). *Projetos: planejamento, elaboração e análise*. São Paulo: Atlas.