

# **A PRÁTICA DE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E O DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS EM ÉPOCAS DE CRISE**

**Lilian Marques Freguete**

Mestre em Ciências Contábeis

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças

Av. Fernando Ferrari, n° 1358, Boa Vista

Vitória, ES, Brasil – CEP: 29.075-010

Telefone: 27 4009-4444, E-mail: fusaometais@ig.com.br

**Bruno Funchal**

Doutor em Economia

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças

Av. Fernando Ferrari, n° 1358, Boa Vista

Vitória, ES, Brasil – CEP: 29.075-010

Telefone: 27 4009-4444, E-mail: bfunchal@fucepe.br

## **RESUMO**

Este estudo verificou se houve correlação entre a prática de Responsabilidade Social Corporativa e o Desempenho Financeiro de empresas brasileiras durante o período da crise financeira mundial de 2008. A ferramenta econométrica utilizada foi a regressão com dados em painel. Para tal fim, foram levantados dados de empresas listadas na BOVESPA, traçando um paralelo comparativo entre os resultados das ações que compõem a carteira ISE-BOVESPA – *proxy* para empresas com práticas de Responsabilidade Social Corporativa, e as demais ações. Para base teórica foram tomados estudos que correlacionam desempenho financeiro de empresas tanto no contexto internacional quanto nos meios acadêmicos brasileiros. Percebeu-se que a literatura traz um número relevante de estudos sobre o tema sem, porém alcançar uma definição consensual tanto em referência ao escopo do assunto quanto em referência aos resultados econômicos da prática de Responsabilidade Social Corporativa. O teste empírico demonstrou que durante a crise de 2008, estar listado no ISE-BOVESPA não interferiu no desempenho financeiro das empresas. Tal resultado não se alinha à teoria que prediz melhor desempenho econômico de empresas socialmente responsáveis, ao perceber insignificância estatística para tal fator.

**Palavras-chave:** Responsabilidade Social Corporativa; Desempenho Financeiro; Crise.

**Área temática:** Controladoria de Contabilidade Gerencial

## 1 INTRODUÇÃO

Esta pesquisa tem como principal objetivo analisar o desempenho financeiro de firmas socialmente responsáveis durante um período de crise econômica, comparando a *performance* destas à *performance* das firmas onde a preocupação com a responsabilidade social não está sinalizada.

Questões sociais têm sido, por décadas, um assunto amplamente discutido tanto nos meios acadêmicos quanto corporativos. Os diversos contratos explícitos e implícitos, assumidos pelas corporações com seus vários *stakeholders* (FREEMAN, 1984; CORNELL; SHAPIRO, 1987), fazem com que as empresas invistam cada vez mais em práticas socialmente responsáveis (PODDI; VERGALLI, 2009), haja visto o crescente número de novas certificações e índices de comprometimento com sustentabilidade que surgiram nas últimas décadas tais como: Dow Jones Sustainability Index, da Bolsa de Nova York, e o FTSE4Good, da Bolsa de Londres. Waller e Lanis (2009) assinalam o crescente interesse das empresas em declarar, voluntariamente, suas atividades de cunhos sociais e ambientais nos seus relatórios anuais a fim de mostrar uma boa imagem e reputação ante aos diversos usuários.

Diversas são as motivações para a gestão orientada para a Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Para alguns administradores, direcionar recursos para fins do bem social pode funcionar como parte da estratégia elaborada a fim de as empresas alcançarem vantagens competitivas e sustentabilidade para seus empreendimentos.

Os teóricos que defendem tal discurso argumentam que, com a prática de RSC, a empresa poderá atingir a otimização no uso dos recursos naturais e/ou matéria-prima de sua linha de produção, ter menor ônus com causas trabalhistas (bem como reduzir a rotatividade de funcionários), implementar mais inovações tecnológicas que aumentem a eficiência de seus processos, acarretando em menores custos de produção e, em consequência, um aumento de seu valor de mercado (PORTER; LINDE, 1995). No entanto, para outro perfil de administradores, pode ser apenas uma ferramenta de marketing nem sempre correspondente à real filosofia da empresa, comportamento este que Wagner, Lutz e Weitz (2009) denominam de “Hipocrisia Corporativa”.

Outra linha de pensamento teórico defende que a preocupação com RSC significa um desvio do objetivo principal do administrador, qual seja o de maximizar o lucro para o *shareholder*. Para Friedman (1970), o único objetivo do administrador deve ser otimizar a lucratividade da firma. O exercício de RSC sinaliza conflito de agência já que não tem por finalidade o benefício do acionista. Para ele, o papel social deve ser exercido pelo Estado e pelas organizações religiosas e/ou filantrópicas que existem para esta função e estão devidamente capacitadas para o papel.

A discussão entre os teóricos sobre o tema RSC tem motivado diversos estudos. Muitos deles com o objetivo principal de analisar a correlação entre o Desempenho Social Corporativo (DSC) e o Desempenho Financeiro Corporativo (DFC). Todavia, as pesquisas, devido à multiplicidade dos métodos de mensuração e variedade das amostras, apresentam resultados muitas vezes divergentes entre si, apurando, empiricamente, correlações positivas, negativas e até a inexistência de correlação entre DSC e DFC (MCWILLIAMS; SIEGEL, 2001).

Portanto, não obstante ao relevante número de pesquisas dedicadas ao assunto, o conceito e escopo do tema Responsabilidade Social Corporativa ainda hoje não encontra consenso entre os teóricos. McWilliams, Siegel e Wright (2006) observam que a análise da Responsabilidade Social Corporativa, tanto nos meios acadêmicos quanto profissionais, ainda está em sua fase embrionária e que necessita desenvolver-se tanto nas estruturas teóricas quanto nos métodos empíricos e suas formas de mensuração.

Dessa forma, este estudo busca contribuir trazendo maior clareza sobre este tema, já que pesquisas sobre o assunto ainda são necessárias e serão úteis tanto academicamente, contribuindo na solidificação da Teoria sobre RSC, quanto nos meios empresariais, orientando administradores quanto à escolha de investir ou não em práticas de RSC.

O cenário escolhido como base para esta pesquisa, que objetiva analisar o desempenho das empresas com RSC, é a crise econômica mundial que eclodiu em 2007, nos Estados Unidos da América, e se espalhou, a partir de então, pelo restante do mundo. O abalo teve sua causa mais aparente na quebra do sistema americano de hipotecas imobiliárias cujos títulos de alto risco, denominados *subprime*, foram largamente negociados como base para sofisticadas ferramentas de investimentos financeiros especulativos.

Com o aumento dos juros pelo FED (Banco Central Americano), tais títulos aumentaram fortemente sua inadimplência, afetando a base desta estrutura financeira. A queda do banco de investimentos Lehman Brothers e a estatização do Merrill Lynch, em meados de setembro de 2008, sinalizaram o ápice da turbulência e o alastramento desta pelo restante do mundo (WONG; LI, 2010).

No presente estudo, partimos da premissa de que firmas, socialmente, responsáveis operam investimentos bem lastreados e estrutura de capital com menor risco e, por isso, durante momentos de crise econômica, apresentar-se-iam menos abaladas que empresas sem preocupações com RSC e Governança Corporativa (MCGUIRE; SUNDGREN; SCHNEEWEIS, 1988).

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) perceberam uma relação negativa entre práticas de RSC e risco e endividamento, o que sinalizaria um melhor desempenho em momentos de crise para empresas com RSC.

Para Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), investimentos em RSC podem ser entendidos como um recurso idiossincrático de grande valor, capaz de trazer vantagens competitivas sustentáveis, motivando o desenvolvimento de competências, recursos e capacidades, manifestados na inovação tecnológica. Também há crescimento em recursos humanos e cultura da firma, preparando, assim, a empresa para enfrentar mudanças externas, turbulências e crises.

Nesse sentido, tem-se a seguinte questão de pesquisa: Existe relação entre o exercício de Responsabilidade Social Corporativa e o desempenho econômico das firmas em cenários de crise econômica mundial? Os dados para a elaboração desta pesquisa foram coletados no banco de dados Economatica e abrange o período entre os anos de 2005 e 2010.

Para sinalizar a prática de RSC, foram levantadas as ações que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa, como *proxy* para firmas socialmente responsáveis a fim de serem comparadas às demais ações ali negociadas. A ferramenta usada para o teste empírico foi a regressão com dados em painel.

## **2 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA**

Os estudos sobre Responsabilidade Social Corporativa têm sido, ao longo das últimas décadas, um tema constante nos meios acadêmicos. Isto, porém, ainda não conferiu um consenso quanto ao conceito e escopo do assunto. Para McWilliams e Siegel (2001), o termo se refere a ações para o bem social que vão além do cumprimento de leis, assumindo, assim, um caráter de voluntarismo.

Carroll (1979) relata que o conceito de responsabilidade social corporativa vem de longa data e já aparece na literatura acadêmica desde 1930. O autor sinaliza que o trabalho de Howard R. Bowen's, de 1953, intitulado *Social Responsibilities of the Businessman*, é considerado por muitos como o primeiro livro definitivamente dedicado ao assunto. Após tal publicação, muitos artigos surgiram e a década de 60 foi um fértil período em publicações sobre o tema.

Diante dos diversos significados que o termo Responsabilidade Social Corporativa assume na literatura, Carroll (1979) classifica o assunto em quatro categorias de acordo com a motivação principal do ato: a) Econômico: a principal função de empresas com fins lucrativos; b) Legal: por estar inserida na sociedade, precisa enquadrar-se nos códigos e normas instituídos; c) Ético: diz respeito a códigos relacionais implícitos que não estão, necessariamente, descritos na forma de lei; e d) Discricionário: que envolve ações de cunho estritamente voluntário.

O trabalho de Freeman (1984) é tido como seminal na fundamentação da teoria dos *stakeholders* (MCWILLIAMS e SIEGEL, 2001). Para Freeman (1984), a abordagem convencional da teoria da firma contempla de forma sucinta as relações e contratos das corporações numa relação de oferta e demanda em que fornecedores, empregados e investidores proveem as necessidades da corporação e esta produz para os clientes os bens e/ou serviços explicitamente contratados.

Na teoria dos *stakeholders*, entretanto, os diversos grupos com interesses nas atividades da empresa (investidores, fornecedores, empregados, clientes, sociedade, governo e outros) exercem pressões sobre a corporação no sentido de satisfazerem suas necessidades, tendo uma relação em que o fluxo dos direitos e deveres flui nos dois sentidos.

Os diversos *stakeholders* fazem pressões de toda natureza e o administrador tem que lidar com estes fatores ao desenvolver seu planejamento estratégico. Donaldson e Preston (1995) argumentam que os estudos sobre a teoria dos *stakeholders* variam, muitas vezes, contraditoriamente, quanto às evidências e aos argumentos e apresentam pelo menos três abordagens distintas: a) descritiva/empírica: em que os teóricos se baseiam na atestação de resultados obtidos por meio de experiências; b) instrumental: em que os pesquisadores demonstram relação de causa e efeito nos comportamentos de RSC, recomendando-os (ou não) aos administradores a fim de alcançarem objetivos propostos; e c) normativa: em que a teoria é usada para indicar a função da corporação moral e filosoficamente.

Mackey, Mackey e Barney (2007), baseados na Teoria do Mercado Eficiente (FAMA, 1970), pressupõem que a informação de engajamento em atividades socialmente responsável refletirá no preço das ações e em seu valor de mercado.

Os autores defendem que o investimento em ações de responsabilidade social pode ser entendido como um produto na medida em que os investidores procurem por tal característica na hora de escolher as ações que adquirirão.

A curva da oferta e demanda por este *produto* influenciará no crescimento ou queda de valor de mercado das empresas com RSC.

Entre os diversos estudos que buscam relacionar RSC a DFC, está o de López, Garcia e Rodriguez (2007), que tomam uma amostra de 110 firmas européias, sendo 55 listadas no Dow Jones Global Index (o grupo de controle) e 55 listadas no Dow Jones Sustainability Index como grupo de tratamento, durante o período de 1998 a 2004. Percebe-se que as práticas de RSC têm impacto negativo no DFC, o que, para os autores, deve-se ao custo dos investimentos em adequação aos critérios de RSC, mas assinalam que os resultados positivos devem ser esperados em longo prazo.

Byus, Deis e Ouyang (2010) replicam o estudo de López, Garcia e Rodriguez (2007), porém com empresas americanas, e ampliam o tamanho da amostra para 240 firmas. Ampliam, também, o período de 1999 a 2007. Os resultados obtidos se apresentam divergentes ao de López, Garcia e Rodriguez (2007) e, estatisticamente, significantes para melhor desempenho das empresas com RSC quanto ao ROA e à margem bruta.

Outro estudo que se utilizou do DJSI como *proxy* para assinalar práticas de RSC é o de Poddi e Vergalli (2009), que incluíram, em seu trabalho, mais outros dois índices de cunho semelhante, o Domini400 Social Index e o FTSE4 Good para sinalizar RSC. Como grupo de controle, usaram empresas listada no Dow Jones Global Index. Assim como Byus, Deis e

Ouyang (2010), também obtiveram resultados positivos ao relacionarem RSC e DFC. Porém observaram que o crescimento de práticas de RSC está fortemente relacionado ao desenvolvimento sócio-econômico do país sede da firma e, portanto, tem sido mais notado na América do Norte e Europa que nos países em desenvolvimento.

Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), diante da falta de consenso ou resposta elucidativa quanto à questão fundamental e reiterada vezes estudada (qual a relação entre investimento em RSC e lucratividade), optam por um estudo baseado na meta análise. A meta análise é uma técnica aplicada quando diversos estudos em determinada área apresentam resultados inconclusivos e/ou conflitantes entre si.

Assim, levantam os resultados de 52 estudos efetuados nas três décadas que o antecederam e os relacionam entre si. O objetivo da pesquisa é prover uma integração estatística das pesquisas anteriores que relacionam DFC a RSC a fim de avaliar a validade preditiva da teoria dos *stakeholders* na relação entre RSC e DFC. Os autores concluem que a RSC é, positivamente, correlacionada com DFC, pois a RSC aumenta competências gerenciais, contribui para o conhecimento organizacional sobre o mercado da empresa, sobre as questões sociais, os ambientes políticos, tecnológicos e dentre outros, aumentando, assim, a eficiência organizacional.

Pavie (2008) replica o estudo de Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), coletando estudos nos dez anos subsequentes à pesquisa original (de 1998 a 2007) e verifica que os resultados permanecem idênticos, mesmo tendo sido a amostra ampliada para 112 estudos. Os resultados de Pavie (2008) também indicam uma relação positiva entre RSC e DFC, e tal relação ocorre de uma forma bidirecional, formando um círculo virtuoso, conforme também assinala Waddock e Graves (1997). Tal relação é fortemente moderada pela reputação da empresa.

Cochran e Wood (1984) criticam a utilização da análise de conteúdo dos relatórios contábeis e de índices de reputação quanto à prática RSC cujos critérios subjetivos não se mostram muito claros.

Para Cochran e Wood (1984), o risco também é importante variável, pois, comparando o estudo de Moskowitz (1972) e de Vance (1975), percebeu que ambos utilizaram a mesma amostra de firmas, porém encontraram resultados opostos. A diferença estava no período da coleta em que os betas das firmas foram alterados. O primeiro estudo fora coletado em período de *Bull Market*, ou seja, de crescimento. Já no estudo de Vance (1975), a coleta foi feita em período de *Bear Market*, ou seja, de queda. Esta diferença explicaria os resultados opostos das duas pesquisas. Ainda sobre períodos analisados, Cochran e Wood (1984) argumentam que os estudos na área que o antecederam se utilizavam de períodos muito curtos, o que comprometia a ergodicidade e homocedasticidade das amostras.

Os autores, em meados dos anos 80, já indicavam ser uma prática prudente administrar nos moldes da RSC sob pena de terem, futuramente, altos custos de adequação às novas normatizações, evitando também futuras multas e punições quanto a danos trabalhistas, sociais e ambientais.

Waddock e Graves (1997) encontram resultados positivos ao utilizarem regressão múltipla para relacionar o desempenho financeiro e a prática de responsabilidade social corporativa. Para eles, existe um círculo virtuoso entre RSC e desempenho financeiro. Os recursos empregados nesta área podem representar vantagem competitiva, ao passo que tais práticas atraem melhores funcionários assim como evitam custos com caras multas por problemas ambientais. A prática de RSC passa, então, a não mais ter um caráter apenas discricionário de práticas filantrópicas, mas se configura como estratégia para o alcance de vantagem competitiva.

### 3 SUSTENTABILIDADE

Segundo Siche et al. (2007), o termo sustentabilidade foi introduzido em 1980, no Encontro Internacional *The World Conservation Strategy*, passando, a partir de então, a ser amplamente empregado em termos sociais, econômicos e ambientais.

Segundo Grün (2007, p.109) a definição mais aceita do termo é aquela apresentada pela Comissão Mundial sobre Meio Ambiente das Nações Unidas, mais conhecido como Relatório Brundtland, que assim define: “Desenvolvimento sustentável é aquele que satisfaz as necessidades atuais sem comprometer a habilidade das futuras gerações em satisfazer as suas próprias necessidades”.

Os mercados de ações também foram alcançados pela tendência às práticas de sustentabilidade. Já em 1990, como resposta à demanda de clientes que buscavam alternativas de investimentos alinhadas às suas preocupações sociais, a empresa corretora de ações Kinder, Lydenberg, Domini & Company (KLD) criou o *Domini Social Index* (DSI), composto de 400 empresas com perfil de comprometimento social. Este índice foi tomado como base para vários estudos como, por exemplo, o de Waddock e Graves (1997).

Segundo Marcondes e Bacarji (2010, p.18) a bolsa de Nova York foi a primeira Bolsa de Valores a criar uma carteira de ações elencadas a partir de critérios de sustentabilidade. Em 1999, foi criado, o Dow Jones Sustainability Index, que tem a finalidade de oferecer aos investidores a oportunidade de investirem em uma carteira que sirva como *benchmark* quanto às práticas sustentáveis que geram, em longo prazo, valor para o acionista, evitando riscos e perdas nas três dimensões - social, ambiental e econômica (MARCONDES; BACARJI, 2010).

Após o DJSI, em julho de 2001, a Bolsa de Valores de Londres, em parceria com o Financial Times, criou o FTSE4 Good, com critérios e objetivos similares ao DJSI. O terceiro índice criado por uma Bolsa de Valores foi o JSE da Bolsa de Valores de Joanesburgo, África do Sul. O Brasil foi o quarto país a ter este tipo de indicador quando a BOVESPA lançou, em 2005, o ISE-BOVESPA (MARCONDES E BACARJI, 2010).

### 4 O ISE-BOVESPA

O índice de Sustentabilidade Empresarial, ISE-BOVESPA, é uma carteira de ações que tem por critério de inclusão a avaliação do desempenho ético, econômico, social e ambiental das empresas a ele submetidas (BOVESPA, 2010).

Foi criado em 2005, atendendo uma demanda crescente no mercado mundial por investimentos responsáveis socialmente (SRI) e que tem como objetivo proporcionar ao acionista maior segurança quanto à rentabilidade em longo prazo, já que as empresas nele listadas têm, por característica, menor vulnerabilidade a riscos econômicos, sociais e ambientais (MARCONDES E BACARJI, 2010). Também objetiva formar um *benchmark* quanto às boas práticas de gestão nos meios empresariais brasileiros (BOVESPA, 2011).

O ISE-BOVESPA é composto de até 40 empresas e é renovado a cada ano com base na adequação das empresas aos critérios de inclusão que contemplam características relativas à liquidez, à governança corporativa e às questões sociais e ambientais. Esses padrões são medidos por meio de questionários enviados às empresas que possuem as 200 ações mais líquidas no exercício do ano anterior e que, após serem voluntariamente respondidos, são avaliados por um Conselho Deliberativo que seleciona a carteira seguindo as melhores classificações quanto ao:

- a) Relacionamento com empregados e fornecedores;
- b) Relacionamento com a comunidade;
- c) Governança corporativa;
- d) Impacto ambiental de suas atividades.

O ISE-BOVESPA, não obstante à sua recente criação, tem sido base para vários estudos nos meios acadêmicos brasileiros, muitos deles buscando, por meio de variadas ferramentas, identificar se há relação entre a RSC e o DFC.

Gomes Junior e Gomes (2010) descrevem que os impactos provocados pela inclusão das empresas no ISE não se refletem só em relação ao desempenho financeiro, mas também quanto à reputação, ao *disclosure* ambiental, à regulamentação e qualidade e à formação de estratégia para alcance de vantagem competitiva. Os autores assinalam que as empresas do ISE, durante o período pesquisado (de 2005 a 2009), apresentaram resultados semelhantes aos apresentados pelo IBOVESPA.

Machado, Machado e Corrar (2009) buscaram averiguar se a rentabilidade média do ISE-BOVESPA é, estatisticamente, semelhante à rentabilidade dos outros diversos índices da BOVESPA, e perceberam não haver diferença, estatisticamente significativa, entre eles no período de dezembro de 2005 a novembro 2007. Porém, já assinalam que tal resultado pode ser em decorrência de que várias ações compõem, simultaneamente, a mais de um dos índices analisados.

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) inovam na abordagem ao mudar o foco da rentabilidade, comum nos estudos anteriores, para a análise do risco e do endividamento, comparando as empresas listadas no ISE a empresas não listadas. Os autores se utilizam de regressão com dados em painel, levantados no período de 2003 a 2008, a fim de comparar o desempenho das ações antes e depois da criação do índice em 2005. Concluem que a prática de RSC tem correlação negativa tanto com o risco quanto com o endividamento das empresas.

## 5 A CRISE ECONÔMICA MUNDIAL DE 2008

A crise econômica mundial de 2008, também chamada Crise do Crédito ou Crise Americana, é entendida como um momento de ajuste dos sistemas econômico-financeiros que, segundo Minsk (1992), são endógenos aos mercados de molde capitalista democrático e sempre se seguem aos períodos de grande pujança econômica.

Segundo Lal (2010), a crise de 2008 teve sua origem no mercado imobiliário americano, quando instituições financeiras, imprudentemente, ofertaram empréstimos com baixas taxas a mutuários sem credibilidade, lastro ou garantias (aqueles sem renda, postos de trabalho ou bens). Os títulos gerados destas operações foram comercializados no mercado financeiro subclassificados (*subprime*), porém ainda assim tomados por garantia nas negociações de créditos interbancários Mizen (2008).

O capitalismo ocidental, regido pelo que Gowan (2009) denomina de *Novo sistema de Wall Street*, tem sua maior fonte de renda nos investimentos especulativos que, por conta da frouxa regulamentação dos sistemas financeiros, permitem uma alta volatilidade dos ativos financeiros. Isto permite que os investidores sejam capazes de inflacionar mercados emergentes, objetivando os altos lucros, formando *bolhas* que se estouram quando da retirada maciça de ativos na corrida por liquidez.

Os investimentos são feitos, na maioria, com alto grau de alavancagem, pois, segundo Gowan (2009), apenas 10% do valor investido é patrimônio e os 90% restante são dívidas. O modelo de precificação de ativos exercido por tais investidores é baseado em sofisticadas operações de securitização que transferem aos títulos uma característica nebulosa de valoração. O alto risco em operações que envolvem tais papéis é compensado pelos altos lucros que eles conferem. Tal engrenagem funciona bem até que, num chamado *Momento Minsky*, o mercado venha corrigir este descolamento com traumáticos ajustes aos valores reais (GOWAN, 2009).

Para Gowan (2009), a estrutura do mercado financeiro das décadas de 1990 e 2000 foi terreno fértil para a eclosão de uma crise de tamanha amplitude, tendo como importantes agentes: a) o surgimento de um modelo de negociações de empréstimos; b) a arbitragem

especulativa dos preços dos ativos, causando a formação de *bolhas*; c) a orientação para a maximização dos lucros; d) o nascimento de um sistema bancário “nebuloso”, associado à criação de “inovações financeiras”; e d) a centralização nos créditos derivativos que, associados a outras mudanças, mutuamente se reforçam culminando na sua desintegração em 2008 (GOWAN, 2009, p. 50).

A crise trouxe à tona a antiga discussão entre as escolas keynesianas e as neoclássicas (MIZEN, 2009). Os keynesianos advogam ser necessária certa intervenção governamental nos mercados a fim de auferir-lhes equilíbrio e evitar momentos de profundos *crashes*. Este pensamento se contrapõe ao das escolas neoliberais, que defendem a política do *laissez faire* e creem num mercado eficiente capaz de alcançar por si só o equilíbrio.

## 6 METODOLOGIA E VARIÁVEIS DA PESQUISA

Este estudo objetiva identificar se existe relação entre a prática de Responsabilidade Social Corporativa e o Desempenho Financeiro Corporativo de empresas listadas na BOVESPA em um momento de crise no mercado financeiro mundial. Segundo a teoria da sinalização de Spence (1973) as entidades procuram emitir sinais, a fim de inibirem a assimetria de informação, facilitando para o usuário a escolha entre as diversas ofertas. A inclusão em índices de sustentabilidade pode ser entendida como sinalização para a prática de Responsabilidade Social Corporativa.

Estudos anteriores, entre eles López, Garcia e Rodriguez (2007), Lee (2009) e Byus, Deis e Ouyang (2010), usaram, como critério para a identificação das empresas com comportamentos de RSC, a inclusão voluntária destas empresas no Dow Jones Sustainability Index (DJSI).

No presente estudo, contextualizado no mercado brasileiro de ações, o termo sinalizador de RSC é a inclusão no ISE-BOVESPA, que se utiliza de critérios semelhantes aos do DJSI para a inclusão das ações em sua carteira.

A coleta dos dados foi feita na base de dados econômica no período que compreende do ano 2005 (ano em que foi criado o ISE-BOVESPA) até 2010. O período crítico da crise financeira de 2008 é delineado a partir do terceiro trimestre de 2008 até o primeiro trimestre de 2009 quando as ações iniciaram o restabelecimento.

Seguindo a metodologia de López, Garcia e Rodriguez (2007), tomou-se mais de uma variável dependente para medida de desempenho sendo elas:

1) O Valor de Mercado da empresa definido como o preço da ação multiplicado pelo número de ações da empresa. Tal variável foi escolhida a fim de perceber o impacto da crise no momento de seu ápice, já que o preço das ações é sensível a mudanças macroeconômicas como a crise de 2008.

2) O LAJIR (lucro antes dos juros e imposto de renda) como um indicador financeiro de lucratividade da empresa.

3) O Market to book que indica a valorização das ações da empresa e é calculado dividindo-se o preço da ação no mercado pelo seu valor contabilizado.

Como variáveis explicativas, a exemplo de López, Garcia e Rodriguez (2007) tomou-se como *proxy* para tamanho da empresa a variação dos Ativos Totais, como *proxy* para endividamento a divisão da Dívida Bruta pelo Ativo. Ainda conforme López, Garcia e Rodriguez (2007) levantou-se como variável explicativa a variação da receita.

Lang e Maffett (2011) evidenciaram que a gestão com alto padrão de transparência quanto aos relatórios contábeis, escolha dos auditores, gerenciamento dos resultados e precisão das previsões estão positivamente correlacionados à liquidez de mercado das ações e consequentemente ao valor da firma. À luz deste estudo foi inserida a variável explicativa liquidez de mercado no modelo.



Por fim, foram criadas as variáveis binárias: 1) *Dummy ISE*, em que as empresas que compõem o índice recebem o valor 1 e as demais o valor 0; 2) *Dummy Crise*, em que recebem o valor 1 4º trimestre de 2008 e o 1º trimestre de 2009; e 3) *Dummy ISExCrise* de interação entre as duas anteriores, que demonstrará o desempenho das empresas com RSC em comparação com as demais durante o período de crise.

A amostra foi “Winsorada” com o intuito de eliminar os outliers e assim obter uma amostra mais homogênea validando os pressupostos. Em todas as variáveis (menos as *dummies*) foi utilizada a fração para ajuste das observações a um nível de  $p=0.025$  em cada cauda. O logaritmo natural foi utilizado em todas as variáveis, pois, observou-se na amostra um desvio padrão elevado, mesmo após os dados serem “Winsorados”.

A ferramenta utilizada foi a regressão com dados em painel que para Wooldridge (2006) melhor se adequa a estudos longitudinais com múltiplas variáveis onde as unidades se repetem ao longo dos diversos cortes transversais.

Os dados em painel com efeito fixo são utilizados quando as variáveis do modelo de regressão proposto são invariantes no tempo. Assim, cria-se uma variável *dummy* que representará a variável tempo e que mostrará o choque sobre a variável dependente. Levantadas as variáveis descritas foi proposta a seguinte equação de regressão:

$$Y_{it} = \alpha_i + \psi_t + \beta_1 \text{crisexise}_{it} + \beta_2 \text{crise}_{it} + \beta_3 \text{ise}_{it} + \beta_4 \ln \text{wativo}_{it} + \beta_5 \ln \text{wreceita}_{it} + \beta_6 \ln \text{wdiv\_at}_{it} + \beta_7 \ln \text{wliquidez}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

**$Y_{it}$**  = variáveis dependentes: Logaritmo natural do lucro antes dos juros e do imposto de renda ( $\ln \text{wlajir}$ ) o logaritmo natural do valor de mercado ( $\ln \text{wvm}$ ) e o logaritmo natural do *market to book*.

**$\alpha$**  = constante.

**$\psi_t$**  = variável *dummy* de controle no ano (t) no período de 2005 a 2010.

**$\beta_j$**  = coeficientes, onde  $j = 1 \dots 7$ .

**$\text{Ise}_{it}$**  = variável *dummy*, em que recebe o valor 1 se a empresa (i) no trimestre (t) pertence ao ISE e 0 se não pertence.

**$\text{Crise}_{it}$**  = variável *dummy*, em que recebe o valor 1 se a empresa (i) no trimestre (t) está presente no período da crise (4º trim. de 2008 e 1º trim. de 2009) e 0 os demais períodos coletados na amostra.

**$\text{Isexcrise}_{it}$**  = variável *dummy*, em que a interação entre as duas *dummies* anteriores captará as empresas (i) no trimestre (t) que pertencem ao ISE e passam pela crise recebendo o valor 1 e recebendo 0 as demais empresas.  **$\ln \text{wreceita}_{it}$**  = variável logaritmo natural da receita líquida da empresa (i) no ano (t).

**$\ln \text{wdiv\_at}_{it}$**  = variável logaritmo natural da dívida bruta do ativo da empresa (i) no ano (t).

**$\ln \text{wativo}_{it}$**  = variável logaritmo natural do ativo da empresa (i) no ano (t).

**$\ln \text{wliquidez}_{it}$**  = variável logaritmo natural da liquidez de mercado da empresa (i) no ano (t).

**$\varepsilon_{it}$**  = termo do erro estocástico da regressão.

Para que a regressão estivesse livre de heteroscedasticidade e autocorrelação, aplicou-se a ferramenta ROBUST.

## 7 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A matriz de correlação pode ser utilizada como base para a escolha das variáveis que serão inseridas na equação do modelo. O ideal é que a variável explicativa principal seja altamente correlacionada com as dependentes, porém o que se observa é que a *Dummy ISE* tem fraca correlação com o LAJIR e valor de mercado, ainda que positiva.

Na Tabela 1, é mostrada a matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes.

**TABELA 1: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS**

	lnwmbvbv	lnwlajir	lnwvm	lnwativo	lnwliquidez	lnwdiv_at	lnwreceita	ise	crise	isexcrise
lnwmbvbv	1,000									
lnwlajir	0,2397	1,000								
lnwvm	0,4737	0,8231	1,000							
lnwativo	0,1844	0,8408	0,8822	1,000						
lnwliquidez	0,2669	0,5325	0,6344	0,5549	1,000					
lnwdiv_at	0,0385	0,0927	0,0148	0,0673	0,0203	1,000				
lnwreceita	0,2937	0,7841	0,8044	0,8370	0,4955	0,0858	1,000			
ise	0,0904	0,3618	0,3860	0,3966	0,3591	0,0621	0,3433	1,000		
crise	-0,0795	0,0061	-0,0476	0,0119	-0,0089	0,0064	0,0060	-0,0135	1,000	
isexcrise	-0,0016	0,0897	0,0857	0,1080	0,0887	0,0210	0,0885	0,2700	0,3027	1,000

Fonte: Elaborada pela autora.

É possível notar que a variável independente ativo total (lnwativo) é altamente correlacionada com as variáveis dependentes LAJIR - lucro antes dos juros e imposto de renda (lnwlajir)  $r = 0,841$ , com o valor de mercado (lnwvm) apresentando  $r = 0,882$ . Também a variável explicativa receita (lnwreceita) tem alto grau de correlação com as variáveis dependentes Valor de mercado (lnwvm) com  $r = 0,80$  e com o LAJIR (lnwlajir)  $r = 0,78$ . Tais resultados são desejáveis já que se espera que o modelo explique de forma satisfatória a relação entre elas.

## 8 REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL E DUPLO EFEITO FIXO

A regressão com dados em painel e com efeito fixo é utilizada quando as variáveis do modelo de regressão proposto são invariantes no tempo. Assim, cria-se uma variável *Dummy* que representará a variável tempo e que mostrará o choque sobre a variável dependente.

As regressões apresentam  $\text{Prob} > F = 0.000$  a um nível de 5%, possibilitando assim serem realizadas inferências. Os modelos apresentam um alto ajuste para as variáveis dependentes LAJIR e Valor de mercado, porém para com o Market to book teve um baixo coeficiente de determinação.

**TABELA 2: REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL E DUPLO EFEITO FIXO AJUSTADA PELA FERRAMENTA ROBUST**

	LAJIR		Valor de Mercado		Market to Book	
	Beta	Significância	Beta	Significância	Beta	Significância
ise	-0,087	0,520	0,098	0,279	0,103	0,155
crise	0,007	0,902	-0,450	0,000	-0,403	0,000
isexcrise	-0,210	0,150	0,004	0,963	0,089	0,229
lnwativo	0,338	0,008	0,385	0,000	-0,154	0,094
lnwliquidez	0,032	0,023	0,053	0,000	0,017	0,226
lnwdiv_at	-0,044	0,281	-0,113	0,001	0,001	0,973
lnwreceita	0,254	0,002	0,080	0,046	0,160	0,053
	R <sup>2</sup> =	0,712	R <sup>2</sup> =	0,817	R <sup>2</sup> =	0,151
	F(12,294) =	13,200	F(12,293) =	60,960	F(12,291) =	37,980
	Prob > F =	0,000	Prob > F =	0,000	Prob > F =	0,000
	Número de obs. =	5113	Número de obs. =	4978	Número de obs. =	4899

Fonte: Elaborada pela autora.

A variável principal *isexcrise* não obteve significância estatística em nenhum dos modelos indicando que estar listado na carteira ISE-BOVESPA, para esta amostra e neste período, não trouxe diferenciação para as empresas que investiram recursos na adequação de seus processos e relatórios aos critérios de inclusão da carteira.

As demais variáveis explicativas estão coerentes com as expectativas já que para um aumento de 1% no ativo da empresa (*lnwativo*), o lucro antes dos juros e imposto de renda (*lnwlajir*) aumenta, em média, cerca de 0,34%. Sendo portanto o lucro positivamente sensível ao tamanho da empresa. A liquidez de mercado (*lnwliquidez*) impacta positivamente acarretando em um aumento no lucro de cerca de 0,03% em média. A variável receita líquida (*lnwreceita*) quando aumenta em 1%, acarreta no LAJIR um acréscimo, em média, de 0,25%.

A dívida bruta sobre o ativo (*lnwdiv\_at*), afetou negativamente o valor de mercado (*lnwvm*) reduzindo em 0,11%.

A variável receita líquida (*lnwreceita*) quando aumenta em 1%, também impacta positivamente causando um acréscimo em média, de 0,08%. O período assinalado para a crise, apesar de relativamente curto (dois trimestres) foi negativamente impactante no valor de mercado (*lnwvm*) das empresas representando um decréscimo de 0,45% em média.

A variável indicativa do período da crise apresentou significância estatística, impactando negativamente como se supunha, a performance das ações com um decréscimo de 0,4%, em média, no *market to book* (*lnwmbvbv*). Tal resultado indica que o delineamento do período de dois trimestres está coerente com os resultados da regressão.

Novamente, a variável principal, *isexcrise*, não obteve significância estatística indicando assim que, para esta amostra no período em que os dados foram coletados, ter direcionado recursos e esforços para estar listado no ISE-BOVESPA não trouxe às empresas melhores resultados financeiros durante a crise econômica de 2008. Tais resultados estão alinhados à teoria de Friedman (1970), pois ao direcionar recursos para adequação aos critérios de inclusão na seleta carteira que assinala comportamentos de Responsabilidade Social Corporativa, as empresas não obtiveram melhores ganhos ou menores perdas para seus acionistas em período de crise econômica.

## 9 CONCLUSÃO

O objetivo principal deste estudo foi verificar se existe correlação entre Desempenho Social Corporativo e Desempenho Financeiro Corporativo. Para isso, levantaram-se os dados das empresas ativas na BOVESPA, comparando aquelas que pertencem ao ISE-BOVESPA às demais. Os testes empíricos demonstraram que, em cenários de crise econômica, estar listado no ISE-BOVESPA não traz nenhuma alteração no desempenho financeiro das empresas, já que os resultados foram estatisticamente insignificantes para este fator.

Se para Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), investimentos em RSC são recursos idiossincráticos capazes de fortalecer as firmas para enfrentarem períodos de crise, o presente estudo demonstra resultados contrários a tal assertiva. Lang e Maffett (2011) encontraram correlação positiva entre a liquidez e valor da empresa e a prática transparência na gestão da empresa. Os resultados foram significativos principalmente no período de crise quando tais ações tiveram muito melhor desempenho que as demais. Um dos critérios de inclusão no ISE-BOVESPA é a transparência nos relatórios, portanto esperava-se que por conta desta característica estas ações também obtivessem melhores resultados, porém com base na amostra deste estudo, tal expectativa não se confirmou.

Neste estudo, foram observadas todas as empresas ativas da Bovespa, totalizando 378 empresas, o que faz o grupo de tratamento (as empresas listadas no ISE) representarem um baixo percentual do total da amostra – cerca de 8% no período. Sugere-se para estudos futuros que seja coletada uma amostra balanceada com números iguais de observações nos grupos de

tratamento e de controle, assim como uma coleta discriminatória por setor de operação da empresa.

O estudo restringe-se ao mercado Brasileiro de Empresas de Capital aberto presentes na BOVESPA. Sendo a crise de 2008 um fenômeno de impacto mundial, sugere-se também a elaboração de estudos que analisem o desempenho de outras carteiras sinalizadoras de RSC presentes nas Bolsas de Valores de outros países. Considerando-se que alguns mercados tiveram um efeito mais prolongado da crise, tal fato possibilitaria uma amostra de um maior período, contemplando assim, entre outros fatores, a sazonalidade das operações das empresas.

## REFERÊNCIAS

AUPPERLE, Kenneth E.; CARROL, Archie B; HATFIELD, John D. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. **The Academy of Management Journal**, v. 28, n. 2, p. 446-463, Jun. 1985.

BECHARA, Evanildo. **Novo Acordo Ortográfico**. Rio de Janeiro: Lucerna, 2008.

BM & FBOVESPA. **A nova bolsa**. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/ResumoISENovo.pdf>>. Acesso em: 14 set. 2011.

BYUS, K.; DEIS, D.; OUYANG. B.. **Doing Well by Doing Good: Corporate Social Responsibility and Profitability**. SAM Advanced Management Journal — Winter, 2010.

CARROLL, A. B.. **A three-dimensional conceptual model of corporate performance**. Academy of Management Review. v. 4, p. 497-505, 1979.

CECCHETT, Stephen G.. **Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis** Journal of Economic Perspectives. Volume 23, Number 1 – Winter – Pages 51–75, 2009.

COCHRAN, P. L.; WOOD, R. **Corporate social responsibility and financial performance**. Academy of Management Journal, p. 42-56, 1984.

Comissão Mundial sobre Ambiente e Desenvolvimento. **Nosso Futuro Comum**. Rio de Janeiro: FGV, p.44-50, 1988.

CORNELL, B.; SHAPIRO, A. Corporate Stakeholders and Corporate Finance. **Financial Management**, p. 5-14. 1987  
**Dictionary of Contemporary English**. International Edition: Longman, 2002.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E.. **The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications**. Academy of Management Review, 20(1), 65-91, 1995.

FREEMAN, R. Edward; MCVEA, John. A stakeholder approach to strategic management. In M. Hitt, E. Freeman and J. Harrison, **Handbook of strategic management**, Oxford: Blackwell Publishing, p. 189-207, 2000. Disponível em:  
<<http://books.google.com/books?id=zD1CZUWE6zQC&pg=PP1&dq=freeman+strategical&lr=&ei=KQpeSqD3I5uwywSWveT-Cw&hl=pt-BR>> Acesso em: 01 maio 2011.

FRIEDMAN, M.. **The social responsibility of business is to increase its profits**. New York Times Magazine. September, 13, p. 122-126, 1970.

GOMES JÚNIOR, Sílvio Figueiredo; GOMES, André Raeli. **As Vantagens da Sustentabilidade Empresarial**. INGEPRO – Inovação, Gestão e Produção Agosto de 2010, vol. 02, no. 08 ISSN 1984-6193

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F.A. **SUBPRIME: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte: Corecon MG, 2009.

GOWAN, P. Crisis in the Heartland Consequences of the New Wall Street System. **Estudos Avançados** 23 (65), 2009. p. 49-72.

GUJARATI, Damodar N. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GRÜN, M. **Ética e educação ambiental: A conexão necessária** . 11.ed. Campinas. Papyrus, 2007. Disponível em <[http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=MoIe\\_qa1XvwC&oi=fnd&pg=PA9&dq=Relat%C3%B3rio+de+Brundtland&ots=QmMq7z9wa&sig=fni44RvVFHQc63AdfmU0KPvZrmo#v=onepage&q=Relat%C3%B3rio%20de%20Brundtland&f=false](http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=MoIe_qa1XvwC&oi=fnd&pg=PA9&dq=Relat%C3%B3rio+de+Brundtland&ots=QmMq7z9wa&sig=fni44RvVFHQc63AdfmU0KPvZrmo#v=onepage&q=Relat%C3%B3rio%20de%20Brundtland&f=false)> acesso em: 27 de novembro de 2011.

LANG, M.; MAFFETT, M. Transparency and liquidity in crisis periods. **Journal of Accounting and Economics**. 52, p.101 – 125, 2011.

LÓPEZ, M. V.; GARCIA, A.; RODRIGUEZ, L. Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*, Springer 2007.

MACHADO, Márcia Reis; MACHADO, Márcio André Veras; CORRAR, Luiz João. **DESEMPENHO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**. Revista Universo Contábil. ISSN 1809-3337,

FURB, Blumenau, v. 5, n. 2, p. 24-38, abr/jun, 2009.

MACKEY, A.; MACKEY, T.B.; BARNEY, J.B.. „Corporate social responsibility and firm performance: Investor relations and corporate strategies. **Academy of Management Review**, v. 32, p. 817–835, 2007.

MARCONDES, A. W.; BACARJI, C.D. **ISE – Sustentabilidade no mercado de capitais**. 1. ed. São Paulo: Report, 2010.

McGUIRE, J. B.; SUNDGREN, A.; SCHNEEWEIS, T.. Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, v.31, n. 4, p. 854-872, 1988.

McWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? **Academy of Management Review**, v. 21, n. 5, p. 603-609, 2000.

MIZEN, P. The credit crunch of 2007 – 2008: a discussion of the background, market reaction, and policy responses. **Federal Reserve bank of St Louis Review**, p.531-537, out 2008.

MINSKY, H. P.. **Stabilizing an unstable economy**. New York [u.a.: McGraw-Hill Professional]. Disponível em: <[http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=CuCHDJ4dxacC&oi=fnd&pg=PR7&dq=h+p+minsky&ots=vuXAFrT0wI&sig=CqrHivmG-2o-Kp5XUJ-AqovA8\\_g#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=CuCHDJ4dxacC&oi=fnd&pg=PR7&dq=h+p+minsky&ots=vuXAFrT0wI&sig=CqrHivmG-2o-Kp5XUJ-AqovA8_g#v=onepage&q&f=false)>.

ORLITZKY, M., SCHMIDT, F., RYNES, S., 2003. Corporate social and financial performance: a meta-analysis. **Organizational Studies** 24 (3), 403–441.

PAVIE, J. J. E. **Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro: uma meta-análise**. Dissertação de Mestrado Profissionalizante apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração das Faculdades Ibmecc, Rio de Janeiro: Faculdades Ibmecc, 2008.

PODDI, Laura; VERGALLI, Sergio. "Does Corporate Social Responsibility Affect the Performance of Firms?" (August 5, 2009). Fondazione Eni Enrico Mattei Working Papers. Working Paper 313. <http://www.bepress.com/feem/paper313/> acesso em 27/10/2011.

PORTER, M. E.; LINDER, C. Van der. **Green and competitive**, Harvard Business Review, 73(5), pp. 120–134, 196, 1995.

SICHE, Raúl; AGOSTINHO Feni; ORTEGA, Enrique; ROMEIRO, Ademar. **ÍNDICES VERSUS INDICADORES**: Precisoões conceituais na discussão da sustentabilidade de países Ambiente & Sociedade. Campinas, 2007.

SPENCE, Michael. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v.87, n. 3, p. 355-374, Aug. 1973.

TEIXEIRA, Evimael Alves; NOSSA, Valcemiro e FUNCHAL, Bruno. **O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco**. Rev. contab. finanç. [online], vol. 22, n. 55, pp. 29-44. ISSN 1808-057X, 2011.

VANCE, S. C. "Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?", **Management Review**, v. 64, p 18-24, 1975.

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B. (1997), The corporate social performance-financial performance link. **Strategic Management Journal**, vol. 18, n. 4, pp. 303-319.

WAGNER, T.; LUTZ, R. J.; WEITZ, B. A. Corporate Hypocrisy: Overcoming the Threat of Inconsistent Corporate Social Responsibility Perceptions. **Journal of Marketing** Vol. 73 (November 2009), p. 77–91.

WALLER, S. David; LANIS Roman. Corporate social responsibility (CSR) disclosure of advertising agencies: An exploratory analysis of six holding companies' annual reports, **Journal of Advertising**, vol. 38, n. 1 (Spring 2009), pp. 109–121.

WONG, Douglas K.T.; LI, Kui-Wai. Comparing the performance of relative stock return differential and real exchange rate in two financial crises, **Applied Financial Economics**, 2010.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M.. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira. Thomson Learning, 2006.

WORLD COMMISSION on Environment and Development. **Our common future**. Oxford, Oxford University Press, 1987.